



UNIVERSIDAD DE CHILE

**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS
ESCUELA DE POSTGRADO**

Valorización Inmobiliaria Manquehue S.A. mediante el método de flujo de caja descontado

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE A TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

Alberto Barahona Jara

Docente guía: Sr. Francisco Marcet

Santiago, Chile

2022

Contenido

RESUMEN EJECUTIVO	6
1.- METODOLOGIA	10
1.1. Principales Métodos de Valorización	10
8.5.1. Método de Flujo de Caja descontado	10
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	13
2.1. Descripción de la empresa	13
2.2.1. Antecedentes del negocio e historia	13
2.2.3. Principales accionistas	14
2.2.4. Filiales	15
2.2. Descripción de la industria	15
2.2.1. Estado actual	16
2.2.2. Regulación y fiscalización	16
2.2.3. Empresas comparables	17
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	19
3.1. Deuda financiera	19
3.2. Patrimonio económico	19
3.3. Valor económico	20
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo	20
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	21
4.1. Costo de la deuda	21
4.2. Estimación del beta de la deuda	22
4.3. Estimación del beta patrimonial	22
4.4. Beta patrimonial sin deuda	23
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	24
4.6. Costo patrimonial	24
4.7. Costo de capital	25
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	26
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa	26
5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	27

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa	29
5.4. Análisis de márgenes de la empresa	30
5.5. Análisis de los activos de la empresa	31
5.6. Análisis de crecimiento de la industria	35
6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	38
6.1. Ingresos operacionales proyectados	38
6.2. Costos y gastos operacionales proyectados	39
6.3. Resultado no operacional proyectado	40
6.4. Impuesto corporativo proyectado	41
6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF.....	41
6.6. Estado de resultados proyectado porcentual	42
7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	43
7.1. Inversión en reposición	43
7.2. Nuevas Inversiones de capital.....	44
7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	45
7.4. Valor terminal y flujos de caja libres proyectado	47
8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO.....	48
8.1. Valor presente de los flujos de caja libre.....	48
8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	49
8.3. Activos prescindibles y otros activos	50
8.4. Valorización económica de la empresa.....	50
8.5. Análisis de sensibilidad.....	52
CONCLUSIONES	56
ANEXOS.....	58
Anexo 1: Muestra el resultado de la regresión entre el PIB trimestral de Chile como variable independiente con el índice de venta de viviendas trimestral de la cámara chilena de la construcción entre el año 2008 al año 2020.	58
BIBLIOGRAFÍA.....	59

Índice de tablas:

Tabla 1: Información sobre Inmobiliaria Manquehue	13
Tabla 2: 12 Principales Acciones de Inmobiliaria Manquehue S.A. al 30 de junio del 2021	15
Tabla 3: Antecedentes Paz Corp	17
Tabla 4: Ingresos y EBITDA 2020 de Paz Corp	17
Tabla 5: Antecedentes de Socovesa	17
Tabla 6: Ingresos y EBITDA Año 2020 Socovesa	18
Tabla 7: Antecedentes INGEVEC	18
Tabla 8: Ingresos y Ebitda año 2020 INGEVEC	18
Tabla 9: Evolución de la deuda financiera de Inmobiliaria Manquehue	19
Tabla 10; Patrimonio económico de Inmobiliaria Manquehue	20
Tabla 11: Valor económico de Inmobiliaria Manquehue S.A.	20
Tabla 12: Estructura de Capital de Inmobiliaria Manquehue	21
Tabla 13:Ratio Costos financieros sobre deuda financiera para Manquehue	21
Tabla 14: Resultados de regresión lineal entre rent. Manquehue y sus comparables con la Rent. IGPA	23
Tabla 15: Ingresos de Inmobiliaria Manquehue por segmentos en Miles de UF ...	26
Tabla 16: Ingresos de Inmobiliaria Manquehue por segmentos como ponderación de la venta total	26
Tabla 17:Variación Ingresos de Inmobiliaria Manquehue por segmentos.	26
Tabla 18: Evolución históricos de costos y gastos operacionales de Inm. Manquehue entre los años 2016 y 2020	27
Tabla 19: Análisis de los costos operacionales de Inmobiliaria Manquehue en función de los ingresos entre los años 2016 al 2020	28
Tabla 20: Análisis de los ingresos y gastos no operacionales de Inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 al 2020	29
Tabla 21: Análisis de los negocios no operacionales de Inmobiliaria Manquehue como porcentaje de los ingresos	29
Tabla 22: Estado de resultados de Inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 a 2020	30
Tabla 23: Estado de resultados de inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 a 2020 en proporción de los ingresos	30
Tabla 24:Activos de inmobiliaria Manquehue al 30-06-2021	31
Tabla 25:Capital de trabajo y activos y pasivos corrientes operativos de Inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 a 2021	33
Tabla 26: Inversiones realizadas por Inm. Manquehue entre los 2017 al 2021	35
Tabla 27: índice de venta de viviendas en el gran Santiago y PIB Anual de Chile en millones entre el año 2008 y 2020	35

Tabla 28: Proyección de crecimiento del PIB de Chile entre los años 2021 y 2023	36
Tabla 29: Proyección de los ingresos operacionales para Inmobiliaria Manquehue	38
Tabla 30: Proyección de costos y gastos operacionales de Inmobiliaria Manquehue	40
Tabla 31: Proyección del resultado no operacional de Inmobiliaria Manquehue	40
Tabla 32: Proyección del impuesto corporativo de inmobiliaria Manquehue	41
Tabla 33: Proyección del EERR para Inmobiliaria Manquehue	41
Tabla 34: Resumen de los supuestos utilizado para la proyección del EERR	42
Tabla 35: Proyección del EERR para Inmobiliaria Manquehue	43
Tabla 36: Análisis de inversión en reposición en función de la depreciación y la amortización	44
Tabla 37: Proyección del gasto en inversión en reposición para el año 2021 al 2025	44
Tabla 38: Análisis de las nuevas inversiones de capital en función de los ingresos	45
Tabla 39: Proyección de la inversión en propiedad, planta, equipos e intangibles en función de los ingresos	45
Tabla 40: Proyección de capital de trabajo operativo neto en función de los ingresos	46
Tabla 41: Proyección de inversión en capital de trabajo operativo neto	46
Tabla 42: Flujo de caja libre para Inmobiliaria Manquehue entre los años 2021 al 2026	47
Tabla 43: Valor presente del Flujo de caja libre para Inmobiliaria Manquehue entre los años 2021 al 2026	48
Tabla 44: Calculo del exceso de CTON de Inmobiliaria Manquehue al 30 de junio de 2021	49
Tabla 45: Activos prescindibles de Inmobiliaria Manquehue al 30 de junio de 2021	50
Tabla 46: Resumen de Valorización de Inmobiliaria Manquehue al 30 de junio de 2021	51
Tabla 47: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del premio por riesgo de mercado	53
Tabla 48: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del costo de capital KWACC	53
Tabla 49: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del premio por liquidez	53
Tabla 50: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del crecimiento en los ingresos	54

RESUMEN EJECUTIVO

En el presente informe se analizará y se valorizará inmobiliaria Manquehue, empresa chilena dedicada al rubro inmobiliario en el territorio nacional. Inmobiliaria Manquehue, es una sociedad anónima abierta, la cual transa sus acciones en la bolsa de valores de Santiago desde al año 2019. La empresa se valorizará usando el método de flujo de caja descontado, usando la información financiera de los estados financieros de esta desde el año 2017 al 30 de junio de 2021, siendo esta ultima la fecha de valorización a usar.

El informe se compone de ocho capítulos, siendo el primero dedicado al marco teórico de la metodología a ocupar y el segundo capítulo consta de una breve descripción de inmobiliaria Manquehue y la industria de desarrollo inmobiliario en Chile. Inmobiliaria Manquehue, nace en el año 1982, cuando fue constituida por la familia Rabat con el fin de desarrollar un proyecto inmobiliario en el sector de Santa María de Manquehue comuna Vitacura. Inmobiliaria Manquehue, actualmente se dedica principalmente al desarrollo y venta de proyectos inmobiliarios principalmente en la región metropolitana, además de vender macrolotes en el sector de Piedra Roja, estos macrolotes representan una cantidad importante de los activos de la empresa.

En el apartado 3, se estudiara la estructura de capital de la empresa, con el fin de obtener la estructura de capital histórica y objetiva de la empresa, a partir de la información de los estados financieros del año 2019, 2020 y 2021, del análisis realizado, se determinó que la estructura de endeudamiento objetiva de la empresa es el promedio de la estructura de endeudamiento de los años 2019 y 2020, debido a que el año 2021 se tenía un ratio atípico por un castigo importante en el precio de la acción de inmobiliaria Manquehue, producto de la pandemia y la incertidumbre política. La estructura de endeudamiento objetivo seleccionada consta de una proporción del 55% de los activos financiados con deuda y el otro 45% restante son financiados con patrimonio.

Una vez obtenida la estructura de capital objetivo, se ocupó esta para determinar el costo de capital de Inmobiliaria Manquehue, los supuestos y la metodología ocupada se puede

apreciar de manera extendida en el apartado 4. Para poder determinar el costo de capital, se estimó primeramente el costo de la deuda de la empresa, dado que no se contaba con información alguna de bonos de Inmobiliaria Manquehue y sus similares, se ocupó como proxy para el costo de la deuda, el promedio del ratio de los gastos financieros sobre deuda para los años 2019 y 2020. Posterior a esto, se determinó el riesgo (beta) del patrimonio, usando el beta patrimonial propuesto por Damodaran para la industria de desarrollo inmobiliario el cual es 0,85 considerando deuda y un **0,56** para el beta sin deuda, se ocuparon estos betas, dado que ni Manquehue ni sus empresas comparables contaba con una presencia bursátil significativa como para obtener el beta patrimonial a partir de una regresión entre la acción y el IGPA. Una vez definido el beta patrimonial sin deuda a ocupar, se apalancó este con la estructura de endeudamiento objetivo mediante la fórmula propuesta por Hamada (1969), obteniéndose así un beta patrimonial con deuda de **1,05**, este beta obtenido se ocupó como input para ocupar la fórmula de CAPM con el fin de obtener la tasa del costo del patrimonio, los otros inputs ocupados fueron el promedio de los últimos 18 meses de los bonos BCU a 30 años como tasa libre de riesgo y el premio por riesgo de mercado propuesto por Damodaran para el mercado chileno, obteniéndose una tasa de **6,63%**, a esta tasa se le sumo un costo adicional por la baja liquidez de la acción, esto costo adicional ocupado fue el propuesto por Amihud et al.(2015) para el mercado chileno, obteniéndose finalmente un **costo de patrimonio de 8,81%**. Una vez obtenido la estructura de endeudamiento objetivo, el costo de la deuda y el costo de patrimonio se procedió a ocupar la fórmula de Rubinstein (1973), para obtener el costo de capital ponderado, obteniéndose una **tasa de costo de capital de 5,05%**.

Una vez obtenido el costo de capital, se procedió a realizar un análisis del negocio de inmobiliaria Manquehue para obtener supuestos relevantes para la proyección de los flujos, el análisis realizado se puede ver en profundidad en el apartado 5. Dentro del análisis realizado se estudió primeramente el comportamiento del crecimiento en las ventas y los segmentos que generaban estas ventas. Se llegó a la conclusión de que no se observa una tendencia de crecimiento en las ventas y que el **92,3% de los ingresos corresponden a ventas inmuebles y a la venta esporádica de macrolotes**, este último ítem por simplicidad se categorizará estos **activos como prescindibles**. Con el

fin de poder determinar una manera de proyectar el crecimiento de la industria se realizó una regresión lineal entre el PIB y las ventas de viviendas en Santiago, encontrándose una relación estadísticamente significativa entre ambas variables, por lo que el crecimiento de las ventas de inmuebles de Manquehue se proyectara en función del crecimiento del PIB para Chile según los datos del Banco Mundial. Posterior a esto se realizó un análisis de los costos de Manquehue, llegando a la conclusión que estos dependen de la venta y que aproximadamente el 93% de los costos correspondían a costos por venta, gastos en remuneración y gastos de administración.

En el apartado 6, ocupando el supuesto de que las ventas evolucionara en función de la variación del PIB y la relación de los costos con respecto al ingreso por venta determinados en el apartado 5, se proyectó los resultados operacionales y no operacionales y la utilidad antes y después de impuesto para inmobiliaria Manquehue para los periodos 2021 al año 2025 (periodo explícito de estudio). Posterior a esto, en el apartado número 7, se procedió a determinar las inversiones en reposiciones, de activos capital y de capital de trabajo que debe efectuar inmobiliaria Manquehue para fundamentar el crecimiento en el periodo explícito llegando a la conclusión que debe realizar una inversión en reposición equivalente al **58% de la depreciación y amortización, una inversión en capex de 16,4%** y una inversión en capital de trabajo equivalente a la diferencia del RCTON entre el año futuro y el actual, considerando el **RCTON como el 147,5% de los ingresos**. Posterior a esto se procedió a determinar el Valor terminal para inmobiliaria Manquehue el cual se calculó como el flujo de caja libre del año 2026 llevado a valor presente perpetuo con una tasa de descuento de **KWACC=5,05%** y un crecimiento perpetuo equivalente al PIB tendencial de Chile de Chile, que de acuerdo con el ministerio de hacienda sería un 2,6%¹.

Finalmente, en el apartado 8 se procedió a calcular el precio de la acción usando el método de valorización de flujo de caja descontados, para esto se sumó los EBITs después de impuestos llevado a valor presente con la tasa de costo capital obtenida para los periodos de segundo semestre del 2022 y los años del 2023 al 2025. A esto se sumó

¹ <https://www.df.cl/noticias/economia-y-politica/macro/avanza-rayado-de-cancha-para-el-presupuesto-2022-expertos-estiman-pib/2021-09-13/222734.html>

también el valor presente del valor terminal de inmobiliaria Manquehue explicado en el párrafo anterior, a esto se le añadió el valor de los activos prescindibles (principalmente compuesto por los macrolotes de piedra roja) y el exceso de capital de trabajo al 30 de junio del 2021. Luego a esta suma se le resto la deuda financiera con el fin de obtener el patrimonio económico de inmobiliaria Manquehue, finalmente a este patrimonio fue dividido por las acciones suscritas y pagadas de inmobiliaria Manquehue, llegando a una **valorización de la acción de 103,19 pesos.**

El valor de la acción obtenido es mayor que el **valor real** de la acción al 30 de junio de 2021, el cual es de **93,23 pesos**, uno de los principales motivos que pueden explicar esta diferencia es el castigo que tienen las acciones nacionales producto de la crisis sanitaria y la inestabilidad política-social, esto ha producido que muchos inversionistas prefieran invertir en productos de mercado extranjeros afectando enormemente a los activos nacionales. Otro factor para destacar es que los resultados obtenidos durante el año 2020 fueron catalogados como atípico, producto que la pandemia golpeo fuertemente al rubro inmobiliario producto de aumento de costos y paralizaciones de obra por temas sanitarios, dado lo anterior para el análisis de costos el año 2020 fue excluido y por eso se explicaría que se llegó a un valor de acción muy semejante al valor de la acción de Manquehue a inicios del 2020 (periodo pre-pandemia).

Cabe destacar que la incertidumbre política del país ha producido que los accionistas exijan un mayor premio por riesgo de mercado, lamentablemente el valor ocupado es una estimación realizada por Damodaran que podría excluir esta incertidumbre, por lo que se procedió a realizar un análisis de sensibilidad que produjo como resultado que si el premio por riesgo de mercado ocupado fuera de 7,6% en vez de un 5,4% se obtendría un valor aproximadamente igual de acción al real.

Finalmente, otro factor a considerar, que la incertidumbre política y los rumores de nuevos impuestos como la eliminación del IVA crédito especial, aumento en las contribuciones y el nuevo impuesto a la riqueza, estos factores hacen que los activos inmobiliarios como los terrenos catalogados como activos prescindibles tenga un castigo en su valorización, si esta valorización oscilara entre un 4% y 6%, se obtendría un valor de acción exactamente igual al real.

1.- METODOLOGIA

1.1. Principales Métodos de Valorización

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiples o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

8.5.1. Método de Flujo de Caja descontado

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maqueira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maqueira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben

descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa

Inmobiliaria Manquehue, es una empresa chilena que se dedica al desarrollo de proyectos inmobiliarios residenciales principalmente la región metropolitana. Ha desarrollado proyectos en comunas como Colina, Vitacura, Lo Barnechea, Puente Alto y Quilicura.

Inmobiliaria Manquehue también participa en el negocio de venta de lotes para desarrollo residencial y para equipamiento, en el sector de Piedra Roja de Chicureo.

De acuerdo con los datos proporcionados por la página Web, actualmente cuenta con más 16 proyectos del tipo residencial en etapa de desarrollo y ejecución.

Inmobiliaria Manquehue S.A. transa en la bolsa de Santiago, bajo el nemotécnico “Manquehue”, esta y la demás información mencionada se resumen en la tabla mostrada a continuación:

Tabla 1: Información sobre Inmobiliaria Manquehue

Tipo de Información	Descripción
nemotécnico	Manquehue
Número de acciones	591.555.986
Clase de acción	Serie única
Mercado donde Transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Construcción y venta de inmuebles.
Rubros	Construcción, inmobiliaria y venta de lotes
País donde Opera	Chile

Fuente: Memoria Inmobiliaria Manquehue año 2020

2.2.1. Antecedentes del negocio e historia

La empresa nace en el año 1982, cuando la familia Rabat constituyó la empresa Inmobiliaria Manquehue S.A. con el fin de desarrollar el proyecto inmobiliario denominado “Santa María de Manquehue”, en la comuna de Vitacura. Posterior a esto,

la empresa siguió desarrollando proyectos en esta zona bajo la estrategia de adquirir macrolotes para luego urbanizarlos y emplazar viviendas en ellos para ser vendidos al consumidor final. En el año 1991, Manquehue adquiere terreno por más de 250 hectáreas en Valle de los trapenses en la comuna de Lo Barnechea, desarrollando allí el proyecto “El Golf de Manquehue”. Posteriormente en 1996 amplió su gama de proyectos desarrollando uno en Huechuraba denominado “El Carmen de Huechuraba”, este consistía en la venta de casas con precio de venta desde las UF 2.000. En el año 2000, Inmobiliaria Manquehue empieza a desarrollar un proyecto en Chicureo, denominado “Piedra Roja”, siendo este uno de los proyectos más grande del país, en el año siguiente comienza la venta del proyecto “Ciudad del sol” en la comuna de Puente Alto. En el año 2005, con el fin de expandirse geográficamente, Manquehue comienza a desarrollar un proyecto en la Machalí, denominado “Polo de Machalí”, este fue continuado posteriormente con el proyecto “Harás de Machalí”.

Inmobiliaria Manquehue S.A. se inscribe en la SVS en el año 2008, comenzando el proyecto de departamentos para el segmento medio “Parque Viña Manquehue” emplazado en la comuna de San Joaquín. En el año 2009, ingresa a la propiedad de la compañía el grupo CORSO.

En el año 2016, Manquehue entro al mercado de los departamentos con el proyecto “Parque Los Nogales”, posteriormente adquirió dos paños de terrenos en Ñuñoa para desarrollarlos con departamentos. Ya en el año 2018 vendió un edificio corporativo a Metlife y unos lotes de terreno en Lo Barnechea y Vitacura.

2.2.3. Principales accionistas

La familia Rabat es la controladora de Inmobiliaria Manquehue, en su conjunto tienen un 62,5% de la propiedad de la empresa, por medio de las sociedades EL Roble Uno, EL Roble Dos, EL Roble Tres, EL Roble cuatro, EL Roble Cinco, EL Roble Seis, EL Roble Siete y EL Roble Ocho. A continuación, se presenta una tabla con el desglose de los 12 principales accionistas al 30-06-2021:

Tabla 2: 12 Principales Acciones de Inmobiliaria Manquehue S.A. al 30 de junio del 2021

Nombre	RUT	Número de acciones	%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	96.804.330-7	74.473.314	12,59%
ROBLE UNO S.A. (*)	76.006.947-7	46.215.312	7,81%
ROBLE DOS S.A. (*)	76.006.954-K	46.215.312	7,81%
ROBLE TRES S.A. (*)	76.006.959-0	46.215.312	7,81%
ROBLE CUATRO S.A. (*)	76.006.961-2	46.215.312	7,81%
ROBLE CINCO S.A. (*)	76.006.967-1	46.215.312	7,81%
ROBLE SEIS S.A. (*)	76.006.973-6	46.215.312	7,81%
ROBLE SIETE S.A. (*)	76.007.052-1	46.215.312	7,81%
ROBLE OCHO S.A. (*)	76.007.054-8	46.215.312	7,81%
TOESCA SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN	96.684.990-8	38.762.158	6,55%
MONEDA SA AFI PARA PIONERO FONDO DE INVERSIÓN	76.777.416-8	21.500.000	3,63%
COMPAÑÍA DE SEGUROS CONFUTURO S.A.	96.571.890-7	15.558.341	2,63%
Otros Accionistas		71.539.677	12,09%
Total		591.555.986	100,00%

Fuente: CMF

2.2.4. Filiales

Inmobiliaria Manquehue S.A. cuenta con participación directa en 5 filiales ligadas al desarrollo inmobiliario, Constructora Manquehue Ltda. De la cual es dueña un 99,99%, Piedra Roja Desarrollo Inmobiliario S.A de la cual es dueña de un 68,34% Manquehue Servicios Ltda. De la cual es dueña de un 99,9% y Manquehue Desarrollo Ltda. De la cual es dueña de un 99,9%.

2.2. Descripción de la industria

La industria Inmobiliaria es una de las principales industrias del país, de acuerdo con los datos proporcionados por la CMF, esta como tal aportaría 7,5% del PIB. En Chile esta se encuentra atomizada, dado que existen muchos oferentes y estos cuenta con una baja participación en el mercado. En el sector de la región metropolitana en donde Inmobiliaria Manquehue tiene la mayoría de sus proyectos, se ve enfrentada a los desafíos de los escasos de suelo y a un aumento en las demandas de las comunidades hacia los nuevos proyectos. Inmobiliaria Manquehue dentro de su estrategia ha estado

siempre ir manteniendo un banco de terrenos que le permite ir garantizando el desarrollo en el mediano-largo plazo.

Dentro de los desafíos que tiene la industria Inmobiliaria en nuestro país, uno de los principales es que debe hacerse cargo del gran déficit habitacional existente, que de acuerdo con los datos de la Cámara Chilena de la Construcción afectaría a 2,2 millones de personas. Otros de los desafíos que tiene por delante es que debe ir adaptándose a los cambios demográficos en nuestro país, tomando en cuenta factores como la reducción y postergación de la natalidad, el envejecimiento de la población y la llegada de inmigrantes.

2.2.1. Estado actual

Inmobiliaria Manquehue S.A. cerró el año 2020 con ingresos por venta M\$ 48.452, de los cuales M\$ 47.000 son ingresos ligados al desarrollo inmobiliario (97%) y M\$ 1.452 son ligados a la venta de lotes (3%). Estos ingresos por ventas se transforman en un resultado operacional de -M\$ 4.305 y una ganancia después de impuesto de -M\$ 3.226. La pérdida del ejercicio 2020, es explicada en el análisis de la empresa como consecuencia de un alza en los costos producto de la contingencia sanitaria, la que hizo que disminuyeran los niveles de ventas producto de las restricciones de movilidad, un aumento en las resciliaciones, un aumento en los tiempos de recepción de los créditos hipotecarios y en la inscripción de la escritura en los conservadores, y un aumento en el costo de construcción producto de las medidas sanitarias.

2.2.2. Regulación y fiscalización

Inmobiliaria Manquehue S.A. al ser un emisor de valores públicos es una entidad fiscalizada por la Comisión de mercado financiero. En cuanto a la regulación de los proyectos, estos deben desarrollarse cumpliendo con la normativa establecida en los planes reguladores de la comuna respectiva, adicionalmente los inmuebles construidos deben respetar los parámetros estipulados en Ley General de Urbanismo y Construcciones.

Finalmente cabe destacar que el rubro de la venta de inmuebles es uno de los rubros que es monitoreado continuamente por la unidad de análisis financiero, con el fin de encontrar escenarios donde se estén lavando activos.

2.2.3. Empresas comparables

Inmobiliaria Manquehue S.A. cuenta con empresas comparables dentro de la bolsa de Santiago, estas corresponden a otras inmobiliarias, las cuales se describirán a continuación:

Tabla 3: Antecedentes Paz Corp

Tipo de Información	Descripción
nemotécnico	PAZ
Número de acciones	283.369.203
Clase de acción	Serie única
Mercado donde Transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Construcción y venta de inmuebles.
Rubros	Construcción e Inmobiliaria
país donde Opera	Chile, Perú y Brasil.

Fuente: CMF

Tabla 4: Ingresos y EBITDA 2020 de Paz Corp

Países y rubros donde opera para el año 2020	Ingresos en MM\$	%	Ebitda en MM\$	%
Chile	65.664	93%	14.408	107%
Desarrollo Inmobiliario	65.664	93%		0%
Perú	5.111	7%	-948	-7%
Desarrollo Inmobiliario	5.111	7%	-948	-7%
Brasil	0	0%	0	0%
Desarrollo Inmobiliario	0	0%	0	0%
Total	70.775		13.460	

Fuente: CMF

Tabla 5: Antecedentes de Socovesa

Tipo de Información	Descripción
nemotécnico	SOCOVELSA
Número de acciones	1.223.935.691
Clase de acción	Serie única
Mercado donde Transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Construcción y venta de inmuebles.

Rubros	Construcción e Inmobiliaria
País donde Opera	Chile

Fuente: CMF

Tabla 6: Ingresos y EBITDA Año 2020 Socovesa

Países y rubros donde opera para el año 2020	Ingresos en MM\$	%	Ebitda en MM\$	%
Chile	270.098	100%	42.135	100%
Desarrollo Inmobiliario	270.098			
Total	270.098		42.135	

Fuente: CMF

Tabla 7: Antecedentes INGEVEC

Tipo de Información	Descripción
nemotécnico	INGEVEC
Número de acciones	1.080.000.000
Clase de acción	Serie única
Mercado donde Transa	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Construcción y venta de inmuebles.
Rubros	Construcción e inmobiliaria
país donde Opera	Chile

Fuente: CMF

Tabla 8: Ingresos y Ebitda año 2020 INGEVEC

Países y rubros donde opera para el año 2020	Ingresos en M\$	%	Ebitda en M\$	%
Chile	127.308	100%	10.636	100%
ingeniería y construcción	118.942	93%	5.247	49%
Inmobiliaria	7.047	6%	5.293	50%
Inversión y rentas	1.319	1%	96	1%
Total	127.308		10.636	

Fuente: CMF

De las empresas obtenidas como comparables se puede observar que las tres empresas seleccionadas son más grandes que Inmobiliaria Manquehue en términos de venta y de resultado EBITDA, también se puede destacar que INGEVEC sus principales ventas vienen más del área de ingeniería y construcción que del área inmobiliaria al contrario de las demás empresas señaladas como comparables

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. Deuda financiera

El pasivo corriente de Inmobiliaria Manquehue S.A. asciende a MUF 3.058.547, esta deuda se divide en M 1.368.005 ligada a los préstamos otorgados para financiar los estados de pagos de la construcción, MUF 1.337.491 asociados a otros préstamos bancarios y MUF 353.051 obtenidos para financiar las operaciones de leasing financieros para adquirir lotes de desarrollo futuro. Cabe destacar que Inmobiliaria Manquehue S.A. no ha efectuado emisión de bonos y sus fuentes de financiamientos son el capital propio, los préstamos bancarios y las operaciones de leasing/bodegaje financiero.

A continuación, se presenta una tabla que muestra la evolución de la deuda de inmobiliaria Manquehue desde 2016 a la fecha.

Tabla 9: Evolución de la deuda financiera de Inmobiliaria Manquehue

DEUDA FINANCIERA EN MILES DE UF	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
TOTAL CORRIENTE	2.809	1.908	2.254	2.569	2.224	2.403
Préstamos bancarios proceso constructivo	2.630	1.702	1.320	1.619	1.200	1.368
Otros préstamos bancarios	0	0	814	805	885	975
Otros pasivos bancarios (sobregiro contable)	2	5	14	11	1	0
Arrendamientos financieros Corriente	178	201	106	135	138	60
TOTAL NO CORRIENTE	1.341	1.117	898	1.036	800	655
Otros préstamos bancarios No Corrientes	331	319	386	365	363	362
Arrendamiento financiero no corriente	1.010	798	512	671	437	293
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	4.150	3.024	3.152	3.605	3.024	3.059

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

De la tabla anterior, se puede observar que desde 2016 a la fecha Inmobiliaria Manquehue ha disminuido su cantidad de deuda.

3.2. Patrimonio económico

El patrimonio de Inmobiliaria Manquehue S.A. se encuentra dividido en 591.555.986 acciones de serie única, en donde la familia Rabat es dueña de 369.722.496 acciones equivalente al 62,5% de las acciones. El valor de las acciones de Manquehue al 30 de

junio del 2021 es \$93,23 por acción, por lo que el patrimonio económico de la empresa al 30 de junio es de M\$ 55.150.764 equivalentes a MUF 1.856.313. A continuación, se presenta una tabla con la evolución del patrimonio económico de la empresa, cabe destacar que para los años 2016, 2017 y 2018, no se cuenta con el valor de la acción de la empresa dado que recién se abrió a bolsa en inicios de 2019.

Tabla 10; Patrimonio económico de Inmobiliaria Manquehue

Pat. Económico	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Número de acciones	502.822.588	502.822.588	502.822.588	591.555.986	591.555.986	591.555.986
Precio de la acción (\$)	no estaba abierta a bolsa			153,63	115	93,23
Total en MUF				3.210	2.340	1.856

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

De la tabla mostrada, se puede concluir que el valor económico de la empresa ha disminuido desde el 2019 a la fecha, alineándose con la tendencia de la pérdida de valor de los activos nacionales como acciones desde el estallido social a la fecha.

3.3. Valor económico

El valor económico de la empresa se obtiene de sumar el valor económico de la deuda (B) más el valor económico del patrimonio (P), usando los datos generados anteriormente se crea la siguiente tabla resumen con el valor económico para los años en estudio.

Tabla 11: Valor económico de Inmobiliaria Manquehue S.A.

En MUF	2016	2017	2018	2019	2020	jun-21
Valor Deuda Financiera (B)	4.150	3.024	3.152	3.605	3.024	3.059
Patrimonio económico (P)	no estaba abierta a bolsa			3.210	2.340	1.856
Valor económico (V)				6.815	5.364	4.915

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

Se observa de la tabla anterior que el valor económico de la empresa se ve disminuido desde el 2019 a junio del 2021 debido principalmente a la disminución del patrimonio económico producto de la disminución del precio de la acción.

3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

Posterior al cálculo de la deuda financiera, el patrimonio y valor económico de la empresa con el fin de encontrar la estructura de capital histórica y objetivo, dado que Manquehue salió a la bolsa en enero del 2019, se presenta el cálculo de los ratios de estructura de capital desde el año 2019 a junio del 2021.

Tabla 12: Estructura de Capital de Inmobiliaria Manquehue

EN %	2019	2020	jun-21	E.C histórica Promedio 2019-2020	E.C histórica Promedio 2019-2021/06
B/V	53%	56%	62%	55%	57%
P/V	47,1%	43,6%	37,8%	45%	43%
B/P	112%	129%	165%	121%	135%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

De la información observada se puede apreciar que la estructura de endeudamiento del año 2019 y 2020 se mantuvo más menos estable, en el año 2021 se aprecia un aumento en el porcentaje de la deuda, producto de un castigo en el precio de la acción debido a la incertidumbre a nivel país más los efectos de la crisis COVID que ha producido retrasos en las faenas, dado que este castigo es netamente circunstancial, se ocupara como estructura de endeudamiento objetivo al promedio de la información del año 2019 y 2020.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1. Costo de la deuda

Dado que la empresa no ha efectuado emisión de bonos a la fecha, se ocupará como estimado del costo de la deuda el ratio del costo financiero dividido en deuda financiera promedio de los años 2017 al 2020, se deja de lado el año 2021 dado que los vencimientos del año están mayormente a finales del año por lo que no se observa su efecto en los gastos financieros a junio. A continuación, se presenta una tabla con los resultados obtenidos.

Tabla 13: Ratio Costos financieros sobre deuda financiera para Manquehue

Ítem	2017	2018	2019	2020
------	------	------	------	------

Costos Financiero MUF	104	83	64	53
Deuda Financiera MUF	3.242	2.940	2.799	2.449
Costo Financiero/Deuda financiera	3,20%	2,83%	2,27%	2,15%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

De los resultados obtenidos podemos determinar que el promedio del ratio costo sobre deuda financiera entre los años 2017 y 2020, es de 2,61%, cabe destacar que el valor obtenido es muy similar al obtenido por (Rojas,2018), quien obtuvo un costo de deuda para Paz Corp de 2,2119%. El costo de deuda obtenido es bastante bajo, esto se debe a que Manquehue, tiene su deuda colateralizada ya sea con terreno, obras en ejecución o viviendas en stock. Esta tasa representa el promedio a cuál se endeuda Manquehue, se puede observar en sus EEFF que el endeudamiento de los terrenos de corto plazo y de las líneas de construcción son a una tasa de menos de 2%, mientras que el financiamiento del banco de terreno a largo plazo es superior al 3%.

Otro factor relevante para destacar de Manquehue es que cuenta con activos de gran buena calidad como el banco terreno de Chicureo, lo que le permite negociar buenas condiciones de financiamiento con los bancos.

4.2. Estimación del beta de la deuda

Dado que la deuda de Inmobiliaria Manquehue esta colateralizada con activos se asumirá una beta de la deuda de 0.

4.3. Estimación del beta patrimonial

El beta patrimonial de la acción se obtiene a partir del modelo de mercado, siendo igual al beta obtenido de este al realizar la regresión entre el retorno de inmobiliaria Manquehue y el retorno del portafolio de mercado, para este caso se ocupa el IGPA. Los retornos ocupados para obtener la relación fueron los retornos semanales desde el 1 de julio del 2019 al 30 de junio del 2021. Dado que inmobiliaria Manquehue a junio del 2021 cuenta con una presencia bursátil de solo 31,67%, se procede a calcular bajo la misma metodología anterior los betas de la acciones de las empresas comparables que están en la bolsa de Santiago. Los resultados obtenidos se muestran a continuación.

Tabla 14: Resultados de regresión lineal entre rent. Manquehue y sus comparables con la Rent. IGPA

Datos de la estimación del beta	Manquehue	Socovesa	Paz	Ingevec
Beta de la acción	0,61	0,82	0,86	0,3
P-Value	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
R2	0,30	0,37	0,39	0,15
Presencia bursátil	31,67%	32,78%	33,89%	42,78 %

Fuente: Elaboración propia

Al analizar los betas obtenidos podemos ver que los betas de Paz y Socovesa son bastante similares siendo ambos estadísticamente significantes, sin embargo ambas empresas cuentan con baja presencia bursátil, cabe destacar que estos también son similares al beta calculado por Damodaran para la industria inmobiliaria el cual es 0,85. El Beta obtenido por Ingevec es considerablemente inferior al de las demás empresas comparables elegida, esto se puede deber a que el fuerte de los ingresos de Ingevec está relacionado a la construcción y no al desarrollo inmobiliario. Para Inm. Manquehue se obtuvo un beta de 0,61 estadísticamente significativo pero una presencia bursátil de solamente 0,3167%, dado lo anterior este beta menor al de empresas similares como Socovesa y Paz, y a la estimación de Damodaran, puede deberse meramente a la poca liquidez de la acción y no al riesgo de esta, dado lo anterior se ocupará la estimación propuesta por Damodaran para la industria del desarrollo inmobiliario en el año 2020, es decir un valor de 0,85. Cabe destacar que para todos los casos obtenidos, se obtuvieron valores de beta inferiores a 1, esto es explicado porque el negocio del desarrollo inmobiliario es considerado de bajo riesgo debido a que gran parte de la deuda es colateralizada con los activos, al gran aumento de la plusvalía del valor del suelo y a la fuerte demanda que existe por viviendas.

4.4. Beta patrimonial sin deuda

Al igual que en el punto anterior, dada la baja presencia bursátil de las empresas inmobiliarias en la bolsa chilena, se ocupará el beta patrimonial sin deuda propuesto por Damodaran para la industria del desarrollo inmobiliario en el año 2020, el cual asciende a 0,56.

4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

El beta patrimonial objetivo se obtiene de re-apalancar el beta patrimonial sin deuda con la estructura de endeudamiento objetivo, anteriormente se señaló que la estructura de endeudamiento objetivo sería el promedio de la estructura de endeudamiento del año 2019 y 2020. El valor de beta patrimonial obtenido al re-apalancar el beta con la estructura de endeudamiento objetivo es el siguiente:

$$B_p^{C/D} = B_p^{S/D} * \left(1 + (1 - tc) * \frac{B}{P}\right) - \beta_d * (1 - tc) * B/P$$

$$B_p^{C/D} = 0,56 * (1 + (1 - 27\%) * 121\%) - 0 * (1 - 27\%) * 121\%$$

$$B_p^{C/D} = 1,05$$

4.6. Costo patrimonial

Para obtener el costo patrimonial, se ocupa el modelo de CAPM con el beta patrimonial con deuda de la empresa, más la tasa libre de riesgo (nuevamente se usara el promedio de los últimos 18 meses de los bonos BCU a 30 años) y el premio por riesgo de mercado estimado por Damodaran al mercado nacional de 5,4%.

$$K_p = r_f + B_p^{C/D} * PRM$$

$$K_p = 0,95\% + 1,05 * 5,4\%$$

$$K_p = 6,63\%$$

Adicionalmente como la acción tiene poca presencia bursátil, es una acción poco liquida, por los que los inversionistas exigirán un mayor retorno a esta acción debido a su menor liquidez, dado lo anterior se le otorgará un premio por liquidez a la acción, para determinar el valor de este premio nos basaremos en el valor obtenido por Amihud et al.(2015), el valor obtenido para Chile de premio por Liquidez es de 0,18% mensual, este valor lo anualizamos obteniendo un factor de 2,18%.

$$K_p = 6,63\% + 2,18\% = 8,81\%$$

4.7 Costo de capital

Para determinar el costo de capital se usará la fórmula de costo de capital ponderado WACC, usando las tasas de costo de patrimonio, tasa de costo de deuda y la estructura de financiamiento objetivo obtenidos anteriormente.

$$KWACC = Kp * \frac{P}{V} + KB * (1 - TC) * B/V$$

$$KWACC = 8,81\% * 45\% + 2,61\% * (1 - 27\%) * 55\%$$

$$KWACC = 5,05\%$$

La tasa de costo de capital obtenida refleja la esencia del negocio inmobiliario el cual tiene un alto costo patrimonial debido a que se debe efectuar una gran inversión a largo plazo, ya que los retornos se obtienen una vez se escrituren las viviendas de cada proyecto, y un bajo costo de deuda debido a la buena calidad de la hipoteca de los activos inmobiliarios.

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Con el fin de analizar el crecimiento de la empresa, se efectuará un estudio de los ingresos de estas, para esto se realizará un análisis de la composición y el crecimiento de ingresos de esta empresa. Los resultados obtenidos se expresarán por medio de las siguientes tablas:

Tabla 15: Ingresos de Inmobiliaria Manquehue por segmentos en Miles de UF

	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Ingreso por segmento	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas inmobiliarias	2.568.544	2.708.174	1.673.834	1.461.230	1.615.385
Ventas de macro lotes	18.084	47.130	265.576	243.568	48.046
Ventas constructoras	4.228	72.243	19.288	446	0
Otros ingresos	10.919	14.810	7.208	5.044	3.289
Total Ingresos	2.601.775	2.842.357	1.965.906	1.710.289	1.666.720

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

Tabla 16: Ingresos de Inmobiliaria Manquehue por segmentos como ponderación de la venta total

Ponderación de Ingresos por Segmento	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas inmobiliarias	98,72%	95,28%	85,14%	85,44%	96,92%
Ventas de macro lotes	0,70%	1,66%	13,51%	14,24%	2,88%
Ventas constructoras	0,16%	2,54%	0,98%	0,03%	0,00%
Otros ingresos	0,42%	0,52%	0,37%	0,29%	0,20%
Total Ingresos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

Tabla 17: Variación Ingresos de Inmobiliaria Manquehue por segmentos.

Variación de Ingresos por Segmento	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas inmobiliarias	-	5,44%	-38,19%	-	10,55%
Ventas de macro lotes	28,13%	-	160,63%	12,70%	-
Ventas constructoras	90,71%	1608,60%	463,49%	-8,29%	-80,27%
Otros ingresos	-	-	-73,30%	97,69%	-
Otros ingresos	88,50%	35,63%	-51,33%	-	100,00%
Otros ingresos	23,14%	-	-	30,03%	-34,80%
Total Ingresos	-	9,25%	-30,84%	-	-2,55%
	31,88%			13,00%	

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue S.A.

De los resultados mostrados se puede determinar que aproximadamente el 92,3% de los ingresos de inmobiliaria Manquehue corresponde a las ventas de bienes inmuebles, adicionalmente se puede observar que los ingresos por venta de macrolotes son

esporádicos y no siguen una tendencia fija, sino que la venta sucede cuando se presenta una buena oferta por estos. Otra conclusión importante es la poca relevancia de los ingresos de la constructora en la ponderación total, esto se debe a que esta construye a solamente inmobiliarias del grupo y no a externos.

En cuanto a la tendencia de crecimiento y decrecimiento se observa una disminución de los ingresos obtenidos en los años 2016 y 2017 en comparación a los años posteriores, esto se debe principalmente al boom inmobiliario el fin de la venta de inmuebles sin IVA, este cambio tributario provocó que muchos consumidores anticiparan su decisión de compra debido a que los inmuebles con permiso de edificación de antes del 1 de enero del 2016 serían los últimos que se venderían a un valor exento de IVA, es decir a un precio más bajo. Desde al año 2018 en adelante no se observa una tendencia fija en las ventas de inmuebles.

5.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Con el fin de analizar el comportamiento de los costos y los gastos operacionales de Inmobiliaria Manquehue, se realizará un análisis del comportamiento de estos entre los años 2016 y 2020, desde la perspectiva de la ponderación de cada uno de estos de los costos totales y de los ingresos por venta. A continuación, se presenta una tabla resumen con los costos y gastos operacionales de los intervalos referidos anteriormente:

Tabla 18: Evolución históricos de costos y gastos operacionales de Inm. Manquehue entre los años 2016 y 2020

	MUF		MUF		MUF		MUF		MUF	
Evolución histórica de costos y gastos operacionales	2016	%	2017	%	2018	%	2019	%	2020	%
Costo por venta inmobiliarias	-1.964	82,7%	-2.171	81,8%	-1.187	71,3%	-1.017	62,3%	-1.342	74,1%
Costo por venta Macro lotes	-9	0,4%	-9	0,3%	-156	9,4%	-103	6,3%	-11	0,6%
Costo por venta constructoras	-4	0,2%	-56	2,1%	-5	0,3%	0	0,0%	0	0,0%
Costo por venta del personal	-3	0,1%	-14	0,5%	-1	0,1%	0	0,0%	0	0,0%
Costos COVID	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	-45	2,5%
Gasto remuneraciones inmobiliarias	-220	9,3%	-176	6,6%	-179	10,8%	-220	13,5%	-147	8,1%
Gasto remuneraciones constructoras	-36	1,5%	-28	1,0%	-34	2,0%	-45	2,7%	-13	0,7%
Otros gastos de administración	-161	6,8%	-217	8,2%	-227	13,6%	-191	11,7%	-216	11,9%
Depreciación en gasto de administración y ventas	-32	1,3%	-30	1,1%	-19	1,1%	-33	2,0%	-36	2,0%

Amortización	-3	0,1%	-2	0,1%	-1	0,1%	-1	0,1%	-1	0,1%
Otros gastos COVID	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	-4	0,2%
Otros ingresos operacionales	57	-2,4%	48	-1,8%	144	-8,6%	27	-1,6%	10	-0,5%
Otros Gastos por función	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	-50	3,1%	-7	0,4%
Total Costos Operacionales	-2.376	100,0%	-2.654	100,0%	-1.665	100,0%	-1.632	100%	-1.812	100%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

Tabla 19: Análisis de los costos operacionales de Inmobiliaria Manquehue en función de los ingresos entre los años 2016 al 2020

ítem	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo por venta	-76,1%	-79,1%	-68,6%	-65,5%	-83,9%
Resultado Bruto	23,9%	20,9%	31,4%	34,5%	16,1%
Gasto remuneraciones	-9,8%	-7,2%	-10,8%	-15,4%	-9,6%
Otros Gastos de adm.	-6,2%	-7,6%	-11,5%	-11,2%	-12,9%
Depreciación	-1,2%	-1,0%	-1,0%	-2,0%	-2,2%
Amortización	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Otros gastos COVID	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%
Otras ganancias operacionales	2,2%	1,7%	7,3%	1,6%	0,6%
Otros gastos por función operacionales	0,0%	0,0%	0,0%	-2,9%	-0,4%
Resultado Operacional	8,7%	6,6%	15,3%	4,6%	-8,7%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

A partir de la tabla 18, la cual muestra la composición de los gastos y costos operacionales de inmobiliaria Manquehue, se puede concluir que en promedio el 79% de los costos operacionales equivalen a la suma los costos por venta de cada uno de los segmentos. Otros costos relevantes para Inmobiliaria Manquehue son los otros gastos de administración y los gastos en remuneraciones, los cuales representan en promedio 10,4% y 9,6% respectivamente de los costos operacionales totales.

En la tabla 19, se puede apreciar que el año 2018 y 2019 presentan un resultado bruto superior a los demás periodos esto se debe a que en estos años se efectuaron excepcionalmente grandes ventas en el segmento de Macro lotes, este segmento tiene un margen superior al de ventas de inmuebles, dado lo anterior, se podría tomar como margen bruto habitual el promedio de los años 2016 y 2017, es decir 22,4%, cabe destacar que para este análisis se deja fuera los márgenes del año 2020, dado que este año es castigado por los sobre costos de la pandemia. En cuanto al resultado operacional, se puede observar que el año 2020, es negativo debido a los sobre costos de la pandemia, mientras que para el año 2018 es excepcionalmente alto debido a un

aumento en las otras ganancias operacionales debido a la venta del edificio corporativo. En el año 2019, se observa un resultado operacional menor a de los otros años (con excepción del 2020), debido a un aumento en el gasto de remuneraciones, lamentablemente en las notas de los EEFF no aparece el motivo.

5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Con el fin de analizar el aporte de las partidas no operacionales en la generación de ingresos de inmobiliaria Manquehue, se analizará el comportamiento de estos entre los años 2016 y 2020, y se dimensionaran el tamaño de estos con respecto a los ingresos. Los resultados obtenidos se muestran por medio de las siguientes tablas:

Tabla 20: Análisis de los ingresos y gastos no operacionales de Inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 al 2020

	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF	
Análisis de negocios no operacionales	2016	2017	2018	2019	2020	Clasificación
Ingresos financieros	20	7	6	21	4	Recurrente
Costos financieros	-77	-104	-83	-64	-53	Recurrente
Participación en asociadas	7	24	-35	23	-9	Recurrente
Resultados por unidades de reajuste	-42	-33	-37	-13	-13	Recurrente
Resultado No Operacional	-91	-106	-149	-33	-71	

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

Tabla 21: Análisis de los negocios no operacionales de Inmobiliaria Manquehue como porcentaje de los ingresos

	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
Análisis de negocios no operacionales	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos financieros	0,8%	0,2%	0,3%	1,2%	0,3%
Costos financieros	-3,0%	-3,7%	-4,2%	-3,7%	-3,2%
Participación en asociadas	0,3%	0,8%	-1,8%	1,3%	-0,6%
Resultados por unidades de reajuste	-1,6%	-1,2%	-1,9%	-0,7%	-0,8%
Resultado No Operacional	-3,5%	-3,7%	-7,6%	-1,9%	-4,2%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

Los ingresos financieros representan en promedio en el periodo analizado a un porcentaje en promedio inferior al 1% de los ingresos, estos son clasificados como recurrentes ya que corresponden a los intereses generados por el manejo de la inversión del efectivo y equivalente en efectivo en fondos mutuos y depósitos a plazos. Los costos financieros representan en promedio un 3,5% de los ingresos de inmobiliaria

Manquehue, y son clasificados como recurrentes dado que corresponden al pago que efectúa inmobiliaria Manquehue por su nivel de apalancamiento financiero. La participación en asociadas, también se clasifican como recurrente ya que corresponden a un ingreso o gasto según correspondan de sociedades donde Inmob. Manquehue tiene participación ya sea directa como indirectamente, tales como el club hacienda de Chicureo.

5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Con el propósito de analizar la generación de utilidad de Inmobiliaria Manquehue a partir de los ingresos, se efectuará una comparación de las partidas del estado resultado entre los años 2016 al año 2020, y se realizará un análisis de estas partidas en función de los ingresos. A continuación, se presentan los resultados en las siguientes tablas.

Tabla 22: Estado de resultados de Inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 a 2020

EERR en MUF	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso por ventas	2.602	2.842	1.966	1.710	1.667
Costo por ventas	-1.981	-2.250	-1.349	-1.120	-1.398
Margen Bruto	621	593	617	590	269
Gastos de adm.	-417	-421	-440	-455	-380
Otros Ingresos operacionales	57	48	144	27	10
Otros Gastos operacionales	0	0	0	-50	-7
EBITDA	261	220	321	112	-108
depreciación	-32	-30	-19	-33	-36
Amortización	-3	-2	-1	-1	-1
EBIT	226	188	301	78	-145
Ingresos financieros	20	7	6	21	4
Costos financieros	-77	-104	-83	-64	-53
Participación en asociadas	7	24	-35	23	-9
Resultados por unidades de reajuste	-42	-33	-37	-13	-13
Ganancia antes de impuesto	134	82	152	45	-216
Impuesto a las ganancias	-51	-9	-25	79	105
Utilidad Neta	83	74	127	124	-111

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

Tabla 23: Estado de resultados de inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 a 2020 en proporción de los ingresos

EERR EN PROPORCIÓN DE LOS INGRESOS	2016	2017	2018	2019	2020
Ingreso por ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Costo por ventas	-76%	-79%	-69%	-65%	-84%
Margen Bruto	24%	21%	31%	35%	16%
Gastos de adm.	-16%	-15%	-22%	-27%	-23%

Otros Ingresos operacionales	2%	2%	7%	2%	1%
Otros Gastos operacionales	0%	0%	0%	-3%	0%
EBITDA	10%	8%	16%	7%	-7%
depreciación	-1%	-1%	-1%	-2%	-2%
Amortización	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	9%	7%	15%	5%	-9%
Ingresos financieros	1%	0%	0%	1%	0%
Costos financieros	-3%	-4%	-4%	-4%	-3%
Participación en asociadas	0%	1%	-2%	1%	-1%
Resultados por unidades de reajuste	-2%	-1%	-2%	-1%	-1%
Ganancia antes de impuesto	5%	3%	8%	3%	-13%
Impuesto a las ganancias	-2%	0%	-1%	5%	6%
Utilidad Neta	3%	3%	6%	7%	-7%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

En las tablas anteriormente expuestas se puede observar, gran parte de las conclusiones obtenidas en los puntos anterior, como que los principales costos que tiene inmobiliaria Manquehue son los costos por ventas y los gastos de administración, de las cuentas no operacionales, la que tiene una mayor implicancia en el resultado son los costos financieros los cuales en promedio representan un 4% del ingreso. En el año 2020 se obtiene una perdida producto del sobre costos de la pandemia COVID el que produjo retrasos importantes en la obra por la paralización de faenas. En cuanto a la utilidad neta se destaca que esta tiende un 3% para los años 2016 y 2017, para el año 2018 esta obtiene un valor de 6% debido a una venta importante de macro lotes, segmento que tiene un mayor margen de ingreso en comparación a la venta de viviendas. El año 2019, presenta una rentabilidad superior debido principalmente a devolución de impuesto. Dado lo anterior se puede concluir que, en condiciones normales, sin ventas importantes de macro lotes, la utilidad neta de inmobiliaria Manquehue debería tender al 3%.

5.5. Análisis de los activos de la empresa

5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

A continuación, se realizará un análisis de los activos que tiene inmobiliaria Manquehue al 30 de junio del 2021, y se clasificara estos como activos operacionales y activos no operacionales o prescindibles.

Tabla 24: Activos de inmobiliaria Manquehue al 30-06-2021

Tipo de activo en MUF	Saldo al 30-06-2021	Operaciona l	No Operaciona l	Comentario
Efectivo y equivalentes al efectivo	672	x		Cuenta Corriente, Depositos a plazos e Inversión en fondos MM
Otros activos no financieros corrientes	1	x		Gastos pagados como anticipado como seguros
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	542	x		Cuentas por cobrar a Clientes y Anticipos a Constructoras.
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	75	x		Préstamos a empresas filiales
Inventarios corrientes – Terrenos para la venta	402		x	Terrenos corrientes para la venta
Inventarios corrientes – Terrenos futuro desarrollo inmobiliario	555	x		Terrenos corrientes en donde se desarrollarán proyectos inmobiliarios
Inventarios corrientes – Terrenos Activo Matriz	30	x		Terrenos donde se ubica la matriz de la empresa
Inventarios corrientes – Materiales	38	x		Inventario de materiales
Inventarios corrientes – Obras en ejecución	1.825	x		Inventarios corrientes de costos realizados en construcción de proyectos
Inventarios Corrientes – Unidades Terminadas	183	x		Saldo de viviendas por vender
Inventario Corrientes – Otros Inventarios	498	x		Otros costos inventariados
Activos por impuestos corrientes, corrientes	307	x		PPM y impuestos por recuperar
Otros activos financieros no corrientes	9		x	Acciones Club Santa María
Otros activos no financieros no corrientes	17	x		Gastos pagados como anticipado como seguros
Cuentas por cobrar no corrientes	63	x		Venta de Macrolotes por cobrar y venta por cobrar desarrollo inm.
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	220	x		Préstamos a empresas filiales
Inventario No Corriente – Terrenos	211		x	Terrenos no corrientes para la venta
Inventario No Corriente - Terrenos – futuro desarrollo inmobiliario	202	x		Terrenos no corrientes en donde se desarrollarán futuros proyectos inmobiliarios
Inventario No Corriente – Terrenos – activo matriz	19	x		Terrenos no corrientes en donde está emplazada la matriz
Inventario No Corriente – Obras en ejecución	22	x		Inventario no corriente de costos realizados en terrenos no corrientes
Inventario No Corriente – Otros inventarios (*)	212	x		Otros costos inventariados
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	125	x		Inversión en empresas desarrolladoras inm.
Activos intangibles distintos de la plusvalía	20	x		Software de gestión y derechos de agua
Propiedades, planta y equipo	57	x		Edificaciones, maquinaria construcción, herramientas, muebles oficinas y sala de ventas

Propiedad de inversión	2.755		x	Macrolotes Piedra Roja
Activos por derecho de uso	359	x		Oficinas edif. Corporativo, macrolotes Piedra Roja y Terrenos futuro desarrollo inm.
Activos por impuestos diferidos	1.223	x		
Total Activos	10.642	7.265	3.377	

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

De la tabla 24 se puede concluir que la mayoría de los activos en posesión de Inmobiliaria Manquehue al 30-06-2021 pueden ser clasificados como operacionales, salvo los activos no financieros no corrientes, dado que corresponde a las acciones del club Santa María, el cual no está directamente ligado al rubro y los terrenos que tiene inmobiliaria Manquehue para la venta de lotes. Los terrenos que tienen Inmobiliaria Manquehue para la venta de lotes se clasificarán como no operacionales dado que estos se evaluarán como activos prescindibles, dado que estos son vendidos de manera esporádica y no recurrente por la empresa.

5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

Con el propósito de calcular el capital de trabajo operativo neto de inmobiliaria Manquehue, se procede a identificar los activos corrientes y pasivos corrientes operativos, para con estos calcular el capital de trabajo como la resta de activos corrientes menos pasivos corrientes. Una vez calculado el capital de trabajo operativo neto (CTON), se procederá a estudiar cómo se mueve este con respecto a los ingresos de inmobiliaria Manquehue, los resultados obtenidos se muestran a continuación.

Tabla 25: Capital de trabajo y activos y pasivos corrientes operativos de Inmobiliaria Manquehue entre los años 2016 a 2021

Determinación del Capital de trabajo MUF	2016	2017	2018	2019	2020	2021 1s
Efectivo y equivalentes al efectivo	570	363	273	817	869	672
Otros activos financieros corrientes	0	5	3	0	0	0
Otros activos no financieros corrientes	6	0	0	3	2	1
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	1.075	634	1.218	887	510	542
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	20	26	44	53	57	75
Inventarios corrientes – Terrenos futuro desarrollo inmobiliario	550	842	722	668	424	555
Inventarios corrientes – Terrenos Activo Matriz			58	31	31	30
Inventarios corrientes – Materiales	42	24	36	30	26	38
Inventarios corrientes – Obras en ejecución	1.333	520	589	1.005	1.610	1.825
Inventarios Corrientes – Unidades Terminadas	1.496	1.009	590	983	225	183

Inventario Corrientes – Otros Inventarios	551	470	494	454	462	498
Activos por impuestos corrientes, corrientes	149	213	319	392	305	307
Activo Corrientes	5.791	4.105	4.346	5.324	4.520	4.725
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	661	368	613	550	667	720
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	0	20	44	35	0	4
Otras provisiones a corto plazo	455	303	382	313	297	332
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	78	17	9	87	22	20
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	30	25	31	21	18	17
Otros pasivos no financieros corrientes	348	97	29	19	18	18
Pasivos Corrientes	1.572,0	830,0	1.109,0	1.025,0	1.022	1.111
Capital de trabajo operativo neto (CTON)	4.219	3.275	3.237	4.299	3.498	3.614
Ingresos de actividades ordinarias	2.602	2.842	1.966	1.710	1.667	466
RCTON	162,16%	115,24%	165%	251,35%	209,9%	775,2%
RCTON Promedio 2016-2018	147,47%					

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

Los resultados obtenidos muestran una gran cantidad de capital de trabajo operativo que necesita inmobiliaria Manquehue en el curso de sus operaciones, siendo este incluso mayor a los ingresos percibidos por esta en un 147,47% promedio entre los años 2016 y 2018, se deja fuera el análisis los años 2019 y 2020, debido a la gran acumulación de inventarios inmobiliarios (obras en ejecución) producto de los retrasos en las obras provocados por el estallido social y la pandemia, otro factor que explica el aumento en capital de trabajo en estos años, es la creciente incertidumbre política en el país, que ha provocado que Inmobiliaria Manquehue retrase sus nuevas decisiones de inversión y por ende mantenga unos niveles de caja superiores en relación a los años anteriores. Los resultados obtenidos concuerdan con lo esperado en una empresa que participa del negocio inmobiliario, ya que en este rubro el capital de trabajo operativo no se alcanza a cubrir con los pasivos operacionales, por lo que se recurre a financiarlo con deuda y con aportes de capital.

5.5.3. Inversiones

Para analizar las inversiones de inmobiliaria Manquehue, se estudiará las adquisiciones hechas por esta en las partidas de propiedad, planta y equipos, activos intangibles y en propiedades de inversión (terrenos). Adicionalmente se estudiará el gasto de la firma en depreciación y amortización entre los años 2017 a 2021 primer semestre, los valores obtenidos se presentan a continuación.

Tabla 26: Inversiones realizadas por Inm. Manquehue entre los 2017 al 2021

En MUF	2017	2018	2019	2020	jun-21
Compras PPE	20,0	13,7	18,0	11,4	0,8
Compras Activos Intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Compras Terrenos	1,8	0,0	186,1	49,5	0,0
Total Inversiones	21,8	13,7	204,1	60,8	0,8
Ingresos Operacionales	2.842	1.966	1.710	1.667	466
% Inversiones sobre ingresos	0,77%	0,70%	11,93%	3,65%	0,18%
Depreciación y amortización	42,2	27,8	39,2	39,6	16,7
% dep. y amor sobre inversiones	1,486%	1,412%	2,291%	2,379%	3,581%

Fuente: Estados financieros Inmobiliario Manquehue.

De los años analizados se puede observar que en todos los años la inversión fue mayor a la depreciación por lo que existe una inversión en crecimiento ya que la empresa invierte más que el desgaste por el uso, se observa en los años 2019 y 2020 un incremento en la inversión de Inmobiliaria Manquehue efectuó producto de compras de terrenos. De lo anterior se puede concluir que Inmobiliaria Manquehue efectuar compras de crecimiento y también realiza compras estratégicas de terrenos para ir abasteciendo el banco terreno para poder así darle continuidad al negocio.

5.6. Análisis de crecimiento de la industria

El mercado de venta de bienes inmuebles al igual que muchos sectores de nuestro país es susceptible al crecimiento de la nación, con el fin de demostrar la afirmación anterior se efectuará una regresión entre el índice de venta de viviendas trimestrales en el gran Santiago de la Cámara Chilena de la construcción con el PIB trimestral del país entre los años 2008 y 2020, los resultados obtenidos de esta regresión se muestran en el anexo 1.

Tabla 27: índice de venta de viviendas en el gran Santiago y PIB Anual de Chile en millones entre el año 2008 y 2020

Año-Trimestre	PIB Chile en MM\$	Venta Vivienda (Uni.)
2008-I	28.196	21.544,0
2008-II	28.946	15.515,0
2008-III	27.352	16.521,0
2008-IV	29.316	12.202,0
2009-I	27.393	13.210,0
2009-II	27.985	16.560,0
2009-III	27.051	18.417,0

2009-IV	29.601	16.795,0
2010-I	27.890	13.697,0
2010-II	29.775	12.717,0
2010-III	29.083	17.049,0
2010-IV	31.830	18.528,0
2011-I	30.472	15.254,0
2011-II	31.680	20.734,0
2011-III	30.310	22.225,0
2011-IV	33.362	24.853,0
2012-I	32.030	21.094,0
2012-II	33.423	28.730,0
2012-III	32.012	30.707,0
2012-IV	35.051	25.839,0
2013-I	33.191	22.339,0
2013-II	34.830	31.280,0
2013-III	33.419	32.195,0
2013-IV	36.437	28.610,0
2014-I	34.130	24.160,0
2014-II	35.338	30.185,0
2014-III	33.757	27.122,0
2014-IV	37.087	27.534,0
2015-I	34.905	27.237,0
2015-II	36.189	37.625,0
2015-III	34.530	39.828,0
2015-IV	37.921	40.067,0
2016-I	35.941	16.608,0
2016-II	36.647	22.649,0
2016-III	35.144	26.001,0
2016-IV	38.268	25.659,0
2017-I	35.802	24.132,0
2017-II	36.797	27.807,0
2017-III	35.813	30.096,0
2017-IV	39.318	28.152,0
2018-I	37.401	24.736,0
2018-II	38.608	32.071,0
2018-III	36.672	33.532,0
2018-IV	40.536	30.428,0
2019-I	37.818	29.217,0
2019-II	39.177	35.643,0
2019-III	37.920	34.005,0
2019-IV	39.745	23.841,0
2020-I	37.884	15.954,0
2020-II	33.595	11.524,0
2020-III	34.507	26.422,0
2020-IV	39.747	38.865,0

Fuente: Cámara Chilena de la construcción y Banco central

Del anexo 1, se puede concluir que existe una relación de dependencia estadísticamente significativa entre el PIB de Chile y la venta de viviendas en el gran Santiago, dado lo anterior, se estimará el crecimiento de la industria de venta de viviendas como el porcentaje de crecimiento del PIB de Chile para los años venideros.

Tabla 28: Proyección de crecimiento del PIB de Chile entre los años 2021 y 2023

Año	Proyección de crecimiento del PIB

2.021	6,10%
2.022	3,00%
2.023	2,50%

Fuente: Banco Mundial.

La relación entre el crecimiento del PIB y la venta de bienes inmuebles puede ser explicada a través de los efectos que tienen las tasas de interés en una economía, en escenarios de tasas de interés bajas, se hace atractivo tomar créditos para invertir en bienes inmuebles y a su vez se hace también atractivo tomar créditos para aumentar la inversión y el consumo en la economía de un país, estos dos últimos indicadores forman parte del PIB, por lo que nos encontramos en un escenario de crecimiento en el PIB y en la venta de bienes inmuebles. El caso contrario es en los escenarios de alta tasas de interés, los cuales disminuyen la venta y rentabilidad de los bienes inmuebles dado que aumentan los requerimientos de crédito y los costes de estos, y a su vez inhibe la inversión y el consumo debido al aumento del crédito y se fomentan los depósitos, por lo que se daría un escenario de disminución en las ventas de bienes inmuebles y una disminución en el crecimiento del PIB.

6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

6.1. Ingresos operacionales proyectados

Con el fin de proyectar los ingresos operaciones de Inmobiliaria Manquehue, se asumirá los terrenos en propiedad de inversión usados para la venta ende lotes como un activo prescindible, por lo que se valorizará este segmento de acuerdo con el valor de mercado y no se realizará una proyección de venta año a año. Dado que los ingresos del segmento de la construcción son en promedio menos de 1% de la venta y no presentan patrón específico, ya que solo se construye ciertos proyectos internos, se asumirá que estos no existirán en el futuro, es decir todos los proyectos próximos serán encargados a constructoras externas. El segmento de desarrollo inmobiliario, tal como se mostró anteriormente en el punto 5.6, están estadísticamente relacionados al crecimiento de PIB, dado que es un negocio cíclico que al igual que el PIB en escenarios de bajas tasas de interés se fomenta el crecimiento de estas variables, dado lo anterior se proyectara el crecimiento de este segmento en función de los valores de crecimiento del PIB proyectados por el banco mundial para Chile entre los años 2021 al año 2024, el año 2025 se asumirá el PIB tendencia propuesto por expertos el cual es de 2,6%². Finalmente, los ingresos no operacionales en promedio representan un valor de 0,36% de los ingresos totales el cual se mantiene estable durante el periodo analizado, dado lo anterior se asumirá que se seguirán comportando de acuerdo con el padrón anteriormente señalado.

A continuación, se presentan los ingresos proyectados de acuerdo con los supuestos señalados

Tabla 29: Proyección de los ingresos operacionales para Inmobiliaria Manquehue

% Crecimiento PIB	6,10%			3,0%	2,5%	2,6%	2,6%
En miles de UF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025
Ingreso Operacionales	1.748	466	1.282	1.772	1.816	1.863	1.912
Desarrollo Inmobiliario	1.714	436	1.278	1.765	1.809	1.857	1.905
Otros Ingresos	6	2	4	6	7	7	7

² <https://www.df.cl/noticias/economia-y-politica/macro/avanza-rayado-de-cancha-para-el-presupuesto-2022-expertos-estiman-pib/2021-09-13/222734.html>

Macro Lotes	0	0	0	0	0	0	0
Construcción	28	28	0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración Propia

6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Con el fin de poder proyectar los ingresos y gastos operacionales se efectuaron los siguientes supuestos a partir del análisis realizado en la tabla 23 del punto 5.4.

1.- Costo por venta: para proyectar esta partida se ocupará el promedio índice costo por venta sobre venta para los años 2016 y 2017 es decir un 77,64%, no se considera los años 2018,2019 y 2020, dado que en los dos primeros se aprecia una mejora en el ratio del costo por venta producto principalmente a la mayor venta de lotes realizadas en esos años, este segmento tiene un margen de rentabilidad mayor, por lo que su mejor ratio costo sobre ingreso distorsionaría la rentabilidad real de los ingresos por venta de inmuebles, que es lo que se quiere obtener dado que los lotes a vender se consideraran como activos prescindibles, el año 2020 también se descarta dado que hubo un aumento anormal en los costos debido a la pandemia del COVID 19.

2.- Gastos de administración y venta: se ocupará para proyectar este ítem el promedio del ratio de gastos de administración sobre la venta de los años 2016 y 2017. Se dejan fuera los años 2018 y 2019 debido a que existe un aumento en los gastos de administración por el incurrimiento en gastos de asesorías para poder sacar la empresa a la bolsa y al año 2020, producto del aumento en los costos producto de la pandemia.

3.- Gastos operacionales: Los gastos operacionales se asumirán como 0, debido a que este era el valor usual en porcentaje en función de los ingresos de la partida salvo el año 2019 y 2020 en donde presenta valores de 2,9% y 0,4% de la venta producto principalmente a gastos COVID y regularización de provisiones.

4.- Depreciación: La depreciación se asumirá como el promedio del ratio depreciación sobre venta histórico, el cual se mantiene estable y tiene un valor de 1,47%.

5.- Amortización: Al igual que la depreciación se asumirá como el promedio del ratio depreciación sobre venta histórico, el cual se mantiene estable y tiene un valor de 0,07%.

Tabla 30: Proyección de costos y gastos operacionales de Inmobiliaria Manquehue

En miles de UF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025
Costos y gastos operacionales	-1.638	-543	-1.095	-1.649	-1.691	-1.735	-1.779
Costo por venta	-1.357	-368	-989	-1.376	-1.410	-1.447	-1.484
Gastos de adm.	-270	-154	-115	-273	-280	-287	-295
Otros Ingresos operacionales	26	6	20	27	27	28	29
Otros Gastos operacionales	-10	-10	0	0	0	0	1
Depreciación	-26	-15	-10	-26	-27	-27	-28
Amortización	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1

Fuente: Elaboración Propia

6.3. Resultado no operacional proyectado

En el punto 5.3, clasificamos todas las partidas no operacionales como recurrente, debido a que están ligadas al negocio inmobiliario, por ejemplo los ingresos financieros se obtiene de la inversión del capital de trabajo próximo a usar, los costos financieros nacen debido a que una parte importante de los proyectos son financiado vía deuda, la participación en asociadas es producto de la propiedad de algunas empresas que prestan servicios como el club santa maría, y el reajuste nace de porque gran parte de los créditos y las cuentas por cobrar a los clientes son en UF. Dado lo anterior, se procedió a proyectar todas las partidas anteriormente mencionadas, debido a que todas estas se han mantenido estable en el periodo analizado se ocupara el promedio histórico de la ratio del porcentaje del gasto sobre la venta para realizar la proyección. Los resultados obtenidos se muestran a continuación:

Tabla 31: Proyección del resultado no operacional de Inmobiliaria Manquehue

En miles de UF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025
Resultado no operacional	-73	-47	-27	-74	-76	-78	-80
Ingresos financieros	10	1	9	10	10	11	11
Costos financieros	-62	-23	-39	-63	-64	-66	-68
Participación en asociadas	0	-10	10	0	0	0	0
Resultados por unidades de reajuste	-22	-15	-7	-22	-22	-23	-24

Fuente: Elaboración Propia

6.4. Impuesto corporativo proyectado

Dado que inmobiliaria Manquehue solo opera en Chile, se calculará el impuesto corporativo multiplicando la tasa impositiva de Chile 0,27% por la utilidad antes de impuesto proyectada, obtenida a partir de los ingresos y egresos presentados en los puntos 6.1., 6.2 y 6.3.

Tabla 32: Proyección del impuesto corporativo de inmobiliaria Manquehue

En miles de UF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025
Ganancia antes de impuesto	37	-123	160	48	49	50	53
Impuesto a las ganancias	-10	-33	43	-13	-13	-14	-14
Utilidad Neta	27	-156	203	35	36	37	39

Fuente: Elaboración Propia

6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Finalmente incorporando los ingresos, egresos calculados en los puntos anteriores se confecciona la proyección del estado de resultado de inmobiliaria Manquehue, se puede observar que para Manquehue se estaría proyectando utilidades después impuesto anuales del orden de UF 30.000-40.000.

Tabla 33: Proyección del EERR para Inmobiliaria Manquehue

EERR en MUF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025
Ingreso por ventas	1.748	466	1.282	1.772	1.816	1.863	1.912
Costo por ventas	-1.357	-368	-989	-1.376	-1.410	-1.447	-1.484
Margen Bruto	391	98	293	396	406	417	427
Gastos de adm.	-270	-154	-115	-273	-280	-287	-295
Otros Ingresos operacionales	26	6	20	27	27	28	29
Otros Gastos operacionales	-10	-10	0	0	0	0	1
EBITDA	138	-60	198	150	153	157	163
Depreciación	-26	-15	-10	-26	-27	-27	-28
Amortización	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1
EBIT	111	-76	187	122	125	129	133
Ingresos financieros	10	1	9	10	10	11	11
Costos financieros	-62	-23	-39	-63	-64	-66	-68
Participación en asociadas	0	-10	10	0	0	0	0

Resultados por unidades de reajuste	-22	-15	-7	-22	-22	-23	-24
Ganancia antes de impuesto	37	-123	160	48	49	50	53
Impuesto a las ganancias	-10	-33	43	-13	-13	-14	-14
Utilidad Neta	27	-156	203	35	36	37	39

Fuente: Elaboración Propia

6.5.1 Resumen Supuestos utilizados

A continuación, se presentará una tabla resumen con los supuestos utilizados en cada partida del estado de resultado:

Tabla 34: Resumen de los supuestos utilizado para la proyección del EERR

Ítem	Supuesto
Ingreso por ventas	se ocupa como ingreso el año 2020 y se va proyectando un aumento en función del crecimiento de PIB de Chile, según banco central entre los años 2021 al 2023, año 2024 y 2025 se proyecta el crecimiento con el PIB tendencial
Costo por ventas	Promedio del año 2016 y 2017 del ratio del costo sobre la venta
Gastos de adm.	Promedio del año 2016 y 2017 del ratio del costo sobre la venta
Otros Ingresos operacionales	Promedio del año 2016, 2017, 2019 y 2020 del ratio del costo sobre la venta
Otros Gastos operacionales	Se asumen de 0
Depreciación	Promedio histórico del ratio del gasto sobre la venta
Amortización	Promedio histórico del ratio del gasto sobre la venta
Ingresos financieros	Promedio histórico del ratio del Ingreso sobre la venta
Costos financieros	Promedio histórico del ratio del gasto sobre la venta
Participación en asociadas	Promedio histórico del ratio del gasto sobre la venta
Resultados por unidades de reajuste	Promedio histórico del ratio del gasto sobre la venta
Impuesto a las ganancias	27% de la utilidad antes de impuesto

Fuente: Elaboración Propia

6.6. Estado de resultados proyectado porcentual

Finalmente, se procedió a realizar un análisis porcentual del estado de resultado proyectado para inmobiliaria Manquehue, se puede destacar que a términos de utilidad neta, se obtiene una utilidad neta sobre venta del orden del 2%, siendo esta menor a la obtenida en los años analizados en la tabla 23, esto se debe a que se dejó fuera de la proyección uno de los negocios más rentable de Inmobiliaria Manquehue que es la venta de lotes, dado que estos activos se valorizaran como activos prescindibles.

Tabla 35: Proyección del EERR para Inmobiliaria Manquehue

EERR en MUF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025
Ingreso por ventas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo por ventas	-77,6%	-79,0%	-77,2%	-77,6%	-77,6%	-77,6%	-77,6%
Margen Bruto	22,4%	21,0%	22,8%	22,4%	22,4%	22,4%	22,4%
Gastos de adm.	-15,4%	-33,1%	-9,0%	-15,4%	-15,4%	-15,4%	-15,4%
Otros Ingresos operacionales	1,5%	1,2%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Otros Gastos operacionales	-0,6%	-2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
EBITDA	7,9%	-12,9%	15,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,5%
Depreciación	-1,5%	-3,3%	-0,8%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Amortización	-0,1%	-0,2%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
EBIT	6,3%	-16,4%	14,6%	6,9%	6,9%	6,9%	7,0%
Ingresos financieros	0,6%	0,2%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Costos financieros	-3,5%	-4,9%	-3,1%	-3,5%	-3,5%	-3,5%	-3,5%
Participación en asociadas	0,0%	-2,1%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultados por unidades de reajuste	-1,2%	-3,2%	-0,5%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,2%
Ganancia antes de impuesto	2,1%	-26,4%	12,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,8%
Impuesto a las ganancias	-0,6%	-7,1%	3,4%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Utilidad Neta	1,6%	-33,5%	15,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Fuente: Elaboración Propia

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1. Inversión en reposición

Con el fin de determinar la proyección del flujo de inversión en reposición, se analizará el comportamiento histórico de la empresa con relación a la inversión en activos intangibles y en propiedades, planta y equipo y en compras de terreno en función del gasto en depreciación y amortización de estos elementos. Cabe destacar que con el fin, de tener un análisis más certero se restará del gasto en depreciación y amortización los efectos de la norma contable NIIF 16, es decir no se considerara como gasto de depreciación y amortización el desgaste de los derechos en uso. El análisis realizado se presenta a continuación:

Tabla 36: Análisis de inversión en reposición en función de la depreciación y la amortización

Inversión en reposición	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
En MUF	2017	2018	2019	2020	2021 1-s
Compras propiedades, planta y equipo MUF	20,0	13,7	18,0	11,4	0,8
Compras de activo intangible MUF	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Compra de terrenos	1,8	0,0	186,1	49,5	0,0
Depreciación y amortización	42,2	27,8	39,2	39,6	16,7
Compras totales/Depreciación y amortización	52%	50%	521%	153%	5%
Depreciación/amortización Activos en Leasing (derecho a uso)	0	0	17,4	17,3	8,7
Depreciación y amortización corregida sin Activación de reajustes según NIIF 16	42,2	27,8	21,8	22,3	8,0
Compras totales/Depreciación y amortización Corregida	51,55%	49,51%	935,81%	272,61%	10,56%

Fuente: Elaboración Propia

En la tabla 34 se puede observar que el índice compras sobre depreciación y amortización, en los últimos años ha sido mayor a un 100%, es decir inmobiliaria Manquehue a efectuado inversiones de crecimiento dado que ha invertido mas que el desgaste de sus activos, dado lo anterior se supondrá que la inversión de reposición será igual a un 100% de la depreciación y la amortización, usando este supuesto más gasto proyectado de depreciación y amortización señalados en la tabla 33, se obtiene la siguiente proyección para la inversión en reposición.

Tabla 37: Proyección del gasto en inversión en reposición para el año 2021 al 2025

En MUF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025	2026
Inversión en reposición Proyectada	-32,4	-16,7	-15,7	-32,9	-33,7	-34,6	-35,5	-36,4

Fuente: Elaboración Propia

7.2. Nuevas Inversiones de capital

Dado que no se cuenta con información sobre la inversión en Capex de la compañía, se procederá a proyectar está en función de las adquisiciones históricas, para esto se hará un análisis entre las cuentas de activos intangibles, propiedad planta y equipo, y la inversión en terrenos no corriente para el desarrollo inmobiliario de la empresa en función de los ingresos, el análisis obtenido se presenta a continuación:

Tabla 38: Análisis de las nuevas inversiones de capital en función de los ingresos.

Nuevas Inversiones de Capital	MUF	MUF	MUF	MUF	MUF
ítem	2017	2018	2019	2020	2021 1-s
PPE e Intangibles (MUF)	189,0	91,0	83,2	65,7	56,8
Terrenos para desarrollo inmobiliario no corriente	dato no 45isp..	224,0	165,1	245,6	201,9
Ingresos (MUF)	2.842,4	1.965,9	1.710,3	1.666,7	466,2
(PPE + Int. + Terrenos) / Ingresos (%)		16,02%	14,52%	18,67%	55,48%

Fuente: Elaboración Propia

A partir del análisis observado se puede ver primeramente que el ratio obtenido se mantiene más menos constante dentro del periodo del 2019 al 2020, el 2021 primer semestre se obtiene un ratio anormal principalmente a la menor escrituración de proyectos dentro del primer semestre debido a los atrasos. Dado lo anterior, se ocupará como ratio entra la propiedad, planta, equipo e intangible sobre ventas el valor promedio de este en los años 2018 a 2020, es decir un 16,04%.

Usando el ratio anteriormente calculado y la proyección de ingresos mostrada en la tabla 33, se procede a proyectar la inversión en propiedad, planta, equipos e intangibles, los resultados obtenidos se muestran a continuación:

Tabla 39: Proyección de la inversión en propiedad, planta, equipos e intangibles en función de los ingresos

Proyección Inversión en PPE + Terreno	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos (MUF)	1.748	466	1.282	1.772	1.816	1.863	1.912	1.961	2.012
(PPE + Int. + Terreno) / Ingresos (%)	16,400%			16,40%	16,40%	16,40%	16,40%	16,40%	16,40%
PPE + Intangibles + Terreno (MUF)	287	259	28	291	298	306	314	322	330
Variación (MUF)	4			7	8	8	8	8	

Fuente: Elaboración Propia

Cabe destacar que se calculó la inversión de capital de físico para el periodo explícito 2021 a 2025, más la inversión en capital que se tendrá que hacer en el periodo implícito 2026, en donde se calculará la perpetuidad.

7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

Para poder obtener la inversión o liberación de capital de trabajo neto (con) se ocupará el análisis realizado en el apartado 5.5.2, en el cual se había concluido que el ratio RCTON correspondía a un 147,5% de los ingresos, usando esta información se procedió a calcular el capital operativo neto para cada uno de los periodos en función de los ingresos proyectados en la tabla 33, los resultados obtenidos se muestran a continuación

Tabla 40: Proyección de capital de trabajo operativo neto en función de los ingresos

CTON proyectado	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos Proyectados (MUF)	1.748	1.772	1.816	1.863	1.912	1961,376494	2012,372283
RCTON Proyectado (%)	147,5%	147,5%	147,5%	147,5%	147,5%	147,5%	147,5%
CTON proyectado (MUF)	2.578	2.613	2.678	2.748	2.819	2.892	2.968

Fuente: Elaboración Propia

vez que se obtiene el CTON, se procede a calcular las variaciones que se tiene de este año a año, con el fin de poder determinar si habría que hacer una inversión de CTON (diferencia positiva entre el año t y t+1) o si se produce una liberación de CTON (diferencia negativa), las variaciones obtenidas, es decir el capital de trabajo aportar en este caso para cada uno de los periodos se muestra a continuación:

Tabla 41: Proyección de inversión en capital de trabajo operativo neto

En MUF	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Variación CTON	34	65	70	71	73	75

Fuente: Elaboración Propia

Cabe destacar que se calculó el CTON para el periodo explícito del año 2021 al año 2025, más el CTON para el año 2026 y 2027, con el fin de obtener la variación de CTON entre los años 2025 y 2026, la variación del año 2026 (periodo implícito) será ocupada para calcular el valor terminal de la empresa.

Tal como se mencionó anteriormente, nos da que para todos los años hay que efectuar una inversión en capital de trabajo, esto desde el punto de vista analítico resulta lógico dado que se proyecta crecimiento para la empresa y el negocio inmobiliario es un negocio intensivo en capital de trabajo ya que presenta un ciclo de conversión de efectivo alto.

7.4. Valor terminal y flujos de caja libres proyectado

Para determinar el valor terminal de la empresa se llevará a perpetuidad el periodo implícito que en este caso sería el año 2026, usando como tasa la tasa de costo capital (KWACC) anteriormente calculada. Para este periodo se le asignara una tasa de crecimiento a perpetuidad equivalente al PIB tendencial de Chile, es decir ($g=2,6\%$), dado que tal como se demostró en el punto 5.1 el crecimiento de la actividad inmobiliaria está estrechamente relacionada con el crecimiento de la economía (PIB). Dado lo anterior la fórmula para representar el valor terminal al año 2026 quedaría de la siguiente manera:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCL_{2026}}{Kwacc - g} = \frac{FCL_{2026}}{5,05\% - 2,6\%}$$

El flujo del periodo implícito 2026, se calculará tomando en cuenta el último periodo explícito 2025 aumentado en un 2,6%, es decir el PIB tendencial, dado que se supone un crecimiento de flujo entre el año 2025 y 2026, también se tendrá que proyectar los gastos en inversión de reposición, inversión en capital físico e inversión de capital de trabajo necesarios que se tendrían que hacer en el año 2026 para dar sustento a este crecimiento, estos tres ítem se proyectaran usando los mismos supuestos presentados en los puntos 7.1, 7.2 y 7.3. Los flujos de caja libre obtenidos para cada uno de los periodos se muestran a continuación:

Tabla 42: Flujo de caja libre para Inmobiliaria Manquehue entre los años 2021 al 2026

En miles de UF	2021	2021 1-s	2021 2-s	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento Ingresos	6,10%			3,0%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
Ingreso Operacionales	1.748	466	1.282	1.772	1.816	1.863	1.912	1.961
Costo por venta	-1.357	-368	-989	-	-	-1.447	-1.484	-1.523
				1.376	1.410			
Gastos de adm.	-263	-154	-110	-267	-273	-281	-288	-295
Otros Ingresos operacionales	26	6	20	27	27	28	29	30
Otros Gastos operacionales	-10	-10	0	0	0	0	1	2
depreciación	-31	-16	-15	-32	-32	-33	-34	-35
Amortización	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT	111	-76	188	123	126	130	134	138
EBIT después de impuesto			137	90	92	95	98	100

Depreciación y Amortización			16	33	34	35	35	36
Inversión de reposición			-16	-33	-34	-35	-35	-36
Inversión en capital físico			-4	-7	-8	-8	-8	-8
Inversión en Capital de trabajo			-34	-65	-70	-71	-73	-75
Flujo de Caja Libre Proyectado			99	17	15	15	16	17

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, para calcular el valor terminal, basta tal como se mencionó anteriormente llevar calcular el valor presente del flujo del año 2026 con una con tasa de perpetuidad $KWACC=5.05\%$ y un crecimiento de $g=2.6\%$, el flujo obtenido para el año 2026, el resultado obtenido se muestra continuación:

$$Valor\ terminal = \frac{17}{5,05\% - 2,6\%} = 685[MUF]$$

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Una vez obtenidos los flujos de caja libre para cada uno de los periodos (FCL_t) y el Valor Terminal (VT), se procede a traer estos a valor presentes descontándolos con la tasa de descuento del costo capital $KWACC$, mediante la siguiente expresión:

$$VP = \frac{FCL_{s2-2021}}{(1 + Kwacc)^{0,5}} + \frac{FCL_{2022}}{(1 + Kwacc)^{1,5}} + \frac{FCL_{2023}}{(1 + Kwacc)^{2,5}} + \frac{FCL_{2024}}{(1 + Kwacc)^{3,5}} + \frac{FCL_{2025} + VP(VT)}{(1 + Kwacc)^{4,5}}$$

El resumen de los flujos de caja libre proyectados y sus valores presentes se muestran a continuación en la siguiente tabla:

Tabla 43: Valor presente del Flujo de caja libre para Inmobiliaria Manquehue entre los años 2021 al 2026

En miles de UF	2021	2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026
		1-s	2-s					
Crecimiento Ingresos	6,10%			3,0%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%
Ingreso Operacionales	1.748	466	1.282	1.772	1.816	1.863	1.912	1.961

Costo por venta	-1.357	-368	-989	-	-1.410	-1.447	-1.484	-1.523
				1.376				
Gastos de adm.	-263	-154	-110	-267	-273	-281	-288	-295
Otros Ingresos operacionales	26	6	20	27	27	28	29	30
Otros Gastos operacionales	-10	-10	0	0	0	0	1	2
Depreciación	-31	-16	-15	-32	-32	-33	-34	-35
Amortización	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT	111	-76	188	123	126	130	134	138
EBIT Despues de impuesto			137	90	92	95	98	100
Depreciación y Amortización			16	33	34	35	35	36
Inversión de reposición			-16	-33	-34	-35	-35	-36
Inversión en capital físico			-4	-7	-8	-8	-8	-8
Inversión en Capital de trabajo			-34	-65	-70	-71	-73	-75
Flujo de Caja Libre Proyectado			99	17	15	15	16	17
Valor Presente Terminal							685	
Valor Presente del FCL			96	16	13	13	562	0
Valor Presente Total		700						

Fuente: Elaboración Propia

Dado lo anterior la valorización a valor presente de todos los flujos generados por Inmobiliaria Manquehue a futuro da un valor de MUF 700, usando la tasa de descuento KWACC calculada de 5,05%.

8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Dado que se tiene una inversión real de capital de trabajo operativo neto al 30 de junio del 2021, se debe comparar esta con la inversión de capital de trabajo operativo neto proyectado para este año, si es que la inversión real es mayor a la ya realizada, se supondrá que este exceso de capital de trabajo se libera, en cambio si la inversión de capital de trabajo ya realizada es menor a la proyectada, se supondrá que se efectuara la inversión de capital de trabajo para satisfacer el déficit actual. Los resultados obtenidos para este ítem se muestran a continuación:

Tabla 44: Calculo del exceso de CTON de Inmobiliaria Manquehue al 30 de junio de 2021

En MUF	
CTON real al 30-06-2021	3.614
CTON proyectado al 31-12-2021	2.578
Exceso o déficit CTON	1.036

Fuente: Elaboración Propia

Inmobiliaria Manquehue al periodo de valorización 30 de junio de 2021, se encuentra con un exceso de capital de trabajo equivalente a MUF 1.036, esto posiblemente se deba a que las empresas ante escenarios de incertidumbres procuran mantener mayor liquidez para poder responder ante cualquier escenario, recordando que hay alto nivel de incertidumbre política y aún existen rezagos de la crisis sanitaria.

8.3. Activos prescindibles y otros activos

Otro factor que se debe considerar en la valorización es la venta de activos prescindibles. Para este caso, este ítem es considerable para Inmobiliaria Manquehue, dado que se supuso que los activos del segmento de terrenos en propiedades inversión, se valorizaría su venta como activos prescindibles. Los activos prescindibles encontrados a partir del análisis realizado en punto 5.5, se muestran en la siguiente tabla:

Tabla 45: Activos prescindibles de Inmobiliaria Manquehue al 30 de junio de 2021

En MUF	AL 30-06-2021
Terrenos para la venta	613
Otros activos financieros no corrientes	9
Propiedad de inversión	2.755
Total	3.377

Fuente: Elaboración Propia

Del resultado obtenido se puede observar que las propiedades de Inversión de Inmobiliaria Manquehue, son incluso superior al valor presente del flujo de sus activos, esto es algo que se podía esperar dado que Inmobiliaria Manquehue tiene un banco terreno muy valioso los cuales son los macrolotes de Piedra Roja, esto en su conjunto conforman el 97% de las propiedades de inversión al 30 de junio de 2021.

8.4. Valorización económica de la empresa

Para obtener la valorización económica de la empresa, se debe obtener el patrimonio económica de esta, para obtener esto se suma el valor presente de los flujos generados

por el desarrollo de la actividad productiva más el exceso en capital de trabajo al 30 de junio del 2021 más el valor de los activos prescindibles menos el valor de la deuda financiera, el resultado de esta operación matemática da el patrimonio financiero de la empresa, el cual se puede dividir por el número de acciones emitidas y pagadas para obtener la valorización de la empresa por acción, el valor obtenido para este ítem se señala en la siguiente tabla resumen:

Tabla 46: Resumen de Valorización de Inmobiliaria Manquehue al 30 de junio de 2021

Al 30-06-2021	Valor
Valor Presente FCL (en MUF)	700
Exceso (déficit) CTON en (en MUF)	1.036
Activos Prescindibles y otros activos (en MUF)	3.377,27
Valor Total de Activos (en MUF)	5.113
Deuda Financiera (en MUF)	3.059
Patrimonio económico (en MUF)	2.054,58
Número de acciones	591.555.986
Precio acción estimado (en MUF)	0,00000347
Precio de la acción estimado en pesos (CLP)	\$ 103,19
Precio real de la acción en CLP al 30-06-2021	93,23
Diferencia de precios (en %)	11%

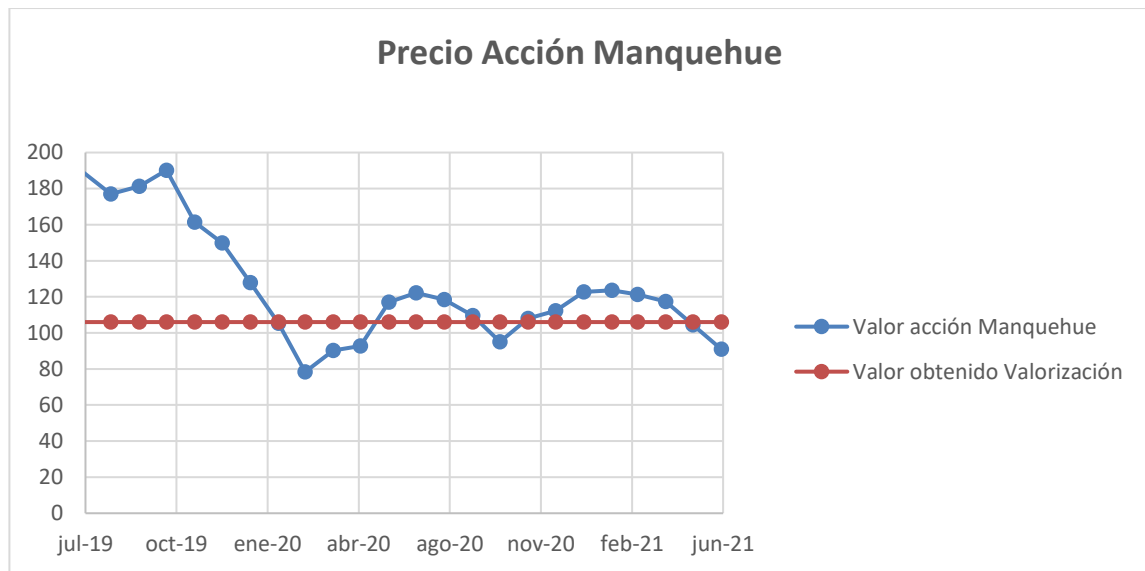
Fuente: Elaboración Propia

Del resultado obtenido se puede decir que se obtiene un valor de acción de \$103,19 siendo este un 11% mayor al valor de la acción al 30 de junio del 2021, esta diferencia significativa se puede deber al castigo que están realizando los inversionistas al mercado local por la incertidumbre política, por lo que estos estarían exigiendo un mayor premio por riesgo que el ocupado, considerando que se ocupó el premio por riesgo estimado por Damodaran, el cual podría no incorporar esta nueva incertidumbre. Otro factor que puede explicar el castigo a la acción, son las medidas planteadas por algunos políticos como de eliminar la exención del IVA crédito especial y un aumento en los impuestos patrimoniales como la contribución, lo que provocaría que posiblemente el mercado inmobiliario marginara menos a futuro, por lo que si el mercado hubiere actuado eficientemente ya habría incorporado esta posibilidad en el precio de la acción.

De igual manera, el resultado obtenido es similar al valor de la acción en niveles prepandemia, algo que resultaría esperable, dado que en muchos supuestos se dejó afuera el año 2020, por los valores atípicos en ingresos, costes e inversión. La evolución

de la acción de Manquehue y el valor de la acción obtenido se muestra a continuación en el siguiente grafico:

Ilustración 1: Variación del precio de la acción de Manquehue desde julio 2019 al 30 de junio de 2021



8.5. Análisis de sensibilidad

Finalmente se procede a realizar un análisis de la variación de las variables claves de la valorización y su efecto en el valor de la acción de Inmobiliaria Manquehue, primeramente, se analizará el efecto del cambio en el premio por riesgo del mercado chileno y su efecto en la tasa de costo de capital y en el valor de la acción calculado con el método de flujo de caja descontado, y posteriormente se estudiará el impacto de un porcentaje de castigo al valor de los activos prescindibles, los cuales representa un flujo importante para inmobiliaria Manquehue, dado que una peor expectativa de país repercutiría directamente en una disminución de valor de estos activos. También se analizará el efecto en la valorización que podría tener un cambio en el premio por liquidez usado, dado que el valor usado es el propuesto por un autor en el año 2015 y este podría ser diferente al que están exigiendo los inversores actualmente. Para finalizar también

se estudiará la sensibilidad de la valorización de Manquehue ante cambio en las perspectivas de crecimiento, dado que estas ultimas pueden variar en función de las perspectivas futuras del país.

Tabla 47: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del premio por riesgo de mercado.

PRM	KWACC	Precio de la acción	Precio real de la acción	Variación
7,60%	6,10%	93,96	93,23	1%
7,40%	6,00%	94,57	93,23	1%
7,00%	5,81%	95,68	93,23	3%
6,60%	5,62%	97,36	93,23	4%
6,20%	5,43%	99,04	93,23	6%
5,80%	5,24%	100,96	93,23	8%
5,40%	5,05%	103,19	93,23	11%
5,00%	4,85%	105,79	93,23	13%
4,60%	4,66%	108,87	93,23	17%
4,20%	4,47%	112,57	93,23	21%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 48: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del costo de capital KWACC.

Castigo a Activos Prescindibles	Precio de la acción	Precio real de la acción	Variación
0%	103,19	93,23	11%
2%	99,80	93,23	7%
4%	96,40	93,23	3%
6%	93,01	93,23	0%
8%	89,62	93,23	-4%
10%	86,23	93,23	-8%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 49: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del premio por liquidez.

Premio por Liquidez Anual	Kwacc	Precio de la acción	Precio real de la acción	Variación
3,50%	5,64%	97,1543	93,23	4%
3%	5,42%	99,1411	93,23	6%
2,75%	5,30%	100,26	93,23	8%
2,50%	5,19%	101,475	93,23	9%
2,25%	5,08%	102,802	93,23	10%
2,18%	5,05%	103,188	93,23	11%
2%	4,96%	104,257	93,23	12%
1,50%	4,74%	107,628	93,23	15%

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 50: Análisis de sensibilidad del precio de Manquehue en función del crecimiento en los ingresos

Castigo en el crecimiento	Crecimiento 2021	Crecimiento 2022	Crecimiento 2023	Crecimiento 2024	Crecimiento 2025	Crecimiento 2026 y años posteriores	Precio de la acción	Precio Real	Diferencia
0,00%	6,10%	3,00%	2,50%	2,60%	2,60%	2,60%	103,19	93,23	11%
20%	4,88%	2,40%	2,00%	2,08%	2,08%	2,08%	97,27	93,23	4%
40,00%	2,93%	1,44%	1,20%	1,25%	1,25%	1,25%	91,93	93,23	-1%
50,00%	1,46%	0,72%	0,60%	0,62%	0,62%	0,62%	89,76	93,23	-4%
60,00%	0,59%	0,29%	0,24%	0,25%	0,25%	0,25%	88,93	93,23	-5%

Fuente: Elaboración Propia

De los resultados obtenidos se puede decir primeramente que ante un aumento en el premio por riesgo de mercado y por ende en la tasa de costo de capital, se empieza a achicar la brecha entre el precio de la acción obtenido con el precio de la acción real, por lo que podríamos decir que la diferencia de valorización podría deberse a que los inversionistas dada la incertidumbre política aumentaron el premio por riesgo exigido, de hecho si ocupamos un premio por riesgo de mercado de 7,6%, obtenemos prácticamente el valor real de mercado de la acción.

Al incluir un castigo en el valor de los activos prescindibles de inmobiliaria Manquehue, se produce una disminución en la brecha entre los precios de la acción obtenida con el valor real al 30-06-2022, por lo que se podría concluir que la diferencia entre los valores obtenidos puede deberse a una disminución del valor de los activos prescindibles de inmobiliaria Manquehue (principalmente terrenos para la venta), esta disminución está sustentada en la incertidumbre política en el país y las posibles creación de nuevas leyes como aumento a los impuesto (eliminación del IVA crédito especial, impuesto a la riqueza y contribuciones), que implicarían en una menor rentabilidad para el sector inmobiliario, por lo que estos activos se vuelven menos atractivos a lo que eran antes del estallido social.

El premio por liquidez usado tal como se dijo anteriormente fue el propuesto por Amihud et al.(2015), pero este puede ser distinto al premio exigido actualmente por los inversionista, al sensibilizar esta variable al alza, se puede observar que ante un aumento de esta se achica la brecha entre el precio obtenido con el precio real de la acción.

En la tabla 50 se puede observar que ante un castigo en el crecimiento futuro de las ventas de la empresa se obtiene una menor valorización de esta y por ende un menor valor de la acción obtenida, si la proyección de crecimiento se castigara en un valor entre un 20% y un 40% se obtendría prácticamente el valor real de la acción.

CONCLUSIONES

El resultado de haber aplicado la metodología de flujo de caja descontados a Inmobiliaria Manquehue fue un valor de acción de \$103,19, siendo este mayor que el valor de la acción al periodo de valorización del 30 de junio de 2021, el cual es de 93,23 pesos, la diferencia puede deberse a que las acciones nacionales han tenido un importante castigo producto de la pandemia del COVID y de la crisis social-política, esta incertidumbre ha provocado que los activos locales se devalúen producto de una mayor percepción de riesgo país, esto ha provocado que muchos inversionistas han decidido vender sus posiciones locales para adquirir productos internacionales con el fin de buscar refugio a este periodo de inestabilidad, provocando que precios de las acciones nacionales tiendan a la baja.

Cabe destacar que en muchos de los supuestos de costos como de ingresos se dejó fuera el año 2020, dado que este resultó ser un año atípico para inmobiliaria Manquehue y como para la industria inmobiliaria en general, producto del aumento en costos, la escases de mano de obra y los retrasos en las entregas debido a las paralizaciones de la faenas, al dejar estos hechos fuera se valorizó a inmobiliaria Manquehue como operaba antes de pandemia, esto último impacto directamente en la valorización y eso se ve reflejado a que se llegó a un valor de acción de inmobiliaria Manquehue a valores del comienzo del 2020, es decir a valores prepandemia.

Para complementar el análisis anteriormente planteado, se puede destacar que ante este escenario de incertidumbre hace que los inversionistas exigen un premio por riesgo mayor a inmobiliaria Manquehue lo que impacta derechamente en la tasa de costo capital, si se aplicara un premio por riesgo de mercado de 7,6% se obtendrá una tasa de costo de capital cercana a 6,1% y se llegaría a un valor de la acción aproximadamente igual al valor real de esta. Ahora bien, esta incertidumbre y los rumores de nuevos impuestos como aumento en las contribuciones y la eliminación del IVA crédito especial, también puede afectar a la valorización de los activos prescindibles de inmobiliaria Manquehue, si se castigaran estos entre un 4% y 6% de su valorización se podría obtener un valor de acción aproximadamente igual al valor real. Esta incertidumbre

también puede afectar las proyecciones de crecimiento de los ingresos de la empresa, si esta proyección disminuye entre un 20% y un 40% se obtendría que el valor obtenido por el método es prácticamente idéntico al valor real de la acción.

Cabe destacar que el método de valorización de flujo descontados es bastante flexible y que la valorización depende mucho de los supuestos que se ocupen para valorizar la empresa, como la estructura objetivo a ocupar, el crecimiento de los ingresos y el costo capital entre otras variables.

ANEXOS

Anexo 1: Muestra el resultado de la regresión entre el PIB trimestral de Chile como variable independiente con el índice de venta de viviendas trimestral de la cámara chilena de la construcción entre el año 2008 al año 2020.

Resumen

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,68055874
Coefficiente de determinación R^2	0,4631602
R^2 ajustado	0,4524234
Error típico	5608,06601
Observaciones	52

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	1356696676	1356696676	43,1376545	2,84659E-08
Residuos	50	1572520216	31450404,32		
Total	51	2929216892			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>
Intercepción	-21627,066	7105,921854	-3,043527147	0,37%
Variable X 1	1,36148486	0,207292959	6,567926196	0,00%

BIBLIOGRAFÍA

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Manquehue (MAN). (2018). Memoria anual 2018 Inmobiliaria Manquehue. Disponible en https://iManquehue.com/gobiernocorporativo/wp-content/uploads/2021/04/EEFF-Inmobiliaria_Manquehue-S.A._31-12-2018-1.
- Manquehue (MAN). (2019). Memoria anual 2020 Inmobiliaria Manquehue. Disponible en https://iManquehue.com/gobiernocorporativo/wp-content/uploads/2021/04/EEFF-Inmobiliaria_Manquehue-S.A._31-12-2019-1.pdf
- Manquehue (MAN). (2020). Memoria anual 2020 Inmobiliaria Manquehue. Disponible en https://iManquehue.com/gobiernocorporativo/wp-content/uploads/2021/04/EEFF-Inmobiliaria_Manquehue-S.A._31-12-2020-1.pdf
- Manquehue (MAN). (2021). Memoria anual 2020 Inmobiliaria Manquehue. Disponible en https://iManquehue.com/gobiernocorporativo/wp-content/uploads/2021/04/EEFF-Inmobiliaria_Manquehue-S.A._31-12-2021-1.pdf
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.