



## **VALORACIÓN DE ENTEL S.A**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGISTER EN FINANZAS**

**Alumno: Manuel Alejandro Zapata González  
Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales**

**Santiago, Agosto 2014**



**VALORACIÓN DE EMPRESA NACIONAL DE  
TELECOMUNICACIONES S.A (ENTEL)**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGISTER EN FINANZAS**

**Alumno: Manuel Alejandro Zapata González**

**Profesor Guía: Arturo Rodríguez Perales**

**Santiago, Abril 2014**

*A mis padres por su amor a toda prueba y su apoyo incondicional....*

## AGRADECIMIENTOS

Quiero agradecer a mis padres y amigos de quienes he recibido apoyo, comprensión y sus palabras de aliento en todo momento a pesar que injustamente he dejado de dedicarles tiempo en pos de este desafío profesional.

También quisiera agradecer a mis colegas por su buena voluntad, sus valiosos comentarios y segundas opiniones que me permitieron abordar con mayor tranquilidad las exigencias de este programa académico.

## **CONTENIDO**

<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>6</b>
<b>1. METODOLOGÍA.....</b>	<b>7</b>
<b>2. DESCRIPCIÓN DE ENTEL Y LA INDUSTRIA .....</b>	<b>8</b>
<b>3. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO.....</b>	<b>21</b>
<b>4. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA .....</b>	<b>23</b>
<b>5. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL .....</b>	<b>24</b>
<b>6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA .....</b>	<b>27</b>
<b>7. PROYECCIÓN DE EERR .....</b>	<b>41</b>
<b>8. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....</b>	<b>43</b>
<b>9. VALORACIÓN ECONÓMICA Y PRECIO DE ACCIÓN.....</b>	<b>49</b>
<b>10. CONCLUSIONES .....</b>	<b>50</b>
<b>11. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>51</b>

## Índice de Tablas

Tabla 1: Descripción General de Entel .....	8
Tabla 2: Descripción filiales de Entel .....	8
Tabla 3: Distribución de ingresos de Entel por filial .....	10
Tabla 4: Productos por Segmento .....	10
Tabla 5: Estructura corporativa de Entel.....	11
Tabla 6: Estructura accionaria de Entel (30.09.2013).....	12
Tabla 7: Composición del Directorio de Entel.....	12
Tabla 8: Composición de la Alta Administración de Entel.....	13
Tabla 9: Participación de mercado internet.....	13
Tabla 10: Participación de mercado Telefonía Fija .....	14
Tabla 11: Participación de mercado Telefonía Móvil.....	14
Tabla 12: Participación de mercado telefonía de pago .....	14
Tabla 13: Indicadores de Actividad .....	15
Tabla 14: Indicadores de Liquidez.....	15
Tabla 15: Razones de Endeudamiento .....	15
Tabla 16: Ratios de Rentabilidad .....	16
Tabla 17: Resumen empresas comparables .....	16
Tabla 18: Resumen América Móvil .....	17
Tabla 19: Resumen Telefónica Brasil.....	19
Tabla 20: Resumen TIM Participacoes S.A.....	20
Tabla 21: Deuda Financiera (B).....	21
Tabla 22: Distribución de la deuda de Entel .....	22
Tabla 23: Estimación de la tasa de la deuda (Kb).....	22
Tabla 24: Valor de la deuda financiera (B) y Patrimonio Económico (P) .....	23
Tabla 25: Razones.....	23
Tabla 26: Síntesis estadística .....	23
Tabla 27: Estructura de capital de Entel .....	23
Tabla 28: Estimaciones del beta patrimonial con deuda.....	24
Tabla 29: Parámetros .....	24
Tabla 30: Estructuras de capital .....	25
Tabla 31: Tasa de la deuda y beta patrimonial con deuda .....	25
Tabla 32: Beta de la deuda.....	25
Tabla 33: Beta patrimonial sin deuda .....	26
Tabla 34: Beta patrimonial con deuda objetivo .....	26
Tabla 35: Costo patrimonial.....	26
Tabla 36: Tasa de costo de capital promedio ponderado .....	26
Tabla 37: Distribución de ingresos de Entel (UF) .....	27

Tabla 38: Ingresos operacionales como porcentaje de las ventas .....	28
Tabla 39: tasas de crecimiento real de Entel.....	28
Tabla 40: Resumen de empresas comparables.....	29
Tabla 41: Tasas de crecimiento históricas (Bloomberg).....	30
Tabla 42: Perspectivas segmento internet.....	31
Tabla 43: Perspectivas segmento Telefonía.....	32
Tabla 44: Perspectivas segmento larga distancia.....	33
Tabla 45: Perspectivas industria (Negocio móvil).....	34
Tabla 46: Perspectivas industria (servicio de datos).....	35
Tabla 47: Supuestos de crecimiento de ingresos .....	36
Tabla 48: Apertura gastos por beneficios a empleados.....	37
Tabla 49: Apertura Gastos por depreciación y amortización.....	37
Tabla 50: Apertura Otros gastos .....	37
Tabla 51: Desagregación costos operacionales.....	38
Tabla 52: Apertura costos no operacionales .....	39
Tabla 53: Clasificación de activos de Entel .....	40
Tabla 54: Proyección Estado de Resultados .....	42
Tabla 55: Proyección Gastos por depreciación y amortización .....	43
Tabla 56: Inversión en Reposición y Capex Histórico.....	43
Tabla 57: Proyección Capex .....	44
Tabla 58: Esquema de cálculo del CTO.....	44
Tabla 59: Estimación nivel de CTO.....	45
Tabla 60: Necesidades incrementales Capital de trabajo.....	45
Tabla 61: Estimación del Flujo de Caja Libre .....	46
Tabla 62: Estimación del valor de los activos operacionales.....	48
Tabla 63: Valor Económico del Patrimonio de Entel .....	49
Tabla 64: Precio Objetivo de Entel (30.09.2013) .....	49
Tabla 65: Sensibilidad del precio objetivo ante variaciones en la tasa de descuento .....	49

## **RESUMEN EJECUTIVO**

La presente Tesis tiene como finalidad realizar, mediante la metodología de flujos de caja descontados, una valoración de Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (Entel) y determinar el precio objetivo de sus acciones.

En el capítulo 1 se describe la metodología utilizada para realizar la valoración y los principales supuestos empleados. En el capítulo 2 se presenta una descripción de la empresa y la industria, incluyendo la estructura corporativa, directorio y alta administración, sus principales áreas de negocio y filiales, las principales características de la industria y la identificación de empresas comparables.

Los capítulos 3, 4, 5 tienen como finalidad determinar la estructura de financiamiento, de capital objetivo y finalmente el costo de capital de Entel, el que fue estimado en 6,97% real.

En los capítulos 6 y 7, a partir del análisis de las cuentas operacionales de Entel, sus tasas de crecimiento históricas y las perspectivas para la industria, se realizó la proyección explícita del estado de resultados entre los años 2014-2017, más el cuarto trimestre de 2013.

Finalmente en los capítulos 8, 9 y 10 en forma secuencial se transformó el estado de resultado proyectado de Entel y sus utilidades contables en flujos de caja libre, más una proyección implícita para el año 2018 que supone perpetuidad sin crecimiento. Como resultado del modelo de valoración el precio objetivo de Entel se estimó en \$7.266,06, lo que representa un potencial de depreciación de la acción de -10,92% respecto del precio de la acción al 30.09.2013. La sensibilidad de dicho precio objetivo frente a cambios de 10 puntos base en la tasa de descuento refleja una depreciación entre -11,46% y -8,95%.



## 1. METODOLOGÍA

Mediante la metodología de flujos de caja descontados se efectuó la valorización de los activos de Entel y la posterior estimación del precio objetivo de sus acciones.

Para ello se utilizaron los estados financieros entre los años 2009 y 2012, más el tercer trimestre de 2013, transformados a valores reales en función de la UF al cierre de cada período.

Para determinar la tasa de descuento primero se estimó el beta patrimonial de la empresa por medio de una regresión lineal sobre el modelo de mercado. Posteriormente, mediante el modelo de Rubinstein el beta patrimonial obtenido fue desapalancado de la estructura de capital actual y apalancado a la estructura objetivo a fin de obtener la tasa de descuento patrimonial y a través del modelo de costo de capital promedio ponderado (WACC) la tasa de descuento aplicable a los activos de la compañía.

A partir del análisis de las tasas de crecimiento históricas de las principales partidas y las perspectivas de la industria se realizó una proyección explícita para los años 2014 a 2017, incluyendo el cuarto trimestre de 2013. Posteriormente, se estimaron los flujos de inversiones estimando el capex en términos brutos, es decir, incluyendo la inversión en reposición, a partir de los planes de inversiones de Entel, luego los requerimientos de capital de trabajo y aplicando los correspondientes ajustes se transformó el estado de resultados proyectado en un flujo de caja libre, incluyendo como proyección implícita el año 2018 que será considerado una perpetuidad sin crecimiento.

Se calculó el VP a un trimestre para llevar el valor de los activos operacionales a septiembre de 2013, para luego sumar el valor de los activos prescindibles, restó la deuda financiera al 30.09.2013 y el déficit de capital de trabajo al 30.09.2013. Con ello se obtuvo el valor del patrimonio económico al 30.09.2013.

Finalmente, el patrimonio económico se dividió por el número de acciones obteniendo el precio objetivo en UF al 30.09.2013 y multiplicando por la UF del período se obtuvo el precio objetivo de Entel en pesos.

## 2. DESCRIPCIÓN DE ENTEL Y LA INDUSTRIA

Entel es un proveedor de telecomunicaciones y servicios TI para los mercados personas, empresas y corporaciones. Adicionalmente, provee servicios de arriendo de redes a Mayoristas. Opera en Chile, con una posición líder en la industria, y en Perú a través de sus filiales Americatel Perú y Servicios de Call Center del Perú. En ambos países, la compañía ofrece servicios de call center, contacto remoto y mesas técnicas de ayuda. Las principales características de la compañía se presentan en el siguiente cuadro:

**Tabla 1: Descripción General de Entel**

Razón Social	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A.
Rut	92580000 - 7
Nemotécnico	ENTEL
Industria	Comunicaciones. Sector: Proveedores de Telecomunicaciones.
Regulación	<p>Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL): Fiscaliza el marco de la Ley General de Telecomunicaciones (Ley N°18.168), dicta y fiscaliza las normas técnicas, promueve el desarrollo del sector y asigna las concesiones cuando existen limitaciones en la cantidad de frecuencias.</p> <p>Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, y Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones: Emiten los Decretos Tarifarios para el sector.</p> <p>Tribunal de Defensa de la Libre Competencia: Velar por la competitividad del sector, calificar situaciones monopólicas que exijan fijar tarifas a los servicios que señala la ley, pronunciarse sobre fusiones de empresas del sector y precaver o sancionar las conductas que atenten contra la libre competencia</p> <p>Superintendencia de Valores y Seguros (SVS): Supervisa a la empresa como sociedad anónima y como emisor de valores de oferta pública.</p>
Tipo de Operación	Entel es un proveedor integrado de telecomunicaciones y servicios TI ofreciendo además prestaciones de arriendo de redes para mercados mayoristas. El grueso de las ventas de la Empresa lo constituyen los negocios de telefonía móvil, que incluyen servicios de voz, banda ancha móvil, datos y servicios de valor agregado (VAS). Asimismo, la Empresa provee servicios de telecomunicaciones fijas, que incluyen redes de datos, telefonía local, acceso a Internet, telefonía pública de larga distancia, servicios de tecnologías de información (data centers, externalización de procesos y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. Además, presta servicios de call centers para empresas del grupo Entel y para externos. Adicionalmente, participa en el mercado de Perú, proveyendo servicios de red fija y centros de llamado, a través de sus filiales Americatel Perú S.A. y Servicios de Call Center del Perú S.A., respectivamente.

A continuación se describen brevemente las filiales de la compañía:

**Tabla 2: Descripción filiales de Entel**

Descripción de filiales	
1	Entel PCS Telecomunicaciones S.A.: La sociedad tiene por objeto el estudio, construcción y explotación de un sistema para prestar toda clase de servicios de transmisión, conmutación, comunicación, medición, facturación y cobranzas de telecomunicaciones móviles; importar, exportar, comercializar, distribuir, vender, arrendar y proporcionar en cualquier otra forma toda clase de equipos que sean necesarios para la prestación de servicios de comunicaciones móviles y servicios complementarios y suplementarios.
2	Entel Comercial S.A.: Encargada de la gestión comercial de los servicios provistos por la compañía.

3	Entel Inversiones S.A.: Su objetivo es realizar inversiones que estratégicamente se consideren convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionadas con el negocio de las telecomunicaciones.
4	Entel Servicios Telefónicos S.A.: Su objetivo es la prestación de servicios de telecomunicaciones; comercialización, distribución y representación de equipos; y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.
5	Entel Call Center S.A.: Entel Call Center posee la capacidad de integrar todos los contactos hechos a través de los diferentes medios de comunicación, en un ambiente Internet y atender a cada cliente de manera integral, consistente y multicanal, a través de medios como: e-mail, teléfono, fax, chat y Voz IP.
6	Entel Telefonía Local S.A. Su objetivo es satisfacer las necesidades de comunicación telefónica, multimedia y de infraestructura de usuarios de alto consumo, la comercialización y representación de equipos, y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.
7	Micarrier Telecomunicaciones S.A.: Su objetivo es instalar, operar, explotar y prestar servicios de telecomunicaciones públicos y privados, en el país y en el extranjero, directamente o por intermedio de otras personas
8	Entel Contact Center S.A. (Ex Satel S.A.): Su objetivo es prestar servicios empresariales de telefonía y transmisión de datos, en el ámbito nacional e internacional, de alta o baja velocidad, utilizando tecnología satelital.
9	Entel Servicios Empresariales S.A.: Su objetivo es prestar servicios de análisis, diseño, desarrollo, operación y mantención de software, prestación de servicios de asesorías y asistencia técnica, prestación de servicios por cuenta ajena de administración de sistemas, infraestructura y procesos de negocios, comercio electrónico, transacciones comerciales y contables mediante cualquier tipo de medio electrónico, representar proveedores nacionales y extranjeros de softwares, hardware y de toda otra herramienta o equipamiento relacionados con las tecnologías de la información, soporte telefónico y continuidad de plataformas tecnológicas.
10	Soc. de Telecomunicaciones Instabeep Ltda: El objeto de la sociedad será la ejecución de negocios relacionados con la ingeniería eléctrica y electrónica, especialmente aquellos relativos al establecimiento, operación y explotación de servicios de comunicaciones y cualquiera otra actividad relacionada que acuerden los socios.
11	Transam Comunicación S.A.: La Compañía provee servicios de telefonía fija inalámbrica (a través de la filial Will S.A), telefonía pública de larga distancia nacional e internacional, arriendo de Medios (red GSM para proveer servicios de voz y SMS).
12	Will S.A.: Compañía de telefonía local inalámbrica y de transmisión de datos.
13	Americatel Perú S.A.: Está focalizado a los servicios de outsourcing TI en Perú. En el segmento empresas y corporaciones ofrece servicios de Larga distancia, telefonía fija, internet dedicado, líneas 800, etc. En el segmento Pymes larga distancia, internet dedicado, ADSL y telefonía fija. En el segmento masivo personas se provee enlaces de datos, acceso a internet y servicios de datacenter (uso de infraestructura).
14	Servicios de Call Center del Perú S.A.: Provee servicios de call center en diversos mercados entre ellos Servicios multicanal (servicios multimedia, redes sociales, chat, plataformas únicas), ServiceDesk (mesas de ayuda), servicios back office (servicios complementarios a la atención a clientes), campañas de ventas (Servicios de venta consultiva, telemarketing y cobranza), atención a clientes, servicios tecnológicos.
15	Nextel del Perú S.A.: La compañía proporciona servicios de telefonía móvil en el mercado peruano y servicios 3G. Su foco principal es el mercado empresarial y cuenta con una participación de mercado en torno al 5% del mercado peruano.
16	Eusa Wholesale Inc.: Controlada Entel Internacional B.V.I Corp. Su objetivo es realizar inversiones en el extranjero, que sean consideradas estratégicas por Entel.
17	Entel Internacional B.V.I. Corp.: Su objetivo es realizar inversiones en el extranjero, que sean consideradas estratégicas por Entel.

Sin perjuicio de lo anterior, al observar al aporte de las filiales a los ingresos es evidente que el negocio más importante de la compañía lo constituye la operación de telefonía móvil. Lo anterior se puede observar en la siguiente tabla:

**Tabla 3: Distribución de ingresos de Entel por filial**

30.09.2013	Ingresos Ordinarios	%
Entel PCS Telecomunicaciones S.A.	941.380.836	88,81%
Entel Comercial S.A.	1.065.147	0,10%
Entel Inversiones S.A.	0	0,00%
Entel Servicios Telefónicos S.A.	703.380	0,07%
Entel Call Center S.A.	15.619.272	1,47%
Entel Telefonía Local S.A.	43.415.602	4,10%
Micarrier Telecomunicaciones S.A.	132.986	0,01%
Entel Contact Center S.A.	5.329.748	0,50%
Entel Servicios Empresariales S.A.	3.437.203	0,32%
Soc.de Telecomunicaciones Instabeep Ltda.	0	0,00%
Transam Comunicaciones S.A.	13.599.487	1,28%
Will S.A.	0	0,00%
Americatel Perú S.A.	16.007.171	1,51%
Servicios del Call Center del Perú S.A.	7.111.144	0,67%
Nextel Perú S.A.	12.166.156	1,15%
Entel Internacional B.V.I Corp.	0	0,00%

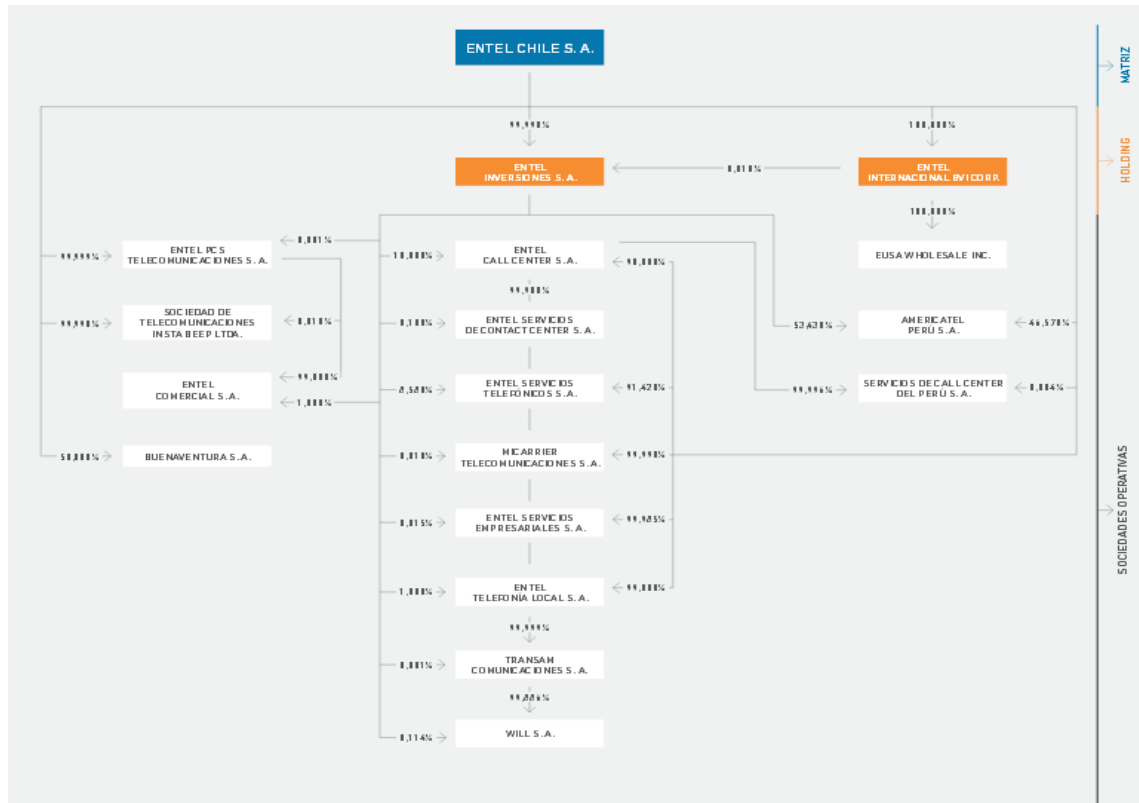
Las operaciones de la compañía, están organizadas en cuatro segmentos a saber: “personas”, “empresas”, “corporaciones” y “mayoristas”. Los principales productos que ofrece Entel cada segmento se presentan en la siguiente tabla.

**Tabla 4: Productos por Segmento**

Segmento	Productos
<b>Personas</b>	Soluciones: telefonía móvil, suscripción, prepago. Servicios móviles: Centros de acceso telefónicos al cliente, Gestión de cuenta (cobro revertido, alerta de saldo, entre otros), redes sociales, contenidos de valor agregado (Fútbol CDF Premium). Internet móvil: Banda Ancha Móvil. Larga Distancia (LD): LD internacional desde teléfono móvil, LD nacional e internacional desde teléfono fijo, roaming. Hogar: TV satelital, telefonía fija inalámbrica, banda ancha móvil.
<b>Empresas</b>	Soluciones: Comunicaciones móviles, soluciones móviles empresariales, gestión móvil de ventas en línea, administración móvil de cobranza, operación móvil de fuerza de ventas. Conectividad: Telefonía tradicional, telefonía IP, larga distancia, internet, soluciones de datos, servicios de call center. TI On-demand: Servidor dedicado virtual, servicio de correo, factura net, servicios de presencia y mensajería instantánea, SAP, monitoreo de servidores, administración de sistemas operativos, administración de bases de datos, administración y monitoreo de respaldos.
<b>Corporaciones</b>	Soluciones: servicios cloud computing, servicios de Telecomunicaciones On-demand (Telefonía IP, Video Conferencia). Tecnologías de la Información: Equipos y servicios de ingeniería. Soluciones de usuario final; Red de datacenter Telecomunicaciones: Redes de datos, soluciones audiovisuales Internet corporativo, telefonía privada, telefonía local, larga distancia. Servicios móviles: Entel GPS, anda ancha móvil, planes corporativos de minutos, aplicaciones móviles empresariales.
<b>Mayoristas</b>	Soluciones: redes de datos, transporte de servicios de voz, datos e Internet, roaming, negocios de tráfico. Valor agregado: Premium voz (servicios de entretenimiento o contenidos de voz), premium móvil (servicios de entretenimiento), premium internet (servicios de entretenimiento digitales), roaming.

Conforme a la memoria 2012 de Entel, la malla societaria se presenta en la siguiente tabla:

**Tabla 5: Estructura corporativa de Entel**



### Estructura de Propiedad

La propiedad de Entel está distribuida entre 2.114 accionistas. Con 54,8% del capital, el socio controlador es Inversiones ALTEL Ltda., filial de Almendral S.A., sociedad de inversiones en la cual participan en forma conjunta seis grupos empresariales<sup>1</sup>. Cabe recordar que Entel es una sociedad acogida al título XII del D.L. N° 3.500, razón por la cual en sus estatutos sociales contiene una cláusula que señala que ningún inversionista podrá mantener más del 60% de las acciones con derecho a voto. Los 12 mayores accionistas se presentan en la siguiente tabla:

<sup>1</sup> Grupo Matte, Grupo Fernández León, Grupo Hurtado Vicuña, Grupo Consorcio, Grupo Izquierdo y Grupo Gianoli.

**Tabla 6: Estructura accionaria de Entel (30.09.2013)**

ENTEL	% DE PROPIEDAD
INV ALTEL LTDA	54,76%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	10,60%
BANCO ITAUPOR CUENTA DE INVERSIONISTAS	8,30%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	3,81%
BANCHILE C DE B S A	1,83%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1,44%
AFP PROVIDA S A FONDO TIPO C	1,12%
AFP PROVIDA S A FONDO TIPO B	1,01%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	0,79%
SANTANDER S A C DE B	0,77%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B	0,71%
AFP CUPRUMS A FONDO TIPO B	0,67%

Fuente: SVS. Información de 12 mayores accionistas de Entel (30/09/2013)

**Directorio:** El Directorio está conformado por nueve miembros que no desempeñan cargos ejecutivos en la compañía y cuyo ejercicio se extiende por dos años, con la posibilidad de ser re elegidos.

**Tabla 7: Composición del Directorio de Entel**

Nombre	Cargo	Estudios
JUAN JOSÉ HURTADO VICUÑA	Presidente	Ingeniero Civil, Universidad de Chile
LUIS FELIPE GAZITÚA ACHONDO	Vicepresidente	Ingeniero Comercial, Universidad de Chile.
ALEJANDRO PEREZ RODRIGUEZ	Director	Ingeniero Civil Industrial, Universidad de Chile. Master in Economics, The University of Chicago.
JUAN JOSÉ MAC-AULIFFE GRANELLO	Director	Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile
JUAN CLARO GONZALEZ	Director	Empresario, con estudios en Ingeniería Civil y de Magíster en física, Pontificia Universidad Católica de Chile.
RAÚL ALCAÍÑO LIHN	Director	Ingeniero Civil Industrial, Universidad de Chile
RICHARD BÜCHI BUC	Director	Ingeniero Civil, Universidad de Chile. MBA Wharton School Of Business, University of Pennsylvania.
JUAN CRUZ DOMINGO BILBAO HORMAECHE	Director	Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. MBA The University of Chicago
ANDRES EDUARDO ECHEVERRIA SALAS	Director	Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile. MBA University of California, Los Angeles.

**Comité de Directores:** El Comité de Directores de Entel está integrado por Luis Felipe Gazitúa Achondo (Presidente del Comité), Richard Büchi Buc (Director del controlador), Alejandro Pérez Rodríguez (Director Independiente) y cuyas funciones se encuentran definidas en el artículo 50 bis de la Ley 18.046<sup>2</sup>.

**Administración:** Los principales ejecutivos de Entel se presentan en la siguiente tabla.

<sup>2</sup> Las principales funciones son: el examen de los informes de los auditores externos, el balance y demás estados financieros, proponer al Directorio los auditores externos y calificadores privados de riesgo y la revisión de transacciones entre partes relacionadas.

**Tabla 8: Composición de la Alta Administración de Entel**

Administración			
9.989.661-2	Antonio Büchi Buc	Gerente General	Ingeniero Civil, Pontificia Universidad Católica de Chile. Master in Economics, The University of Chicago.
7.052.775-8	Felipe Ureta Prieto	Gerente de Finanzas y Control de Gestión	Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile.
7.629.477-1	Juan Baraqui Anania	Gerente de Administración	Ingeniero Comercial, Universidad de Santiago de Chile.
8.131.463-2	Felipe Straub Barros	Gerente de Recursos Humanos Corporativo	Sicólogo, Pontificia Universidad Católica de Chile. MBA, Universidad Alberto Hurtado/Loyola College in Maryland.
6.061.194-7	Cristián Maturana Miquel	Gerente de Legal	Abogado, Universidad de Chile.
10.767.214-1	Manuel Araya Arroyo	Gerente de Regulación y Asuntos Corporativos	Ingeniero Civil Industrial y Magíster en Administración de Empresas, Pontificia Universidad Católica de Chile.
6.271.430-1	Luis Cerón Puelma	Gerente de Auditoría Interna	Contador Auditor, Universidad Católica de Valparaíso.
7.010.335-4	José Luis Poch Piretta	Vicepresidente Mercado Personas	Ingeniero Comercial, Pontificia Universidad Católica de Chile.
8.165.795-5	Mario Núñez Popper	Vicepresidente Mercado Empresas	Ingeniero Civil Industrial, Pontificia Universidad Católica de Chile.
7.005.576-7	Julián San Martín Arjona	Vicepresidente Mercado Corporaciones	Ingeniero Civil Industrial, Universidad de Las Américas. Ingeniero en Computación, Universidad de Chile.
7.003.573-1	Alfredo Parot Donoso	Vicepresidente Tecnología y Operaciones	Ingeniero Civil Industrial, Pontificia Universidad Católica de Chile.
7.479.024-0	Victor Hugo Muñoz Álvarez	Gerente de Servicios TI	Ingeniero Civil Electrónico, Universidad Técnica Federico Santa María.
10.864.289-0	Sebastián Domínguez Phillipi	Gerente de Estrategia e Innovación	Ingeniero Civil Industrial, Pontificia Universidad Católica de Chile. Master in Economics, Cambridge University.

\*Fuente: Memoria 2012.

**Composición de la Industria<sup>3</sup>:** En el sector telecomunicaciones chileno existen distintos segmentos de negocios, con distintas dinámicas. Cabe recordar que Entel está mayormente focalizada al segmento de telefonía móvil. A continuación se presentan los segmentos y participación de las compañías conforme a la clasificación realizada por la Subtel.

**Segmento Internet:** El segmento de internet presenta los mayores crecimientos en penetración por habitante del sector. En los últimos 3 años, la penetración de internet por cada 100 habitantes ha crecido un 197%, (40,7 por cada 100 habitantes). El fuerte crecimiento experimentado desde el 2009 hasta el 2012 es explicado principalmente por la banda ancha móvil e internet móvil 3G, cuyas conexiones presentan un incremento de 670% en los últimos 3 años. La Participación de mercado de Entel en el segmento es la siguiente:

**Tabla 9: Participación de mercado internet**

Internet	%
Movistar	38,70%
Entel PCS	37,70%
Claro	19,30%
VTR Móvil	1,29%
Virgin	0,81%
Nextel	2,20%

**Segmento Telefonía:** El número de abonados móviles tuvo crecimiento de un 7,7% respecto de Diciembre 2011. En lo que respecta a telefonía local, las líneas en servicio registraron una caída de 2,69% entre diciembre de 2011 y diciembre de 2012. En cuanto a la cantidad de líneas de telefonía básica, éstas cayeron en un 2,68% mientras que el stock de la telefonía pública disminuyó en 4,95% en el mismo periodo.

<sup>3</sup> Los antecedentes de composición de cada industria fueron obtenidos del Informe Sectorial: Telecomunicaciones en Chile, Subtel, Marzo 2013.

**Tabla 10: Participación de mercado Telefonía Fija**

Telefonía Fija	%
Telefónica	53,20%
Grupo Entel	6,10%
Claro	7,20%
VTR	21,00%
Grupo GTD	10,20%
Otros	2,30%

**Tabla 11: Participación de mercado Telefonía Móvil**

Telefonía Móvil	%
Movistar	37,50%
Entel PCS	37,20%
Claro	24,00%
VTR Móvil	0,33%
Nextel	0,46%
Virgin	0,43%
Otros	0,08%

**Segmento Televisión de Pago:** La televisión por cable ha crecido a una tasa de 3,52% entre Diciembre 2011 y Diciembre 2012, mientras que la televisión satelital ha tenido un crecimiento de 5,66% en igual período. Si bien a la fecha del informe de Subtel no aparece con participación, uno de los focos de negocio de Entel está en desarrollar Entel Hogar que incorpora la TV de pago.

**Tabla 12: Participación de mercado telefonía de pago**

Televisión de Pago	%
VTR	42,90%
Telefónica	19,40%
Claro	17,80%
Direct TV	13,20%
Pacífico Cable	2,80%
Telsur	2,60%
Otros	1,30%

**Segmento de Larga Distancia:** El tráfico de larga distancia nacional presenta una importante caída a partir del año 2002. En el año 2012 la disminución del tráfico a nivel anual fue de un 17,6% respecto del año 2011. Por su parte, el tráfico internacional de salida cayó en ese mismo periodo un 9,7%. Si bien no se adjunta información sobre la participación de mercado, éste corresponde a un segmento que representa un porcentaje de los ingresos de Entel inferior al 2%.

### **Análisis Financiero**

Para efectos de este análisis es necesario considerar el nuevo tratamiento contable para los equipos entregados bajo la modalidad de post-pago adoptado a partir del 01.10.2012, lo que en síntesis se traduce en que los costos de los equipos móviles de post-pago y los cargos de



habilitación cobrados a los clientes bajo la misma modalidad, se registran directamente en resultados al momento de la entrega de los equipos, y la base histórica de equipos comercializados hasta el 30.09.2012 se siguen depreciando dada su calidad de activo fijo.

**Tabla 13: Indicadores de Actividad**

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Septiembre 2013
Rotación de Cuentas por Cobrar	4,78	4,59	4,90	5,17	3,99
Rotación de Activos	0,72	0,73	0,79	0,84	0,56
Rotación de Activos Fijos	1,06	1,11	1,16	1,28	0,92

Respecto de la rotación de activos y rotación de activos fijos, ambos mantienen un comportamiento relativamente estable a través del tiempo, la rotación de los activos totales nos indica la eficiencia con la que la empresa utiliza sus activos para generar venta. En el año 2012 la empresa sustituye sus activos totales 0,84 veces al año y sus activos fijos 1,28 veces al año. Sin embargo, ambos indicadores se reducen drásticamente a septiembre de 2013. Esta disminución se explica por el aumento de activos generado por la adquisición de Nextel y su incorporación en los activos y pasivos de Entel.

**Tabla 14: Indicadores de Liquidez**

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Septiembre 2013
Capital de Trabajo	17.993	3.305	-28.526	-16.485	-201.725
Razón Corriente (Liquidez Corriente)	1,06	1,01	0,93	0,96	0,70
Test Ácido (Razón Ácida)	0,97	0,91	0,77	0,81	0,55
Razón de Efectivo (Cash Ratio)	0,21	0,20	0,06	0,12	0,04

El capital de trabajo indica la cantidad de recursos que posee la empresa para realizar sus operaciones, después de pagar sus obligaciones a corto plazo. En el mes de septiembre de 2013 se observa una disminución significativa del capital de trabajo llegando a valor de MM\$-201.725, cambio se encuentra explicado básicamente en el crecimiento del pasivo financiero, en MM\$ 329.000, destinado básicamente a la adquisición de Nextel Perú y la obtención de la licencia 4G en Perú a través de la filial Americatel. Este efecto también genera el deterioro en los indicadores de liquidez corriente, ácida y razón de efectivo.

**Tabla 15: Razones de Endeudamiento**

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Septiembre 2013
Razón de Endeudamiento	106,6%	106,4%	101,5%	108,3%	143,9%
Proporción de deuda a corto plazo	43,06%	49,01%	50,23%	49,85%	55,24%
Proporción de deuda a largo plazo	56,94%	50,99%	49,77%	50,15%	44,76%
Razón Deuda	51,6%	51,6%	50,4%	52,0%	59,0%
Deuda Financiera/Patrimonio	0,62	0,51	0,48	0,54	0,89
Deuda Financiera Neta/EBITDA	0,88	0,66	0,69	0,72	2,06
Cobertura Gastos Financieros	34,92	44,62	49,25	38,80	35,55

La razón deuda es un índice de endeudamiento que mide la proporción de los activos totales que financian los acreedores de la empresa. Este indicador se había mantenido relativamente constante, salvo para septiembre de 2013, lo cual es explicado por la combinación de dos efectos, el aumento de experimentado por los pasivos (mayor efecto) y un aumento en el patrimonio.

El indicador deuda financiera/patrimonio que es un indicador financiero que usualmente es utilizado para medir el riesgo financiero de un negocio, también se dispara producto del aumento de los pasivos que fue superior al aumento del patrimonio.

La deuda financiera neta /Ebitda se había mantenido estable en el período de análisis se dispara en septiembre por el mismo efecto comentado anteriormente.

**Tabla 16: Ratios de Rentabilidad**

	Diciembre 2009	Diciembre 2010	Diciembre 2011	Diciembre 2012	Septiembre 2013
ROE(Rentabilidad sobre el Patrimonio)	21,5%	24,0%	23,4%	20,6%	13,6%
ROA (Rentabilidad sobre los Activos)	10,4%	11,6%	11,6%	9,9%	5,6%
ROIC(Rentabilidad sobre la Inversión)	10,4%	11,6%	11,6%	9,9%	5,6%
Margen Utilidad Operacional	18,7%	19,2%	19,4%	15,5%	14,4%
Margen EBITDA	40,1%	40,8%	41,3%	37,2%	30,5%
Margen de Utilidad	14,4%	16,0%	14,7%	11,7%	9,9%

El ROE es un ratio que nos indica la rentabilidad sobre el patrimonio, es decir, mide la rentabilidad de la empresa con respecto al patrimonio que esta posee. Este indicador disminuye drásticamente en 2013 debido fundamentalmente por los efectos derivados del nuevo tratamiento contable de los equipos de telefonía móvil bajo la modalidad de post-pago y en menor medida por un aumento en el nivel del patrimonio. En el caso del ROA, ocurre una situación similar, explicado por los mismos factores.

### Identificación de Empresas Comparables

Como se presentó en secciones anteriores, el foco principal de Entel se encuentra en la telefonía móvil. Mediante la utilización de bloomberg se identificó las propuestas de empresas comparables. De análisis realizado se concluyó en la consideración de las siguientes empresas comparables:

**Tabla 17: Resumen empresas comparables**

País de Registro	Nombre	Ticker	Mkt Cap (CLP)	Raw Beta	EV	P/E	ROE	Ratings	
	Medía		1.86T	00-01-1900	2.38T	14-01-1900	00-01-1900	S&P	Moody's
CHILE	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES	ENTEL CI	1.67T	0,9	2.40T	12,08	16,90%	BBB+	Baa2
BRASIL	TELEFONICA BRASIL S.A.	VIVT4 BZ	10.53T	0,58	10.67T	10,9	9,00%	N.A.	Baa1
MEXICO	AMERICA MOVIL SAB	AMXL MM	42.17T	0,98	59.42T	14,83	28,89%	A-	A2
BRASIL	TIM PARTICIPACOES SA	TIMP3 BZ	6.29T	0,72	6.58T	18,66	10,77%	N.A.	N.A.

**América Móvil, S.A.B. CV:** Proporciona servicios de telecomunicaciones en los Estados Unidos, América Latina, y el Caribe. Ofrece servicios de voz fija y móvil, incluyendo tiempo en el aire, servicios de larga distancia locales, los servicios de telefonía pública y servicios de interconexión de la red. La compañía también proporciona servicios de valor agregado que comprenden servicios de mensajería de texto, servicios de mensajería multimedia, y servicios de

entretenimiento móvil, y servicios de datos, tales como la transmisión de datos, servicios de correo electrónico, navegación web, mensajería instantánea, contenido de streaming y aplicaciones interactivas, así como servicios de redes corporativas. Además, ofrece teléfonos móviles, teléfonos inteligentes, tarjetas de banda ancha, y las tablets; accesorios cargadores, audífonos, clips para cinturón y baterías, los servicios push-to-talk, y otros servicios inalámbricos que incluyen en dos áreas, PC y seguridad inalámbrica, y servicios de equipo a equipo como la oficina móvil Telcel, una suite de servicios para mejorar las aplicaciones, las video llamadas y banca móvil. Además, la compañía presta servicios de vídeo, música, radio, juegos en línea y aplicaciones, publicidad, comercio electrónico y servicios de marketing digital, servicios de desarrollo de aplicaciones para dispositivos móviles, cupones digitales de descuento, y soluciones de medios sociales, además publica y distribuye directorios y las páginas blancas y amarillas. Adicionalmente, vende computadoras, equipos de telecomunicaciones y accesorios, servicios de telefonía pública y servicios de facturación y cobranza; alquila las líneas de datos de alta velocidad a empresas y otros proveedores de telecomunicaciones, ofrece datos de satélite y servicios de transmisión de datos por conmutación de paquetes, conmutación de tramas, y el mensaje de manejo de sistemas, soluciones de satélite, cable y servicios de televisión pagada, así como el pago por visión y programación adicional y servicios de publicidad.

**Estructura de Propiedad:** La compañía es controlada por Carlos Slim, sin embargo la revelación de la información a nivel de estados financieros y la página web no permite identificar claramente la participación controladora. Conforme a los estatutos de la compañía cuenta con tres series de acciones dos series ordinarias, Serie AA y Serie A, y una serie preferente L. Las acciones comunes Serie AA, sólo pueden ser adquiridas por inversionistas mexicanos y no están registradas en la Bolsa Mexicana. Las acciones ordinarias serie A no tienen restricciones. La Serie preferente L cuenta con derechos políticos restringidos (elige a dos miembros del consejo de administración, y votación en asuntos de junta extraordinaria). Recibe un dividendo preferente de 0,00042 (pesos mexicanos), sin perjuicio de recibir adicionalmente los mismos dividendos que se otorguen a la serie AA

**Tabla 18: Resumen América Móvil**

Nombre de la Empresa	AMERICA MOVIL SAB
Ticker o Nemotécnico	AMXA AMXL Acciones Serie AA.
Clase de Acción	Acciones Serie AA. 23.425.000.000. No está registrada en la Bolsa Mexicana. AMXA: 730.000.000 acciones comunes Serie "A" AMXL: 52.039.000.000 acciones preferentes Serie "L"
Derechos de cada Clase	Acciones Serie AA. Acciones comunes que sólo pueden ser adquiridas por inversionistas mexicanos. . AMXA: Acciones comunes sin restricciones.

	AMXL: Acciones preferentes, con derechos restringidos (elige a dos miembros del consejo de administración, y votación en asuntos de junta extraordinaria). Recibe un dividendo preferente de 0,00042 (pesos mexicanos), sin perjuicio de recibir adicionalmente los mismos dividendos que se otorguen a la serie AA																																																			
Mercado donde Transa sus acciones	AMXA: Bolsa Mexicana/Latibex. ADS de la serie en NYSE AMXL: Bolsa Mexicana /Latibex. ADS de la serie en Nasdaq.																																																			
Descripción de la Empresa (profile)	América Móvil SAB de C.V. proporciona comunicaciones móviles en 18 países de Latinoamérica, el Caribe y los EEUU. También ofrece teléfono de línea fija, Internet y servicios de televisión por cable en la mayor parte de la región.																																																			
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bloomberg: Industria: Comunicaciones. Clasificación: Proveedores de Telecomunicaciones.																																																			
Negocios en que se encuentra	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Región</th> <th>Chile</th> <th>México</th> </tr> <tr> <th>Empresa</th> <th>Entel (1)</th> <th>America Móvil</th> </tr> <tr> <th>%</th> <th>% Ingresos</th> <th>% Ing</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Servicios Móviles (1)</td> <td>80,47%</td> <td>40,00%</td> </tr> <tr> <td>Servicios de Datos (TD)</td> <td>7,18%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Telefonía Local</td> <td>2,49%</td> <td>16,00%</td> </tr> <tr> <td>Larga Distancia</td> <td>1,87%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Internet Móvil</td> <td>1,32%</td> <td>23,00%</td> </tr> <tr> <td>Internet Fija</td> <td></td> <td>12,00%</td> </tr> <tr> <td>Otras Compañías de Telec</td> <td>1,21%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Negocio de Trafico</td> <td>1,93%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>TV</td> <td>0,63%</td> <td>9,00%</td> </tr> <tr> <td>Americatel Perú</td> <td>1,35%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Servicios de Call Centers y otros</td> <td>0,77%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Otros Ingresos</td> <td>0,79%</td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>TOTAL</b></td> <td><b>100,00%</b></td> <td><b>100,00%</b></td> </tr> <tr> <td>Comparable</td> <td>✓</td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>	Región	Chile	México	Empresa	Entel (1)	America Móvil	%	% Ingresos	% Ing	Servicios Móviles (1)	80,47%	40,00%	Servicios de Datos (TD)	7,18%		Telefonía Local	2,49%	16,00%	Larga Distancia	1,87%		Internet Móvil	1,32%	23,00%	Internet Fija		12,00%	Otras Compañías de Telec	1,21%		Negocio de Trafico	1,93%		TV	0,63%	9,00%	Americatel Perú	1,35%		Servicios de Call Centers y otros	0,77%		Otros Ingresos	0,79%		<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	Comparable	✓	✓
Región	Chile	México																																																		
Empresa	Entel (1)	America Móvil																																																		
%	% Ingresos	% Ing																																																		
Servicios Móviles (1)	80,47%	40,00%																																																		
Servicios de Datos (TD)	7,18%																																																			
Telefonía Local	2,49%	16,00%																																																		
Larga Distancia	1,87%																																																			
Internet Móvil	1,32%	23,00%																																																		
Internet Fija		12,00%																																																		
Otras Compañías de Telec	1,21%																																																			
Negocio de Trafico	1,93%																																																			
TV	0,63%	9,00%																																																		
Americatel Perú	1,35%																																																			
Servicios de Call Centers y otros	0,77%																																																			
Otros Ingresos	0,79%																																																			
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>																																																		
Comparable	✓	✓																																																		

**Telefónica Brasil SA:** Ofrece servicios de telecomunicaciones de línea fija para clientes residenciales y comerciales en Brasil. La compañía ofrece los servicios de voz locales, incluyendo activación, abono mensual, servicio medido, y teléfonos públicos, servicios de voz intrarregionales, interregionales e internacionales de larga distancia, servicios de datos que comprende los servicios de banda ancha, servicios de valor agregado móvil, servicios de televisión satelital de pago y por cable, servicios de red inalámbrica, incluyendo el alquiler de instalaciones, así como otros servicios, como el mantenimiento extendido, identificación de llamadas, correo de voz, bloqueadores de teléfonos celulares, soporte informático, antivirus y servicio de asistencia para los suscriptores del servicio de Internet. También proporciona servicios de comunicación multimedia, que incluyen audio, datos, voz, otros sonidos, imágenes y textos, y otra información. Además, la compañía ofrece servicios de interconexión a los proveedores de servicios celulares y otras empresas de telecomunicaciones fijas a través de su red, vende dispositivos inalámbricos y sus accesorios. Además, ofrece servicio de acceso a Internet y de telecomunicaciones y soluciones de apoyo a diversas industrias, como el comercio minorista, manufactura, servicios, instituciones financieras y el gobierno. La compañía ofrece sus soluciones a través de sus tiendas, empresas certificadas, canales de recarga, call centers de telemarketing, una tienda en línea, canales físicos, y de persona a persona de las ventas.

**Estructura de Propiedad:** La Sociedad es controlada por Telefónica S.A a través de distintas sociedades. La serie preferente elige un director. Como compensación tiene prioridad en el pago de dividendos, el cual será un 10% superior al recibido por las acciones.

**Tabla 19: Resumen Telefónica Brasil**

Nombre de la Empresa	TELEFONICA BRASIL S.A.		
Ticker o Nemotécnico	VIVT4 BZ (VIVT3) VIVT3 BZ (VIVT4)		
Clase de Acción	Estatutos Telefónica Brasil y BM&F Bovespa. VTVT3: 381.587.111 acciones ordinarias VIVT4: 744.014.819 acciones preferentes.		
Derechos de cada Clase	VIVT4 (serie preferente): Eligen un director. Como compensación tiene prioridad en el pago de dividendos, el cual será un 10% superior al recibido por las acciones ordinarias.		
Mercado donde Transan sus acciones	BM&FBOVESPA		
Descripción de la Empresa (profile)	Telefónica Brasil SA es una empresa de telecomunicaciones que brinda servicios de telefonía fija y móvil, transmisión de datos y VAS, televisión de pago, entre otros. Es parte del Telefónica Group, un conglomerado de comunicaciones con presencia en varios países.		
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bloomberg: Industria: Comunicaciones. Clasificación: Proveedores de Telecomunicaciones. BM&FBOVESPA: Sector, Telecomunicaciones, Subsector: Telecomunicaciones por Red Fijas.		
Negocios en que se encuentra	Región	Chile	Brasil
	Empresa	Entel (1)	Telefónica Brasil (2)
	%	% Ingresos	% Ing. Op.
	Servicios Móviles (1)	80,47%	52,02%
	Servicios de Datos (TI)	7,18%	
	Telefonía Local	2,49%	31,97%
	Larga Distancia	1,87%	
	Internet Móvil	1,32%	11,09%
	Internet Fija		
	Otras Compañías de Telec	1,21%	
	Negocio de Trafico	1,93%	
	TV	0,63%	1,44%
	Americatel Perú	1,35%	
Servicios de Call Centers y otros	0,77%		
Otros Ingresos	0,79%	3,49%	
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	
Comparable	✓	✓	

(2): La compañía consolida Internet dentro de Telefonía Móvil y Tv dentro de Telefonía Fija. Para hacer comparables los valores se restaron de servicios fijos y móviles, respectivamente.

**TIM Participaciones SA:** A través de sus subsidiarias, proporciona servicios de telecomunicaciones móviles utilizando tecnologías digitales para empresas y clientes individuales en Brasil. La compañía ofrece servicios de telefonía a distancia móvil, fija y de larga distancia y servicios de transmisión de datos e Internet. Proporciona servicios de prepago y post pago, así como ofrece diversos servicios de valor agregado, incluidos los servicios de mensajes cortos o mensajes de texto, servicios de mensajería multimedia, correo electrónico, servicios de Blackberry, video llamada, correo turbo, descargas WAP, navegación por Internet, negocios soluciones de datos, canciones, juegos, acceso a la televisión, correo de voz, video

conferencia, chats y otros contenidos y servicios. La compañía también proporciona servicios de interconexión a línea fija y proveedores de servicios móviles. Además, ofrece servicios de facturación compartida con otros proveedores de servicios de telecomunicaciones; vende teléfonos móviles y accesorios a través de su red de distribuidores, que incluye tiendas propias, franquicias exclusivas, distribuidores autorizados y grandes tiendas.

**Estructura de Propiedad:** La compañía es controlada por TIM Brasil Servicios e Participaciones S.A con el 66,68% de las acciones. La sociedad sólo cuenta con acciones ordinarias.

**Tabla 20: Resumen TIM Participacoes S.A.**

Nombre de la Empresa	<b>TIM PARTICIPACOES SA</b>		
Ticker o Nemotécnico	TIMP3 BZ (TIMP3)		
Clase de Acción	Estatutos TIM: 2.417.632.647 acciones ordinarias. No hay series preferentes		
Derechos de cada Clase	Sólo acciones comunes.		
Mercado donde Transa sus acciones	BM&FBOVESPA		
Descripción de la Empresa (profile)	Tim Participações S.A. provee servicios de telecomunicaciones móviles. Incluyen mensajes cortos o de texto, multimedios, email de extracción, BlackBerry, llamada en video, email turbo, descargas de protocolo de aplicación inalámbrica (WAP), navegación Internet, soluciones de datos para negocios, música, juegos, acceso a televisión y buzón de voz.		
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Bloomberg: Industria: Comunicaciones. Clasificación: Proveedores de Telecomunicaciones. BM&FBOVESPA: Sector, Telecomunicaciones, Subsector: Telecomunicaciones Inalámbricas.		
Negocios en que se encuentra	<b>Región</b>	<b>Chile</b>	<b>Brasil</b>
	<b>Empresa</b>	<b>Entel (1)</b>	<b>TIM Participaciones</b>
	<b>%</b>	<b>% Ingresos</b>	<b>% Ing</b>
	Servicios Móviles (1)	80,47%	80,31%
	Servicios de Datos (TI)	7,18%	
	Telefonía Local	2,49%	
	Larga Distancia	1,87%	3,41%
	Internet Móvil	1,32%	
	Internet Fija		
	Otras Compañías de Telec	1,21%	
	Negocio de Trafico	1,93%	
	TV	0,63%	
	Americatel Perú	1,35%	
	Servicios de Call Centers y otros	0,77%	
Otros Ingresos	0,79%	16,28%	
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	
Comparable	✓	✓	

### 3. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO

Mediante la revisión de las Notas de los Estados Financieros se identificaron las cuentas que contienen la deuda financiera de ENTEL (D). En este caso, dado que la sociedad al 30.09.2013 no registraba colocación de bonos en el mercado, la deuda financiera estaba contenida en las partidas Otros Pasivos Financiero Corrientes y Otros Pasivos Financieros No Corrientes. Utilizando el supuesto que el valor contable de la deuda financiera (D) era es un buen proxy de su valor económico, en forma directa se obtuvo el valor económico de la deuda (B).

**Tabla 21: Deuda Financiera (B)**

OTROS PASIVOS FINANCIEROS	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.09.2013
Nota 4	\$	\$	\$	\$	\$
<b>CORRIENTES</b>					
<b>Préstamos que Devengan Intereses</b>	385.912.000	433.723.000	987.193.000	3.130.589.000	231.355.898.000
Acreedores por Leasing Financiero	3.227.356.000	1.494.233.000	1.644.813.000	1.785.360.000	2.758.345.000
Efectos de Comercio	19.808.554.000	0	0	0	0
Derivados - No Cobertura	24.509.922.000	12.427.560.000	15.799.808.000	23.059.425.000	6.384.592.000
Derivados - Cobertura	180.210.000	215.170.000	152.227.000	72.155.000	19.560.914.000
Subtotal Corrientes	48.111.954.000	14.570.686.000	18.584.041.000	28.047.529.000	260.059.749.000
<b>NO CORRIENTE</b>					
<b>Préstamos que Devengan Intereses</b>	305.115.928.000	282.380.867.000	311.422.507.000	380.418.653.000	500.334.340.000
Acreedores por Leasing Financiero	10.705.261.000	9.481.683.000	8.239.236.000	6.655.929.000	5.164.152.000
Derivados - No Cobertura	509.381.000	1.688.763.000	0	64.768.000	0
Derivados - Cobertura	48.040.532.000	56.779.729.000	33.842.271.000	20.597.548.000	0
Subtotal No Corrientes	364.371.102.000	350.331.042.000	353.504.014.000	407.736.898.000	505.498.492.000
<b>Total Otros Pasivos Financieros</b>	<b>412.483.056.000</b>	<b>364.901.728.000</b>	<b>372.088.055.000</b>	<b>435.784.427.000</b>	<b>765.558.241.000</b>

Deuda Financiera (ver Nota 32)	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-09-2013
Deuda Financiera					
Préstamos que devengan intereses (corriente)	0	0	0	0	0
Otros Pasivos Financieros (corriente)*	48.111.954.000	14.570.686.000	18.584.041.000	28.047.529.000	260.059.749.000
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	0	0	0	0	0
Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	364.371.102.000	350.331.042.000	353.504.014.000	407.736.898.000	505.498.492.000
<b>DEUDA FINANCIERA (\$)</b>	<b>412.483.056.000</b>	<b>364.901.728.000</b>	<b>372.088.055.000</b>	<b>435.784.427.000</b>	<b>765.558.241.000</b>
<b>DEUDA FINANCIERA (UF)</b>	<b>19.695.622</b>	<b>17.007.335</b>	<b>16.690.031</b>	<b>19.079.252</b>	<b>33.153.923</b>

#### Determinación de la tasa de la deuda (Kb)

**Metodología:** Mediante la revisión de los Estados Financieros al 30.09.2013 se obtuvo los montos y tasas de las distintas obligaciones de Entel, con particular foco en la tasa efectiva de las obligaciones.

Considerando la existencia de obligaciones sujetas a tasas en distintas monedas se optó por el siguiente procedimiento:

- Se expresó las tasas en dólares a través de la paridad cubierta de tasas de interés  $f_{0T} = (S_0 * [(1+r)^T / (1+r^*)^T])$ , utilizando como parámetros el tipo de cambio al 30.09.2013 (fuente Superintendencia de Pensiones) y el valor de compra de un forward a un año (fuente Bloomberg).
- Se expresó las tasas en UF en pesos a través de la ecuación de Fisher  $(1+i) = (1+r)*(1+\pi)$ , utilizando como inflación el nivel de largo plazo del Banco Central estimada en 3%.

- Se expresó las tasas mensuales de las obligaciones en pesos en términos anuales, suponiendo interés simple.
- Se obtuvo una tasa en pesos promedio ponderado en base a la importancia relativa de cada deuda.
- Se expresó tasa en pesos promedio ponderado en UF a través de la ecuación de Fisher.
- De lo anterior se obtuvo una tasa promedio ponderada de la deuda ( $K_d$ ) en UF de 4,89%. Dado que no existe transacción de bonos de la empresa en el mercado se supuso que esta tasa representa el costo de fondeo de la compañía y que se transaría al 100% del valor par, por ende  $K_d$  es equivalente a  $K_b$ ).

**Tabla 22: Distribución de la deuda de Entel**

Nemotécnico	Moneda	Tasa emisión	Tipo	Vencimiento	Fecha Colocación	Tasa Colocación
BENTE-H	CLP	6.1	Bullet	15-07-2016	No colocada	*
BENTE-I	UF	3.2	Bullet	15-07-2016	No colocada	*
BENTE-J	UF	3.5	Mixto	15-07-2032	No colocada	*
USP37115AE50	USD	4.875	Mixto	30-10-2024	24-10-2013	4.966

Entidad deudora	Acreeedor	Clase de pasivo	Moneda	Tipo de amortización	Tasa Nominal	Tasa Efectiva	Tasa Efectiva Anual	Tasa Anual CLP	%
Entel S.A.	Banco Santander-Chile	Préstamos	CLP	Mensual	Corriente	0,44%	5,28%	5,28%	9,06%
Entel S.A.	Banco del Estado de Chile	Préstamos	CLP	Mensual	Corriente	0,44%	5,28%	5,28%	2,58%
Entel S.A.	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	Préstamos	CLP	Mensual	Corriente	0,45%	5,40%	5,40%	3,26%
Entel S.A.	Banco de Chile	Préstamos	CLP	Mensual	Corriente	0,46%	5,52%	5,52%	2,16%
Entel S.A.	Citibank N.A. (sindicado)	Préstamos	USD	Anual diferida	Labor USD90 d + 0,325%	5,02%	5,02%	10,63%	13,28%
Entel S.A.	The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd (deal)	Préstamos	USD	Anual diferida	Labor USD90 d + 0,95% ; 1,3%	2,24% ; 2,83%	2,83%	8,32%	13,66%
Entel S.A.	Scotiabank & Trust (Cayman) Ltd (deal)	Préstamos	USD	Anual diferida	Labor USD90d + 0,95% ; 1,3%	2,24% ; 2,83%	2,83%	8,32%	13,66%
Entel S.A.	Mizuho Corporate Bank, Ltd.	Préstamos	USD	Anual diferida	Labor USD 90D + 1,3%	2,83%	2,83%	8,32%	6,95%
Entel S.A.	HSBC Bank USA, National Association	Préstamos	USD	Anual diferida	Labor USD30 + 0,45%	2,83% ; 1,9%	2,83%	8,32%	20,41%
Entel S.A.	Banco de Chile	Préstamos	USD	Anual diferida	Labor USD 30D + 0,45%	1,90%	1,90%	7,34%	13,46%
Entel S.A.	Claro Infraestructura S.A. (Telmex S.A.)	Préstamos	UF	Anual	8,70%	9,12%	9,12%	12,39%	0,32%
Entel S.A.	Consorcio Nacional de Seguros S.A.	Leasing Financiero	UF	Mensual	8,03%	8,03%	8,03%	11,27%	0,63%
Entel S.A.	Chilena Consolidada Seguros de Vida S.A.	Leasing Financiero	UF	Mensual	8,43%	8,43%	8,43%	11,68%	0,15%
Entel S.A.	Banco Bice Leasing Financiero	Leasing Financiero	UF	Mensual	8,32%	8,32%	8,32%	11,57%	0,10%
Entel S.A.	Bice Vida Cía. de Seguros de Vida S.A.	Leasing Financiero	UF	Mensual	7,52%	7,52%	7,52%	10,75%	0,04%
Nestel del Peru S.A.	Banco de Credito del Peru	Leasing Financiero	USD	Mensual	7,40%	7,27%	7,27%	13,00%	0,30%

- (1): Se utilizó la tasas efectiva de la deuda. En los casos que estaba expresada en forma mensual se analizó en como interés simple.  
(2): Las tasas en USD fueron transformadas en pesos utilizando la paridad cubierta de tasas de interés.  
(3): Las tasas en UF fueron transformadas en pesos por medio de la ecuación de Fisher suponiendo una inflación de largo plazo de 3%  
(4): Considerando que los préstamos bancarios y operaciones de leasing no se transan en el mercado bursátil se supone de  $K_d = K_b$

**Tabla 23: Estimación de la tasa de la deuda ( $K_b$ )**

Tasa Promedio Ponderado	
$K_d$ (CLP)	8,04%
$K_d$ (UF)	4,89%
$K_b$ (UF)	4,89%

Datos al 30.09.2013	
T/C	502,97
Bid Fwd 1Y	527,57
Ask Fwd 1Y	529,83
$\Pi$	3%



#### 4. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

El patrimonio económico (P) fue calculado para cada período multiplicando el número de acciones por el precio de las acciones al cierre de cada período, valor que fue expresado en UF de cada fecha. La deuda financiera fue calculada en el capítulo anterior.

**Tabla 24: Valor de la deuda financiera (B) y Patrimonio Económico (P)**

	UF	20.942,88	21.455,55	22.294,03	22.840,75	23.091,03
	UF de cada período	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-09-2013
<b>P</b>	Patrimonio Económico (UF)	82.835.154	90.758.612	103.114.814	102.510.601	83.547.833
<b>B</b>	Deuda Financiera (UF)	19.695.622	17.007.335	16.690.031	19.079.252	33.153.923
<b>V</b>	Valor Económico de los Activos (UF)	<b>102.530.777</b>	<b>107.765.947</b>	<b>119.804.845</b>	<b>121.589.853</b>	<b>116.701.756</b>

Considerando los valores de la deuda financiera y patrimonio económico se obtuvo las siguientes razones.

**Tabla 25: Razones**

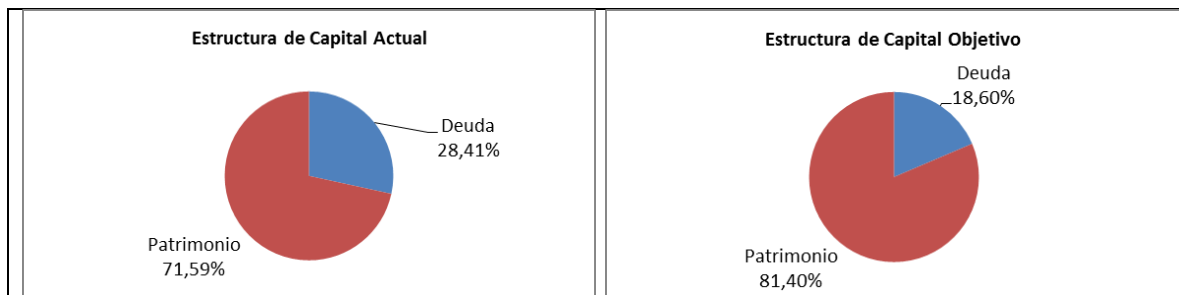
Ratios	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-09-2013	
B/V	Razón Deuda Activos	19,21%	15,78%	13,93%	15,69%	28,41%
P/V	Razón Patrimonio Activos	80,79%	84,22%	86,07%	84,31%	71,59%
B/P	Razón Deuda Patrimonio	23,78%	18,74%	16,19%	18,61%	39,68%
	B/V + P/V	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

**Tabla 26: Síntesis estadística**

Razón	Mínimo	Máximo	Promedio	Mediana	Desviación Std
B/V	13,93%	28,41%	18,60%	15,78%	5,80%
P/V	71,59%	86,07%	81,40%	84,22%	5,80%
B/P	16,19%	39,68%	23,40%	18,74%	9,51%

En las estadísticas se incluyó el promedio simple lo que implicaría una estructura objetivo donde los activos son financiados en 18,6% con deuda y en 81,40% por capital.

**Tabla 27: Estructura de capital de Entel**



## 5. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DEL COSTO DE CAPITAL

### Metodología:

- Se utilizaron los precios de cierre semanales de Entel y el IGPA desde el 01.10.2007 al 30.09.2013, obtenidos desde Bloomberg.
- Se calcularon los retornos semanales para la acción y para el IGPA en forma discreta  $R_{1,0} = (P_1/P_0) - 1$
- Utilizando retornos de dos años se estimó el modelo de mercado ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$ ) mediante regresión lineal, obteniendo los betas patrimoniales con deuda para los años 2009 al 2013, medidos a septiembre de cada año.
- A partir de la información obtenida del terminal Sebra de la BCS se obtuvo la presencia bursátil de Entel al 30 Septiembre de cada año.

A continuación se presentan los betas de la acción de Entel para cada año y su p-value, obtenidos a través de una regresión lineal del modelo de mercado y la presencia bursátil obtenida del terminal Sebra de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Regresión lineal sobre el modelo de mercado:  $R_{Entel,t} = \alpha + \beta_{Entel} * R_{IGPA,t} + \epsilon$

**Tabla 28: Estimaciones del beta patrimonial con deuda**

	30-09-2009	30-09-2010	30-09-2011	30-09-2012	30-09-2013
$\beta_{entel}$	1,057028564	0,831414544	0,541830987	0,47200724	0,750987227
p-value	4,66723E-24	7,61706E-17	2,73806E-08	5,83194E-06	1,61317E-07
presencia	100%	100%	100%	100%	100%

De los resultados anteriores se obtiene que el Beta de Entel oscila entre 1,04 (2009) y 0,46 (2012), en todos los casos los valores son significativamente distintos de cero (p-value tiende a cero) y la presencia es 100% en todos los períodos lo que permite validar la representatividad y consistencia de la estimación.

### Estimación del costo de capital promedio ponderado.

**Parámetros:** Conforme a la información proporcionada en el enunciado tasa libre de riesgo ( $r_f$ ), tasa de impuestos ( $t_c$ ) y premio por riesgo de mercado (PRM) son los siguientes:

**Tabla 29: Parámetros**

$R_f$	2,58%
PRM	7,20%
$t_c$	20,00%

**Estructura de Capital de Entel:** Para efectos de obtener el beta patrimonial sin deuda se procedió a desapalancar en beta patrimonial con deuda con la estructura de capital actual vigente al 30.09.2013). Posteriormente, para obtener el nuevo beta patrimonial con deuda y estimar el WACC se utilizó la estructura de capital objetivo.

**Tabla 30: Estructuras de capital**

Estructura Actual		Estructura Objetivo	
B/V	28,41%	B/V	18,60%
P/V	71,59%	P/V	81,40%
B/P	39,68%	B/P	22,86%

**Beta Patrimonial con deuda (estructura de capital actual) y tasa de la deuda:** El Beta patrimonial corresponde al estimado para el año 2013, mientras que en el caso de la tasa de deuda se procedió a estimar una tasa promedio ponderada de las obligaciones con entidades financieras ( $K_d$ ) y se utilizó como supuesto que dicha tasa representa el costo de fondeo de la empresa, es decir  $K_d = K_b$ .

**Tabla 31: Tasa de la deuda y beta patrimonial con deuda**

Parámetro	Valor	Forma de Cálculo
$K_b$	4,89%	Empresa sin bonos. Obtenido de la tasa efectiva de la deuda financiera.
$\beta_{entel}^{(C/D)}$	0,75099	Regresión lineal (modelo de mercado) 2 años datos semanales al 30.09.2013

**Beta de la Deuda ( $\beta_d$ ):** Para calcular el Beta de la Deuda se utilizó en modelo CAPM.

$$R_{Deuda} = R_f + \beta_{Deuda} * PRM \Rightarrow \beta_{Deuda} = (R_{Deuda} - R_f) / PRM$$

**Tabla 32: Beta de la deuda**

Parámetro	Valor	Forma de Cálculo
$\beta_d$	0,32139	CAPM

**Beta Patrimonial sin Deuda:** Considerando que la deuda de la compañía no es libre de riesgo se utilizó la fórmula de Rubinstein, que tiene la siguiente forma funcional:

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

El beta sin deuda fue obtenido despejando la expresión anterior desapalancando con la estructura de capital actual vigente al 30.09.2013.

**Tabla 33: Beta patrimonial sin deuda**

Parámetro	Valor	Forma de Cálculo
$\beta_{p-entel}^{(S/D)}$	0,64747	Rubinstein: Desapalancado con Estructura Actual

**Beta Patrimonial con deuda:** Utilizando la misma fórmula anterior se apalancó el beta patrimonial sin deuda a la estructura de capital objetivo.

**Tabla 34: Beta patrimonial con deuda objetivo**

Parámetro	Valor	Forma de Cálculo
$\beta_{p-entel}^{(C/D)}$	0,70710	Rubinstein: Apalancado a la Estructura Objetivo

**Tasa de costo patrimonial (K<sub>p</sub>):** Calculado a través del modelo CAPM, utilizando el beta patrimonial apalancado a la estructura de capital objetivo.

**Tabla 35: Costo patrimonial**

Parámetro	Valor	Forma de Cálculo
K <sub>p</sub>	7,67%	CAPM

$$K_p = R_f + \beta_{patrimonial\ con\ deuda} * PRM$$

**Costo de capital promedio ponderado (WACC):** Con la tasa de costo patrimonial (K<sub>p</sub>), la tasa de costo de la deuda (K<sub>b</sub>), la tasa de impuestos (t<sub>c</sub>) y la estructura de capital objetivo se obtuvo el costo de capital promedio ponderado de los activos de Entel.

**Tabla 36: Tasa de costo de capital promedio ponderado**

Parámetro	Valor	Forma de Cálculo
K <sub>0</sub>	6,97%	WACC

## 6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

### Análisis de Crecimiento

Conforme a la apertura por tipo de producto se observa que el principal componente de los ingresos está determinado por la telefonía móvil que representa más del 75% de los ingresos, seguido a mucha distancia por los servicios privados (básicamente servicios de TI) con aproximadamente el 7,6%. En el tercer trimestre de 2013 comienza la consolidación de los resultados de Nextel Perú (aproximadamente un mes de operaciones) y durante 2013 comienzan a observar resultados más concretos del negocio de televisión que comenzó en 2012.

**Tabla 37: Distribución de ingresos de Entel (UF)**

EERR (UF)	2009	2010	2011	2012	3Q2013	2013*
Ingresos Ordinarios	47.182.127	50.504.188	55.207.526	62.612.467	50.688.247	68.988.398
Telefonía Móvil-Chile	35.371.279	39.153.288	43.361.832	50.028.592	40.451.476	53.935.302
Telefonía Móvil-Perú	0	0	0	0	526.526	2.106.104
Servicios Privados (incluye servicios IT)	3.811.560	3.965.870	4.203.058	4.637.416	3.653.809	4.871.745
Telefonía Local ( Incluye NGN - IP)	1.947.775	1.849.264	1.870.682	1.815.572	1.370.665	1.827.554
Servicio de Televisión	0	0	0	0	194.275	259.033
Larga Distancia	1.697.332	1.573.531	1.376.469	1.436.206	1.100.820	1.467.760
Internet	738.533	740.367	743.922	753.785	627.215	836.286
Servicios a Otros Operadores	820.852	801.237	908.136	956.843	697.545	930.060
Negocios de Tráfico	1.512.448	1.163.567	1.421.727	1.605.333	978.911	1.305.214
Americatel Perú	954.406	904.707	858.841	880.488	680.179	906.906
Servicios Call Center y Otros	327.940	352.356	462.860	498.233	406.826	542.434
Otros ingresos	162.937	219.718	519.105	480.951	391.120	452.109
Ingresos por Intereses Comerciales	109.503	65.711	56.691	78.785	57.378	76.504
Ingresos por Arriendos	0	85.785	129.895	292.556	281.703	375.605
Ingresos por Dividendos	59	0	0	0	0	0
Reembolso por pérdidas o robos de equipos	0	0	0	66.517	0	0
Ingreso Neto por Liquidacion de Seguro	0	0	310.433	0	0	0

**Tabla 38: Ingresos operacionales como porcentaje de las ventas**

EERR (UF)	2009	2010	2011	2012	3Q2013	2013*
<b>Ingresos Ordinarios</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Telefonía Móvil-Chile	74,97%	77,52%	78,54%	79,90%	79,80%	78,18%
Telefonía Móvil-Perú	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,04%	3,05%
Servicios Privados (incluye servicios IT)	8,08%	7,85%	7,61%	7,41%	7,21%	7,06%
Telefonía Local ( Incluye NGN - IP)	4,13%	3,66%	3,39%	2,90%	2,70%	2,65%
Servicio de Televisión	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,38%	0,38%
Larga Distancia	3,60%	3,12%	2,49%	2,29%	2,17%	2,13%
Internet	1,57%	1,47%	1,35%	1,20%	1,24%	1,21%
Servicios a Otros Operadores	1,74%	1,59%	1,64%	1,53%	1,38%	1,35%
Negocios de Tráfico	3,21%	2,30%	2,58%	2,56%	1,93%	1,89%
Americatel Perú	2,02%	1,79%	1,56%	1,41%	1,34%	1,31%
Servicios Call Center y Otros	0,70%	0,70%	0,84%	0,80%	0,80%	0,79%
<b>Otros ingresos</b>	<b>0,35%</b>	<b>0,44%</b>	<b>0,94%</b>	<b>0,77%</b>	<b>0,77%</b>	<b>0,66%</b>
Ingresos por Intereses Comerciales	0,23%	0,13%	0,10%	0,13%	0,11%	0,11%
Ingresos por Arriendos	0,00%	0,17%	0,24%	0,47%	0,56%	0,54%
Ingresos por Dividendos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Reembolso por pérdidas o robos de equipos	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%	0,00%	0,00%
Ingreso Neto por Liquidacion de Seguro	0,00%	0,00%	0,56%	0,00%	0,00%	0,00%

Las tasas de crecimiento de Entel se aprecian en el siguiente cuadro:

**Tabla 39: tasas de crecimiento real de Entel**

EERR (UF)	Promedio Anual
Ingresos Ordinarios	7,33%
Telefonía Móvil-Chile	9,05%
Telefonía Móvil-Perú	
Servicios Privados (incluye servicios IT)	5,03%
Telefonía Local ( Incluye NGN - IP)	-1,74%
Servicio de Televisión	
Larga Distancia	-4,09%
Internet	0,51%
Servicios a Otros Operadores	3,91%
Negocios de Tráfico	1,50%
Americatel Perú	-2,00%
Servicios Call Center y Otros	11,02%

## Empresas Comparables: Tasas de crecimiento reales de la industria, para los años 2009 a Septiembre de 2013.

Tabla 40: Resumen de empresas comparables

RESUMEN DE EMPRESAS COMPARABLES

Name	Tkr & Exch	Mkt Cap	S&P	Moody's	Fitch	Raw Beta:Y-2	ROIC	ROA	ROE
EMPRESA NACIONAL DE TELECOM	ENTEL CL	1.702.970,60	BBB+	Baa2		0,95	16,07	10,28	21,08
TELEFONICA BRASIL S.A.-PREF	VIVT4 BZ	11.724.489,47		Baa1		0,62	9,22	6,56	10,12
AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	AMXL MM	41.523.667,93	A-	A2		0,97	14,98	9,38	31,13
TIM PARTICIPACOES SA	TIMP3 BZ	7.579.127,76				0,74	9,77	6,02	10,82

\* Fuente: Bloomberg

Name	Currency Adjusted	P/E	Net Debt to EB	Debt/EBITDA:C	EV/BE EBITDA	Net D/E:Q	Sales Gr T12M	Debt/Assets	EBITDA to Tot Int Ex
EMPRESA NACIONAL DE TELECOM	2.433.818,05	12,16	1,56	1,63	5,01	85,41	14,31	25,71	48,01
TELEFONICA BRASIL S.A.-PREF	11.859.405,79	12,20	0,05	0,80	4,81	1,36	2,65	11,34	18,39
AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	58.771.440,59	14,73	1,73	2,02	5,72	202,03	2,61	41,60	10,47
TIM PARTICIPACOES SA	7.874.465,63	21,45	0,25	0,91	6,63	9,01	7,13	16,81	18,92

Name	BEst Sales:Q	BEst EBITDA:Q	BEst P/E:Q	BEst EPS:Q
EMPRESA NACIONAL DE TELECOM	450.874.015.744	127.777.996.800	10,42	178,51
TELEFONICA BRASIL S.A.-PREF	2.081.961.831.942	694.212.266.116	13,21	224,76
AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	8.206.354.311.719	2.579.689.171.601	12,12	12,25
TIM PARTICIPACOES SA	1.228.171.913.448	324.712.217.528	20,42	42,19

Los datos para el análisis fueron obtenidos desde Bloomberg y para hacerlos comparables con Entel fueron obtenidos en CLP y luego transformados en UF. A continuación se presentan las tasas de crecimiento por segmento para cada uno de los comparables:

**Tabla 41: Tasas de crecimiento históricas (Bloomberg)**

TIM	2010	2011	2012	3Q2013	2013*	
For the period ending	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	Promedio Anual
Revenue	10,81%	13,52%	-7,34%	-3,62%	-2,38%	5,66%
Product/Brand Segments	10,81%	13,51%	-7,34%	-100,00%	-100,00%	5,66%
Mobile Phone Service	14,95%	13,74%	-7,53%	-100,00%	-100,00%	7,06%
Mobile Phone Subscription and Usage	2882,23%	10,63%	-8,87%	-100,00%	-100,00%	961,33%
Additional Services	18,69%	35,68%	17,37%	-100,00%	-100,00%	23,91%
Network Usage	-8,57%	0,49%	-13,00%	-100,00%	-100,00%	-7,03%
Long Distance	22,75%	28,69%	-14,65%	-100,00%	-100,00%	12,26%
Wired Service	626,71%	14,36%	-18,68%	-100,00%	-100,00%	207,46%
Other	2,75%	-19,12%	-26,11%	-100,00%	-100,00%	-14,16%
Usage	-100,00%					-100,00%
Sale of Merchandise	-11,16%	56,63%	13,11%	-100,00%	-100,00%	19,53%

América Móvil	2010	2011	2012	3Q2013	2013*	
For the period ending	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	Promedio Anual
Revenue	3,14%	1,61%	7,96%	2,45%	9,44%	4,24%
Product/Brand Segments	3,14%	1,61%	7,96%	-100,00%	-100,00%	4,24%
Service Revenue	7,42%	64,77%	-35,90%	-100,00%	-100,00%	12,10%
Wireless Voice Service	1,87%	-100,00%		-100,00%	-100,00%	-49,07%
Wireless Data Service	32,64%	-100,00%		-100,00%	-100,00%	-33,68%
Fixed Line Service	-5,44%	-100,00%		-100,00%	-100,00%	-52,72%
Fixed Line Voice Service	-9,17%	-100,00%		-100,00%	-100,00%	-54,59%
Fixed Line Data Service	3,60%	-100,00%		-100,00%	-100,00%	-48,20%
Equipment Revenue	7,49%	4,21%	53,27%	-100,00%	-100,00%	21,66%
Paid TV				-100,00%	-100,00%	
Adjustment	51,60%	-100,00%				-24,20%
Mobile Phone Equipment Sales						
Voice Services						
Monthly Rate Plans						
Long-Distance						
Air Time						
Valued Added Services & Other						
Interconnection Revenue						

Telefónica Brasil	2010	2011	2012	3Q2013	2013*	
For the period ending	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	Promedio Anual
Revenue	0,20%	77,57%	-1,72%	-6,76%	-6,47%	25,35%
Product/Brand Segments	0,20%	77,57%	-1,72%	-100,00%	-100,00%	25,35%
Wired Phone Service	30,01%	132,20%	-7,62%	-100,00%	-100,00%	51,53%
Local Phone Service	-100,00%					-100,00%
Residential	-100,00%					-100,00%
Local Phone Subscription	-100,00%					-100,00%
Data Transmission	3,54%	143,89%	11,09%	-100,00%	-100,00%	52,84%
Network Usage	8,05%	592,89%	-0,73%	-100,00%	-100,00%	200,07%
Merchandise and Handsets			10,35%	-100,00%	-100,00%	10,35%
Others	-9,29%	1,37%	-1,98%	-100,00%	-100,00%	-3,30%
TV Services	-19,99%	73,86%	-21,48%	-100,00%	-100,00%	10,79%
Discounts granted						
Technological Concessions	-100,00%					
Public Telephones	-100,00%					
Network Systems	-100,00%					
Long Distance Internaciona	-14,18%	-100,00%				
Long Distance Phone	26,55%	-100,00%				

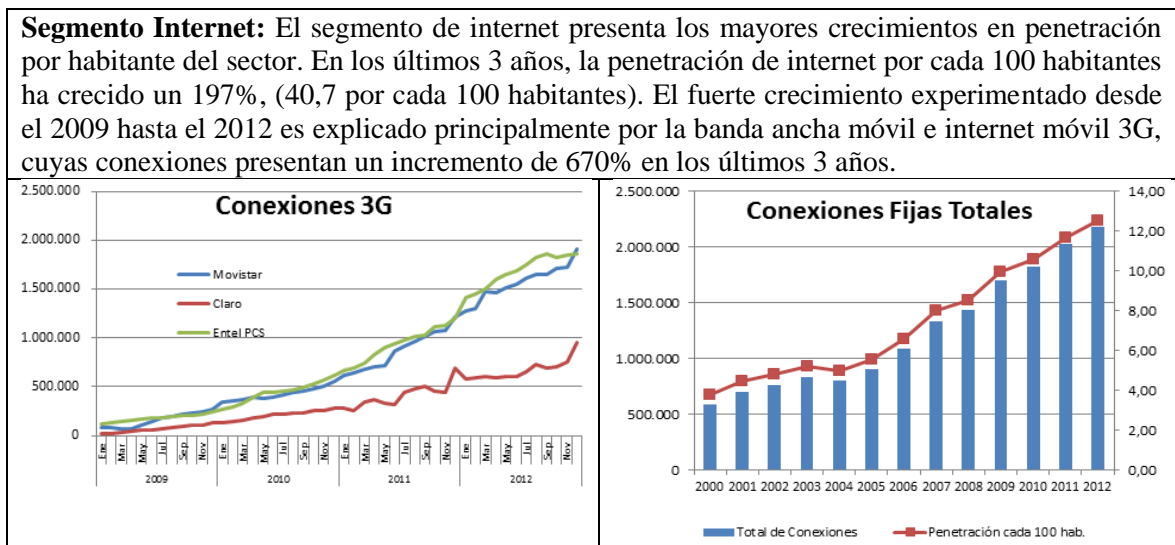


## Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2013 al 2017.<sup>4</sup>

### Tendencias Industria Nacional

**Composición de la Industria:** En el sector telecomunicaciones chilenos existen distintos segmentos de negocios, con distintas dinámicas. Cabe recordar que Entel está mayormente focalizada al segmento de telefonía móvil. A continuación se presentan las perspectivas de la industria local<sup>5</sup>.

**Tabla 42: Perspectivas segmento internet**

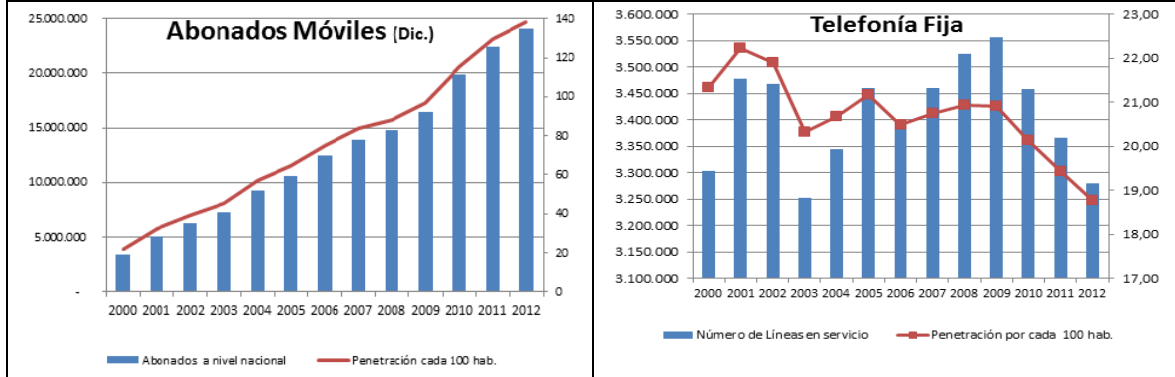


<sup>4</sup> Para realizar estimaciones sobre las perspectivas de las distintas líneas de negocios se combinaron estudios de entidades especializadas (Cisco Visual Networking Index: Global Mobile Data Traffic Forecast Update, 2012–2017; Cisco The Zettabyte Era—Trends and Analysis), información disponible en la página Web del emisor y estudios sectoriales de entidades clasificadoras de riesgo (Fitch). En el caso de las compañías comparables se obtuvo información desde Bloomberg, tanto de los segmentos de negocios como las proyecciones de ingresos. Para hacerlos comparables con Entel los EEFF, información por segmentos y la proyección de ingresos fue obtenida en pesos chilenos y transformada a términos reales.

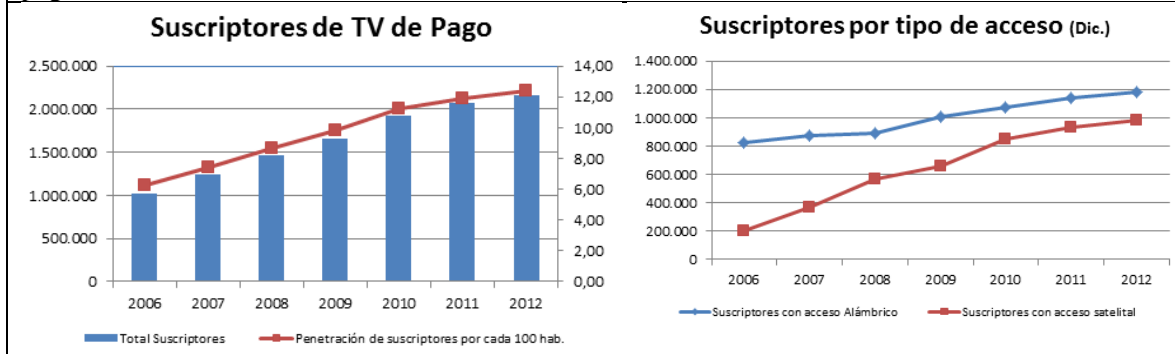
<sup>5</sup> Información obtenida desde el sitio Web de Subtel, estudio Informe Sectorial: Telecomunicaciones (Dic.2012)

**Tabla 43: Perspectivas segmento Telefonía**

**Segmento Telefonía:** El número de abonados móviles tuvo crecimiento de un 7,7% respecto de Diciembre 2011. En lo que respecta a telefonía local, las líneas en servicio registraron una caída de 2,69% entre diciembre de 2011 y diciembre de 2012. En cuanto a la cantidad de líneas de telefonía básica, éstas cayeron en un 2,68% mientras que el stock de la telefonía pública disminuyó en 4,95% en el mismo periodo.

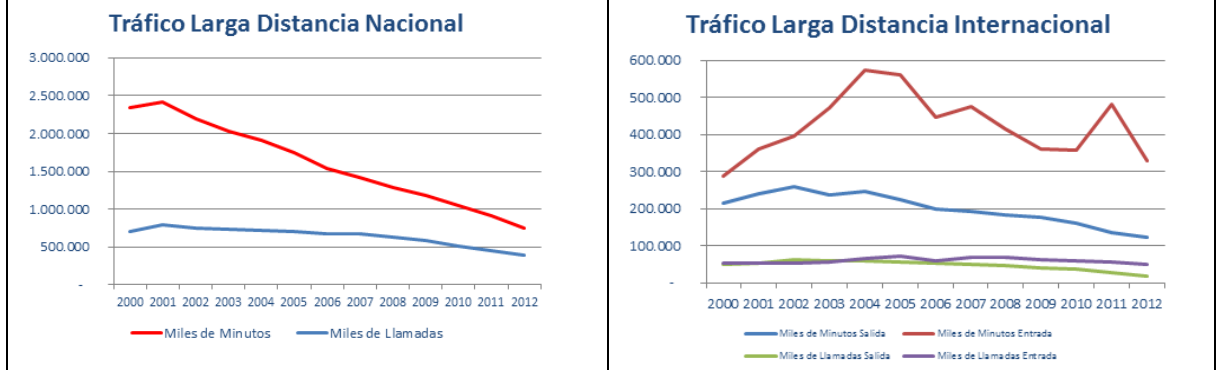


**Segmento Televisión de Pago:** La televisión por cable ha crecido a una tasa de 3,52% entre Diciembre 2011 y Diciembre 2012, mientras que la televisión satelital ha tenido un crecimiento de 5,66% en igual período. Si bien a la fecha del informe de Subtel no aparece con participación, uno de los focos de negocio de Entel está en desarrollar Entel Hogar que incorpora la TV de pago.



**Tabla 44: Perspectivas segmento larga distancia**

**Segmento de Larga Distancia:** El tráfico de larga distancia nacional presenta una importante caída a partir del año 2002. En el año 2012 la disminución del tráfico a nivel anual fue de un 17,6% respecto del año 2011. Por su parte, el tráfico internacional de salida cayó en ese mismo periodo un 9,7%. Si bien no se adjunta información sobre la participación de mercado, éste corresponde a un segmento que representa un porcentaje de los ingresos de Entel inferior al 2%.

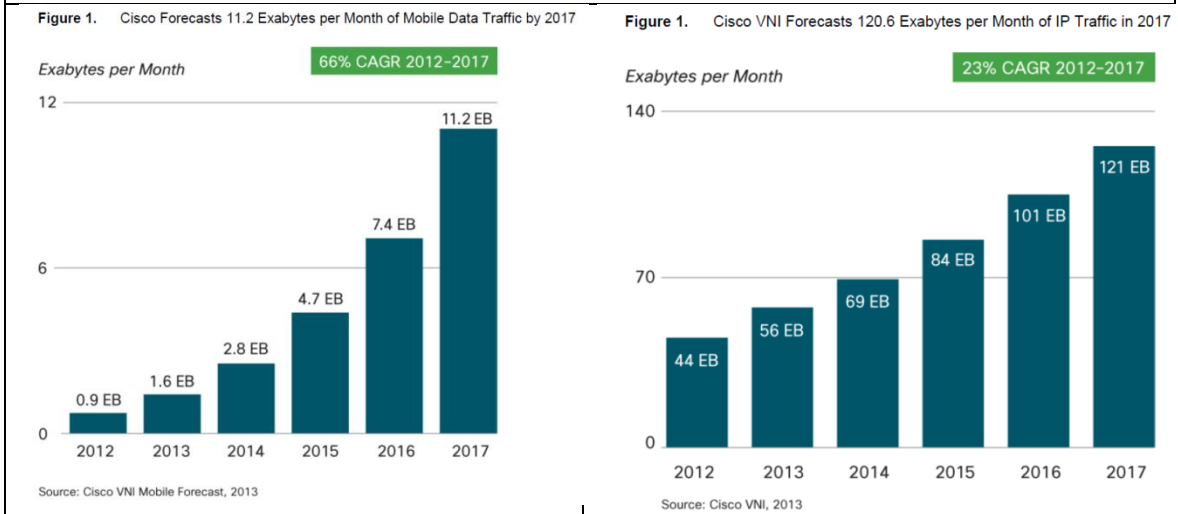


De lo anterior se concluye la creciente importancia del negocio móvil e internet y un claro descenso de los negocios asociados a telefonía fija y larga distancia.

## Perspectivas de la Industria a nivel global

Tabla 45: Perspectivas industria (Negocio móvil)

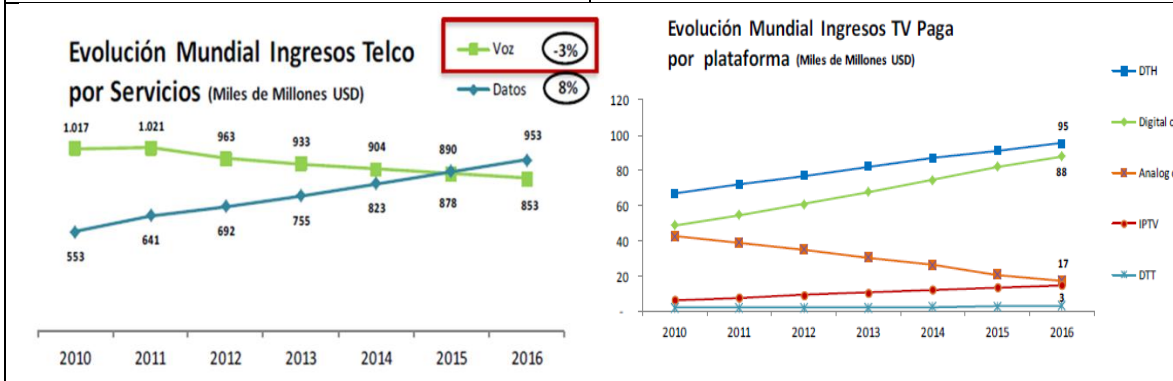
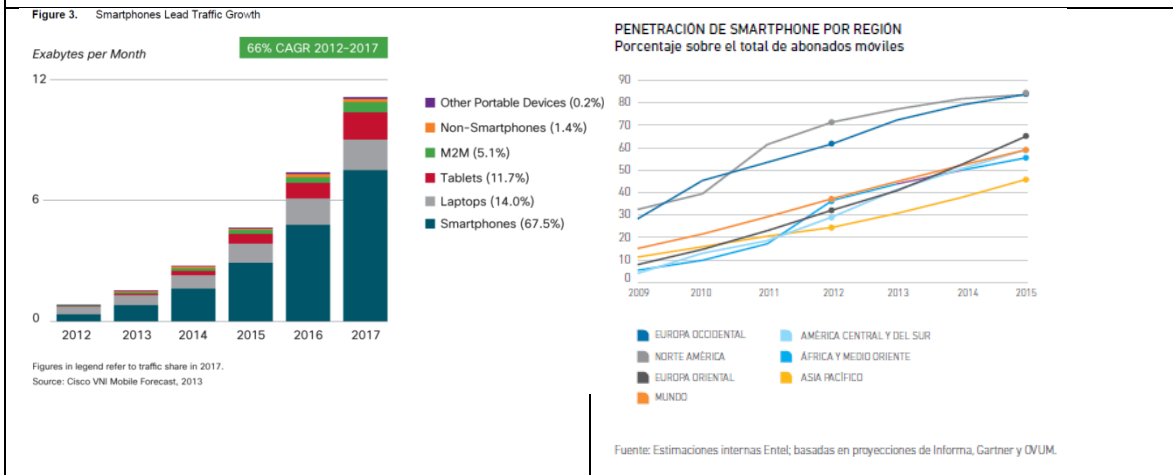
**Fuerte Competencia en Negocio de Voz Móvil:** La portabilidad numérica y los operadores móviles virtuales (OMV) han intensificado la competencia. Pese a no tener un impacto material en el número de usuarios (6% y 1,2% en el total de usuarios móviles, respectivamente), estos cambios han significado esfuerzos comerciales y requerimientos de inversión orientados a mantener e incrementar su base de clientes. La fuerte competencia<sup>6</sup> se mantendrá en el año 2014, considerando la alta penetración móvil (139% a junio de 2013), los subsidios en equipos en planes de post-pago, y la oferta de nuevos servicios (4G). Lo anterior se traduciría en una presión en el margen EBITDA de las compañías.



<sup>6</sup> Fitch: Outlook 2014 sector corporativo.

**Tabla 46: Perspectivas industria (servicio de datos)**

**Servicio de Datos como Fuente de Crecimiento:** Las compañías de telecomunicaciones han compensado la tendencia decreciente en la demanda por servicios fijos de voz, con banda ancha móvil (BAM), servicio de valor agregado (VAS) y televisión de pago, los que están siendo el principal foco de crecimiento de ingresos de las empresas de telecomunicaciones, a través de ofertas empaquetadas. La rápida maduración del negocio de voz móvil y la desaceleración en su crecimiento, sumada a las bajas penetraciones de mercado en BAM y televisión de pago (20% y 40%, respectivamente), y la adopción extensiva de servicios de datos a través de smartphones, favorecen el crecimiento de estos segmentos de negocio.



Considerando toda la información de estas secciones se obtienen las siguientes orientaciones generales.

- Los negocios de Telefonía fija y larga distancia van en franco retroceso, situación que va aumentando con los años.

- En el área de telefonía móvil las oportunidades de crecimiento están por el lado de transmisión de datos, más que el tráfico de llamadas. De hecho en el cuadro anterior las proyecciones de largo plazo para voz es -3% y para datos 8%.
- El negocio de TV paga en Chile muestra aún interesantes tasas de crecimiento (5,66% nominal o 2,8% real).
- Para el caso de Nextel se observa que los ingresos crecen a una tasa de 1%.

Considerando cada elemento anterior se estima que las tasas de crecimiento para Entel debieran ser las siguientes:

**Tabla 47: Supuestos de crecimiento de ingresos**

EERR (UF)	Promedio Anual	Comentario
Ingresos Ordinarios	7,33%	Menor crecimiento que sus comparables.
Telefonía Móvil-Chile	9,05%	Punto fuerte de Entel está cercano lo que a largo plazo generaría el negocio móvil (-% 3 en voz y +8% en datos)
Telefonía Móvil-Perú	1,00%	Se considera plausible que al crecimiento de 1% no se encuentre en el corto y mediano plazo.
Servicios Privados (incluye servicios IT)	5,03%	Consistente con la tendencia de la industria
Telefonía Local ( Incluye NGN - IP)	-1,74%	Consistente con la tendencia de la industria
Servicio de Televisión	2,58%	Dado que es un negocio en donde Entel no tiene una participación importante un escenario conservador es que crezca a la para de la industria.
Larga Distancia	-4,09%	Consistente con la tendencia de la industria
Internet	0,51%	Consistente con la tendencia de la industria
Servicios a Otros Operadores	3,91%	Consistente con la tendencia de la industria
Negocios de Tráfico	1,50%	Consistente con la tendencia de la industria
Americatel Perú	-2,00%	Consistente con la tendencia de la industria
Servicios Call Center y Otros	11,02%	Consistente con el desempeño histórico de Entel

### **Análisis de Costos de Operación**

Conforme a la clasificación establecida por Entel los costos operacionales se agrupan en las siguientes partidas:

**Gastos por beneficios a los empleados:** Considera las cuentas Sueldos y Salarios; Beneficios a Corto Plazo a los Empleados; Gasto por Obligación por Beneficios Post-Empleo; Beneficios por Terminación; Otros Gastos de Personal. En la Sociedad clasifica en beneficios post empleo a las indemnizaciones por años de servicio a la que tienen derecho los trabajadores, con contrato de trabajo permanente con Entel Chile S.A, que sean socios de la Corporación Mutual, una vez que hayan alcanzado los 8 años de servicio continuo afiliados a la Mutual. Las indemnizaciones por cese, distintas a los beneficios post empleo, son reconocidos como un gasto cuando el Grupo tiene un compromiso demostrable, sin posibilidad real de retirar la oferta, a un plan formal y detallado para terminar el empleo antes de la fecha normal de jubilación, o para pagar indemnizaciones por cese como resultado de una oferta para inducir a las renuncias voluntarias. Si los beneficios se pagan más de 12 meses después de la fecha de presentación de informes, se descuentan a su valor actual.

**Tabla 48: Apertura gastos por beneficios a empleados**

EERR (UF)	2009	2010	2011	2012	3Q2013
Gastos por beneficios a los empleados	4.808.656	5.225.965	5.619.362	6.206.167	5.281.672
Sueldos y Salarios	3.547.737	3.723.821	3.920.744	4.434.027	3.700.920
Beneficios a Corto Plazo a los Empleados	661.518	581.466	558.186	669.697	414.519
Gasto por Obligación por Beneficios Post-Empleo	51.988	-97.555	28.881	-9.880	-26.053
Beneficios por Terminación	194.633	255.551	332.005	237.399	388.638
Otros Gastos de Personal	352.780	762.682	779.546	874.924	803.648

**Gastos por depreciación y amortización de intangibles:** Para abrir esta cuenta se revisaron las notas 13 y 11 en cada estado financiero a fin de separar la depreciación (activos fijos) de la amortización (asociado a las plusvalías).

**Tabla 49: Apertura Gastos por depreciación y amortización**

EERR (UF)	2009	2010	2011	2012	3Q2013
Gasto por depreciación y amortización	10.111.770	10.868.958	12.101.835	13.575.298	8.153.111
Gasto por depreciación	10.079.790	10.725.986	11.910.200	13.388.468	8.038.722
Gasto por amortización	31.980	142.972	191.635	186.831	114.388

**Otros Gastos por Naturaleza:** Considera las cuentas Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales, Outsourcing y Materiales, Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta, Arriendos y Mantención, y Otros. Bajo la línea publicidad, comisiones y gastos de venta, a partir del 01 de octubre de 2012, han sido registrados los costos de los equipos móviles entregados a clientes bajo la modalidad de post pago por un monto de M\$ 125.458.052 para los nueve meses del 2013 y M\$ 43.118.791 para el tercer trimestre de 2013. Los principales convenios de arriendos operativos en calidad de arrendatario, están referidos a contratos por capacidades de transmisión de señales de telecomunicaciones, flotas de vehículos de transporte, soportes de cables en postación de terceros, arriendos y derechos de uso de bienes raíces urbanos y rurales para el emplazamiento de nodos técnicos.

**Tabla 50: Apertura Otros gastos**

EERR (UF)	2009	2010	2011	2012	3Q2013
Otros gastos, por naturaleza	22.223.085	23.462.810	25.513.831	31.380.062	28.800.594
Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales	9.406.747	9.076.546	8.193.454	9.200.855	6.890.396
Outsourcing y Materiales	1.154.101	1.176.761	1.180.640	1.440.771	1.229.313
Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta	6.344.087	7.522.974	8.076.075	11.083.499	12.332.798
Arriendos y Mantenciones	3.359.859	3.681.524	4.041.022	4.584.235	4.299.249
Otros	1.958.292	2.005.005	4.022.639	5.070.702	4.048.838

A continuación se desglosan los costos operacionales de la compañía, como porcentaje de los ingresos.

**Tabla 51: Desagregación costos operacionales**

% Ingresos Ordinarios	2009	2010	2011	2012	3Q2013	Promedio
Gastos por beneficios a los empleados	10,19%	10,35%	10,18%	9,91%	10,42%	10,21%
Sueldos y Salarios	7,52%	7,37%	7,10%	7,08%	7,30%	7,28%
Beneficios a Corto Plazo a los Empleados	1,40%	1,15%	1,01%	1,07%	0,82%	1,09%
Gasto por Obligación por Beneficios Post-Empleo	0,11%	-0,19%	0,05%	-0,02%	-0,05%	-0,02%
Beneficios por Terminación	0,41%	0,51%	0,60%	0,38%	0,77%	0,53%
Otros Gastos de Personal	0,75%	1,51%	1,41%	1,40%	1,59%	1,33%
Gasto por depreciación y amortización	21,43%	21,52%	21,92%	21,68%	16,08%	20,53%
Gasto por depreciación	21,36%	21,24%	21,57%	21,38%	15,86%	20,28%
Gasto por amortización	0,07%	0,28%	0,35%	0,30%	0,23%	0,24%
Reversión de pérdidas por deterioro de valor reconocidas en el resultado del periodo	3,26%	2,73%	3,15%	3,55%	3,25%	3,19%
Otros gastos, por naturaleza	47,10%	46,46%	46,21%	50,12%	56,82%	49,34%
Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales	19,94%	17,97%	14,84%	14,69%	13,59%	16,21%
Outsourcing y Materiales	2,45%	2,33%	2,14%	2,30%	2,43%	2,33%
Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta	13,45%	14,90%	14,63%	17,70%	24,33%	17,00%
Arriendos y Mantenciones	7,12%	7,29%	7,32%	7,32%	8,48%	7,51%
Otros	4,15%	3,97%	7,29%	8,10%	7,99%	6,30%

### **Análisis de Cuentas no operacionales**

**Costos Financieros:** Cuenta recurrente, ya que la compañía de financia con préstamos y además realiza operaciones de cobertura para sus obligaciones.

**Diferencias de Cambio:** Cuenta no recurrente que recoge los efectos en resultados por diferencias de cambio tanto en activos como pasivos.

**Resultados por Unidad de Reajuste:** Cuenta no recurrente que recoge los efectos en resultados por diferencias de aplicación de unidades de reajuste tanto en activos como pasivos.

Las partidas no operacionales se desagregan en la siguiente tabla:



Tabla 52: Apertura costos no operacionales

EERR (UF)	2009	2010	2011	2012	3Q2013
Costos financieros	542.038	461.457	462.710	599.835	435.029
Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	237.411	111.001	91.982	218.670	177.851
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	0	31.811	36.182	76.153	72.184
Coberturas de tasas (CCS)	153.084	206.689	220.107	135.440	61.248
Derivados de tasas- no designados de Cobertura	0	3.745	2.410	48.737	37.674
Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros	61.291	45.956	37.581	32.256	15.402
Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	41.627	28.516	21.797	22.292	15.590
Gasto por Intereses, Otros	38.319	27.220	40.626	57.891	44.662
Otros Costos Financieros	10.306	6.519	12.024	8.396	10.416
Diferencias de cambio	-359.280	60.417	-284.802	-385.083	-712.437
Efectivo y equivalente	-10.023	4.443	52.337	0	0
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	4.764	355	-1.092	0	0
Otros activos	-885	0	0	-43.546	-51.277
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	450.789	91.125	-100.623	58.433	-1.314
Préstamos que devengan intereses	3.695.476	1.093.144	-1.429.800	1.010.300	-733.315
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (FW)	-2.637.048	-773.986	952.309	-657.668	593.376
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-1.507.075	-424.249	551.071	-349.913	138.383
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (Call)	0	0	5.264	0	0
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (FW)	-309.420	74.152	-337.328	-436.252	-640.188
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (CCS)	-21.521	3.494	-1.393	41.988	-19.845
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (Call)	-8.137	-6.556	-7.807	0	0
Otros pasivos	-16.200	-1.506	32.262	-8.426	1.743
Resultados por unidades de reajuste	199.483	-155.534	-237.511	-143.193	-17.739
Efectivo y equivalente	134	0	0	0	0
Otros activos	-2.669	9.951	16.465	4.260	1.991
Préstamos que devengan intereses	16.424	-1.066	-603	0	0
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	-8.179	6	0	0	0
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	187.314	-164.378	-253.372	-140.384	-25.499
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	113	27	0	0	0
Otros pasivos	6.346	-74	0	-7.070	5.770

## Análisis de Activos

En términos generales los activos corrientes tienden a estar relacionados a los activos operacionales. Sin embargo, en el caso de los activos no corrientes es necesario revisar las respectivas notas de los EEFF para determinar si corresponden a no a activos operacionales.

En este sentido de la revisión de los activos no corrientes.

**Tabla 53: Clasificación de activos de Entel**

UF de cada período	
Activos [sinopsis]	
Activos corrientes [sinopsis]	Clasificación
Efectivo y equivalentes al efectivo	Operacional. Se utiliza para capital de trabajo
Otros activos financieros corrientes	Operacional.
Otros activos no financieros corrientes	Operacional.
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	Operacional.
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	Operacional.
Inventarios corrientes	Operacional.
Activos por impuestos corrientes, corrientes	Operacional.
Otros activos financieros no corrientes	Operacional. Incluye operaciones de Leasing financiero por el arrendamiento de redes de Telecomunicaciones a largo plazo.
Otros activos no financieros no corrientes	Operacional. Son gastos anticipados por arriendos, mantenciones, soporte, publicidad, seguros, arriendo de capacidades, etc.
Cuentas por cobrar no corrientes	No operacional.
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional. Incluye Patentes, Marcas Registradas y otros derechos y las concesiones de banda.
Plusvalía	No operacional
Propiedades, planta y equipo	Operacional
Activos por impuestos diferidos	Operacional

## 7. PROYECCIÓN DE EERR

### **Supuestos**

Para proyectar el año 2013 se ocupó como supuesto simplificador que no había estacionalidad (ingresos o costos uniformes entre trimestres) por lo que cada partida al 3Q2013 fue dividida por 0,75. La excepción a lo anterior correspondió los ingresos por Nextel Perú, ya que en el 3Q2013 sólo se consolidó un mes de operaciones.

Mismo procedimiento se utilizó para las partidas de costo.

Los ingresos de Entel se proyectaron en base a la tasa de crecimiento promedio de cada partida. En el caso particular de TV Paga que no registraba historia se utilizó como proxy la tasa de crecimiento de la TV Satelital (que es el tipo de negocio de Entel) informado por Subtel y transformado a tasa real (por ecuación de Fischer suponiendo inflación de 3%).

En el caso de Nextel Perú el crecimiento de los ingresos es de 1% (press release de Entel). Sin embargo, se estima que al menos en el año 2014 no se obtendrá crecimiento y a partir de 2015 se retomaría crecimiento de 1%.

Los costos operacionales fueron proyectados a razón de costo sobre ingresos.

En el caso de los gastos por depreciación y amortización se optó por proyectarlos, por cuanto que las empresas de telecomunicaciones son intensivas en uso de activos.

Las partidas recurrentes fueron proyectadas conforme a su tasa de crecimiento.

Las partidas no recurrentes se dejaron constantes a diciembre de 2013.

Considerando los supuestos anteriormente mencionados se obtuvo la siguiente proyección de estado de resultados.

**Tabla 54: Proyección Estado de Resultados**

FERR (UF)	3Q2013	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Ingresos Ordinarios</b>	50.688.247	68.988.398	78.345.487	84.019.864	90.202.508	96.938.492
Telefonía Móvil-Chile	40.451.476	53.935.302	58.818.642	64.144.123	69.951.776	76.285.259
Telefonía Móvil-Perú	526.526	2.106.104	6.318.313	6.381.496	6.445.311	6.509.764
Servicios Privados (incluye servicios IT)	3.653.809	4.871.745	5.116.557	5.373.672	5.643.707	5.927.312
Telefonía Local (Incluye NGN - IP)	1.370.665	1.827.554	1.795.721	1.764.442	1.733.709	1.703.510
Servicio de Televisión	194.275	259.033	265.723	272.585	279.625	286.846
Larga Distancia	1.100.820	1.467.760	1.407.724	1.350.143	1.294.918	1.241.952
Internet	627.215	836.286	840.571	844.877	849.206	853.557
Servicios a Otros Operadores	697.545	930.060	966.396	1.004.151	1.043.381	1.084.144
Negocios de Tráfico	978.911	1.305.214	1.324.808	1.344.696	1.364.883	1.385.372
Americatel Perú	680.179	906.906	888.811	871.078	853.699	836.667
Servicios Call Center y Otros	406.826	542.434	602.222	668.599	742.293	824.110
<b>Otros ingresos</b>	391.120	521.494	535.473	549.826	564.565	579.698
Ingresos por Intereses Comerciales	57.378	76.504	78.555	80.661	82.823	85.043
Ingresos por Arrendos	281.703	375.605	385.673	396.011	406.626	417.526
Ingresos por Dividendos	0	0	0	0	0	0
Reembolso por pérdidas o robos de equipos	0	0	0	0	0	0
Ingreso Neto por Liquidación de Seguro	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos	52.039	69.385	71.245	73.155	75.116	77.129
<b>Gastos por beneficios a los empleados</b>	5.281.672	7.042.229	7.999.049	8.578.401	9.209.647	9.897.389
Sueldos y Salarios	3.700.920	4.934.559	5.700.009	6.112.847	6.562.640	7.052.740
Beneficios a Corto Plazo a los Empleados	414.519	552.692	854.250	916.121	983.535	1.056.981
Gasto por Obligación por Beneficios Post-Empleo	-26.053	-34.738	-15.331	-16.441	-17.651	-18.969
Beneficios por Terminación	388.638	518.185	417.702	447.955	480.918	516.831
Otros Gastos de Personal	803.648	1.071.530	1.042.418	1.117.918	1.200.180	1.289.805
<b>Gasto por depreciación y amortización</b>	8.153.111	10.870.814	16.082.631	17.247.457	18.516.620	19.899.372
<b>Gasto por depreciación</b>	8.038.722	10.718.297	15.891.147	17.042.104	18.296.156	19.662.444
<b>Gasto por amortización</b>	114.388	152.518	191.484	205.353	220.464	236.927
Reversión de pérdidas por deterioro de valor reconocidas en el resultado del periodo	1.648.582	1.648.582	1.648.582	1.648.582	1.648.582	1.648.582
<b>Otros gastos, por naturaleza</b>	28.800.594	38.400.792	44.399.943	47.615.725	51.119.552	54.936.968
Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales	6.890.396	9.187.195	12.698.042	13.617.731	14.619.798	15.711.550
Outsourcing y Materiales	1.229.313	1.639.084	1.824.034	1.956.145	2.100.089	2.256.918
Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta	12.332.798	16.443.731	19.061.995	20.442.610	21.946.889	23.585.800
Arrendos y Mantenciones	4.299.249	5.732.332	5.881.181	6.307.141	6.771.255	7.276.907
Otros	4.048.838	5.398.450	4.934.691	5.292.099	5.681.521	6.105.796
Otras ganancias (pérdidas)	115.174	153.565	153.565	153.565	153.565	153.565
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	7.310.582	11.701.040	8.904.321	9.633.090	10.426.237	11.289.445
<b>Ingresos financieros</b>	73.022	73.022	73.022	73.022	73.022	73.022
Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado	63.156	63.155,95	63.155,95	63.155,95	63.155,95	63.155,95
Intereses, sobre Arrendamientos Financieros Otorgados	9.866	9.865,78	9.865,78	9.865,78	9.865,78	9.865,78
Costos financieros	435.029	580.038	580.038	580.038	580.038	580.038
Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	177.851	237.135,20	237.135,20	237.135,20	237.135,20	237.135,20
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	72.184	96.245,97	96.245,97	96.245,97	96.245,97	96.245,97
Coberturas de tasas (CCS)	61.248	81.664,61	81.664,61	81.664,61	81.664,61	81.664,61
Derivados de tasas - no designados de Cobertura	37.674	50.231,80	50.231,80	50.231,80	50.231,80	50.231,80
Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros	15.402	20.535,88	20.535,88	20.535,88	20.535,88	20.535,88
Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	15.590	20.786,43	20.786,43	20.786,43	20.786,43	20.786,43
Gasto por Intereses, Otros	44.662	59.549,82	59.549,82	59.549,82	59.549,82	59.549,82
Otros Costos Financieros	10.416	13.888,63	13.888,63	13.888,63	13.888,63	13.888,63
<b>Diferencias de cambio</b>	-712.437	-712.437	-712.437	-712.437	-712.437	-712.437
Efectivo y equivalente	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros activos	-51.277	-51.276,97	-51.276,97	-51.276,97	-51.276,97	-51.276,97
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	-1.314	-1.314,19	-1.314,19	-1.314,19	-1.314,19	-1.314,19
Préstamos que devengan intereses	-733.315	-733.315,06	-733.315,06	-733.315,06	-733.315,06	-733.315,06
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (FW)	593.376	593.376,04	593.376,04	593.376,04	593.376,04	593.376,04
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	138.383	138.382,78	138.382,78	138.382,78	138.382,78	138.382,78
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (Call)	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (FW)	-640.188	-640.188,03	-640.188,03	-640.188,03	-640.188,03	-640.188,03
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (CCS)	-19.845	-19.844,89	-19.844,89	-19.844,89	-19.844,89	-19.844,89
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (Call)	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos	1.743	1.743,01	1.743,01	1.743,01	1.743,01	1.743,01
<b>Resultados por unidades de reajuste</b>	-17.739	-17.739	-17.739	-17.739	-17.739	-17.739
Efectivo y equivalente	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros activos	1.991	1.990,51	1.990,51	1.990,51	1.990,51	1.990,51
Préstamos que devengan intereses	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-25.499	-25.498,99	-25.498,99	-25.498,99	-25.498,99	-25.498,99
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos	5.770	5.769,95	5.769,95	5.769,95	5.769,95	5.769,95
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	6.218.400	10.463.848	7.667.128	8.395.898	9.189.044	10.052.252
Gasto por impuestos a las ganancias	1.187.150	2.092.770	1.533.426	1.679.180	1.837.809	2.010.450
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	5.031.250	8.371.078	6.133.703	6.716.718	7.351.235	8.041.802
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0	0
Ganancia (pérdida)	5.031.250	8.371.078	6.133.703	6.716.718	7.351.235	8.041.802
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	5.031.250	8.371.078	6.133.703	6.716.718	7.351.235	8.041.802
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancia (pérdida)</b>	5.031.250	8.371.078	6.133.703	6.716.718	7.351.235	8.041.802

## 8. PROYECCIÓN DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

### Depreciación

Tabla 55: Proyección Gastos por depreciación y amortización

	Histórico		Proyección Explícita				
	3Q2013	2013	2014	2015	2016	2017	
Gasto por depreciación	8.038.722	10.718.297	15.891.147	17.042.104	18.296.156	19.662.444	
Gasto por amortización	114.388	152.518	191.484	205.353	220.464	236.927	

La depreciación se estimó como un porcentaje de los ingresos (20,28%) para relacionar los mayores ingresos y las inversiones en activos para su generación, similar criterio se utilizó para la amortización (0,24%).

### Capex Bruto (Capex e Inversión en Reposición)

#### Inversión en Reposición

Luego de estimar en base a los datos históricos la relación entre las compras de activos fijos y la depreciación de cada período (promedio 142,71%) se optó por asimilar la inversión en reposición como un 100% de la depreciación, supuesto plausible considerando que en todos los años se han adquirido activos en una cantidad que excede la depreciación.

#### CAPEX

La información del Capex histórica disponibles en las presentaciones de resultados de la compañía, según el siguiente detalle:

Tabla 56: Inversión en Reposición y Capex Histórico

	2009	2010	2011	2012	3Q2013	
Compras de propiedades, planta y equipo	14.333.509	13.367.558	18.279.887	17.548.786	13.038.120	Estado Flujo de Caja
Depreciación	10.079.790	10.725.986	11.910.200	13.388.468	8.038.722	Promedio
%	142,20%	124,63%	153,48%	131,07%	162,19%	142,71%

Criterio Conservador: Utilizar Inversión en Reposición 100% de la depreciación

Información Histórica (UF)					
EERR (UF)	2009	2010	2011	2012	3Q2013
CAPEX (1)	14.333.509	13.367.558	18.279.887	17.548.786	13.038.120
Ingresos Ordinarios	47.182.127	50.504.188	55.207.526	62.612.467	50.688.247
Promedio % Capex(1)/Ingresos Ord.	28,74%				

Capex (1): Corresponde al informado en la presentación de resultados a los inversionistas.

**Tabla 57: Proyección Capex**

Histórico	Proyección Explícita				
3Q2013	2013	2014	2015	2016	2017
13.038.120	19.535.638	15.422.872	15.422.872	18.296.156	19.662.444
Plan de inversiones			reposición		

Los datos históricos de Capex están en términos brutos, por lo que se optó por estimar el Capex de esa forma (Capex + Inversión en Reposición), siendo la mejor proyección en plan de inversiones revelado por la compañía. Mediante Comunicado de Prensa (25.04.2013) Entel informó sobre la aprobación de un plan de inversiones que consideraba la inversión de MMUSD 700 para 2013 y un total de MMUSD 2.200 entre los años 2013-2015.

Lo anterior sin considerar las compras e inversiones en Perú, inversión que considera otros MMUSD 300. Para los años 2016 y 2017, dado que la inversión Capex bruto fue inferior a la inversión en reposición proyectada, se optó por mantener ese valor, lo que implicará que el Capex neto para los años 2016 y 2017 será cero.

### **Inversión Incremental en Capital de Trabajo Operativo**

Para obtener el Flujo Incremental del capital de trabajo operativo como primer aspecto se calculó la relación histórica de Capital de Trabajo Operativo (CTO). Considerando que no se solicitó este indicador en términos netos se consideraron las siguientes partidas:

**Tabla 58: Esquema de cálculo del CTO**

CTO	(+)	Efectivo y equivalentes al efectivo
	(+)	Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes
	(+)	Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes
	(+)	Inventarios corrientes
	(-)	Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar

El CTO fue calculado para cada período, luego se calculó la relación entre CTO y los ingresos operacionales lo que fue multiplicado por 365 días para expresar el CTO como días de ventas (ingresos de las operaciones), cuyo promedio histórico asciende a 10,77 días. Con dicho parámetro se estimó el nivel de CTO para los años de proyección.

Aplicando las diferencias de CTO entre los años consecutivos de proyección se estimó flujo incremental de CTO que se necesitaba al principio de cada año.

$$\text{Flujo Incremental CTO (t)} = - (\text{CTO (t+1)} - \text{CTO (t)})$$

Los cálculos realizados se presentan en las siguientes tablas:

**Tabla 59: Estimación nivel de CTO**

Proyección de los niveles de capital de trabajo					
Estado de situación financiera					
UF de cada período	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	30-09-2013
Activos [sinopsis]					
Activos corrientes [sinopsis]					
Efectivo y equivalentes al efectivo	3.025.522	3.508.286	1.034.540	2.358.806	1.295.709
Otros activos financieros corrientes	93.064	40.586	242.541	55.943	207.507
Otros activos no financieros corrientes	561.045	612.663	751.519	695.855	848.736
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	9.877.222	11.000.037	11.268.920	12.117.332	12.690.044
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	26.733	21.868	32.419	16.617	20.739
Inventarios corrientes	1.235.881	1.715.136	2.829.986	2.905.241	4.577.100
Activos biológicos corrientes	0	0	0	0	0
Activos por impuestos corrientes, corrientes	526.567	797.384	245.146	362.634	1.081.314
Total de activos corrientes distintos de los activo o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	15.346.035	17.695.961	16.405.072	18.512.429	20.721.148
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	0	0	0	0	0
Activos corrientes totales	15.346.035	17.695.961	16.405.072	18.512.429	20.721.148
	14.165.358	16.245.328	15.165.865	17.397.996	18.583.592
Patrimonio y pasivos [sinopsis]					
Pasivos [sinopsis]					
Pasivos corrientes [sinopsis]					
Otros pasivos financieros corrientes	2.297.294	679.110	833.588	1.227.960	11.262.371
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	10.954.834	14.880.787	14.632.831	16.352.812	17.260.289
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	0	0	0	0	0
Otras provisiones a corto plazo	0	32.125	25.938	71.614	83.281
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	57.420	9.373	356.643	250.357	53.843
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	0	0	0	0	0
Otros pasivos no financieros corrientes	1.177.356	1.940.512	1.835.620	1.331.421	797.460
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	14.486.904	17.541.908	17.684.620	19.234.164	29.457.244
Pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	0	0	0	0	0
Pasivos corrientes totales	14.486.904	17.541.908	17.684.620	19.234.164	29.457.244
	10.954.834	14.880.787	14.632.831	16.352.812	17.260.289
CTO	3.210.524	1.364.541	533.034	1.045.184	1.323.303
Ingresos Ordinarios	47.182.127	50.504.188	55.207.526	62.612.467	50.688.247
CTO (% ventas)	6,80%	2,70%	0,97%	1,67%	2,61%
CTO (DÍAS DE VENTA)	24,84	9,86	3,52	6,09	9,53
Promedio		10,77			

**Tabla 60: Necesidades incrementales Capital de trabajo**

	Histórico	Proyección Explícita				
	3Q2013	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos Ordinarios	50.688.247	68.988.398	78.345.487	84.019.864	90.202.508	96.938.492
Ingresos Diarios	138.872	189.009	214.645	230.191	247.130	265.585
Capital de Trabajo (Nivel)	1.323.303	2.035.412	2.311.481	2.478.896	2.661.306	2.860.043
Exceso/Déficit de Capital de Trabajo	-712.109	-276.069	-167.415	-182.411	-198.736	0

El flujo incremental de capital de trabajo al 30.09.2013 (UF -712.109) en realidad es la diferencia entre el nivel requerido a diciembre de 2013 y el stock al 30.09.2013. Dicho valor corresponde al “déficit de capital de trabajo a septiembre de 2013”, por lo que no procede considerarlo un flujo incremental para el 4Q2013.

Para calcular el Valor de los activos Operacionales, Valor del Patrimonio y Precio objetivo de Entel se siguió el siguiente procedimiento:

### Flujo de Caja Bruto (FCB)

- **Proyección Explícita (4Q2013-2017):** Método estándar, es decir, la utilidad neta es ajustada sumando la depreciación y amortización (que no son flujo de caja), sumando el gasto financiero después de impuestos (ya que el efecto tributario de la deuda) es capturado en el WACC, menos los ingresos no operacionales y los ajustes por diferencia de cambio y resultados por unidad de reajuste.
- **Proyección Implícita (2018):** Por construcción replica los flujos y ajustes del año 2017.

### Flujo de Caja Libre (FCL)

- **Proyección Explícita (4Q2013-2017):** Se incorporan los flujos de inversión, se resta del flujo la inversión en reposición, el Capex y las necesidades incrementales de CTO.
- **Proyección Implícita (2018):** Como supuesto la proyección implícita no considera crecimiento, por ende: a) el nivel de Capex es cero; b) el flujo incremental de CTO es cero; c) Inversión en reposición igual a la depreciación. Lo anterior para evitar complejizar la valoración incorporando expectativas de crecimiento.

Los resultados se presentan en el siguiente cuadro:

**Tabla 61: Estimación del Flujo de Caja Libre**

Cálculo del FCL mediante el método estándar								
	Histórico	Proyección Explícita						Proyección implícita
	3Q2013	2013E	4Q2013E	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Ganancia (pérdida)</i>	5.031.250	8.371.078	3.339.828	6.133.703	6.716.718	7.351.235	8.041.802	8.041.802
(+) Gasto por depreciación	8.038.722	10.718.297	2.679.574	15.891.147	17.042.104	18.296.156	19.662.444	19.662.444
(+) Gasto por amortización	114.388	152.518	38.129	191.484	205.353	220.464	236.927	236.927
Reversión de pérdidas por deterioro de valor reconocidas en el resultado del periodo	1.648.582	1.648.582	0	1.648.582	1.648.582	1.648.582	1.648.582	1.648.582
(-) Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	92.139	153.565	61.426	153.565	153.565	153.565	153.565	153.565
(-) Ingresos financieros (después de Impuestos)	58.417	73.022	14.604	73.022	73.022	73.022	73.022	73.022
(+) Costos financieros (después de Impuestos)	348.023	580.038	232.015	580.038	580.038	580.038	580.038	580.038
(-) Diferencias de cambio	-712.437	-712.437	0	-712.437	-712.437	-712.437	-712.437	-712.437
(+) Resultados por unidades de reajuste	-17.739	-17.739	0	-17.739	-17.739	-17.739	-17.739	-17.739
<b>Flujo de Caja Bruto (FCB)</b>	<b>12.463.421</b>	<b>18.676.938</b>	<b>6.213.517</b>	<b>21.651.379</b>	<b>23.399.221</b>	<b>25.302.901</b>	<b>27.376.219</b>	<b>27.376.219</b>
(-) Inversión en reposición	0	0	0	0	0	0	0	19.662.444
(-) Capex	13.038.120	19.535.638	6.497.517	15.422.872	15.422.872	18.296.156	19.662.444	0
(-) Aumentos (dismin) en Capital de Trabajo	-712.109	-276.069	-276.069	-167.415	-182.411	-198.736	0	0
<b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>	<b>-1.286.808</b>	<b>-1.134.768</b>	<b>-560.069</b>	<b>6.061.092</b>	<b>7.793.939</b>	<b>6.808.009</b>	<b>7.713.775</b>	<b>7.713.775</b>



### **Valor Presente de los FCL**

Una vez calculados los FCL, considerando en WACC estimado en el capítulo 5 (6,97%) se calculó lo siguiente:

- Valor presente de la perpetuidad de 2018, quedando expresado en UF al año 2017 (Valor Terminal).
- Valor presente de los flujos desde 2014-2017 quedando expresado en UF a diciembre de 2013.
- Obtener el FCL incremental que corresponde al 4Q2013, ya que el FCL de 2013 contiene flujos históricos que no corresponden a flujos futuros.
- Se suman todos los flujos y con dicho cálculo se obtuvo el Valor de los Activos Operacionales a Diciembre.
- Se calculó el VP a un trimestre para llevar el valor de los activos operacionales a septiembre de 2013.
- Se sumó el valor de los activos prescindibles, restó la deuda financiera al 30.09.2013 y el déficit de capital de trabajo al 30.09.2013. Con ello se obtuvo el valor del patrimonio económico al 30.09.2013.
- El patrimonio económico se dividió por el número de acciones obteniendo el precio objetivo en UF al 30.09.2013. Multiplicando por la UF del período se obtuvo el precio objetivo de Entel en pesos.

Los siguientes cuadros muestran los resultados de los cálculos realizados:

### **Valor de los Activos Operacionales**

**Tabla 62: Estimación del valor de los activos operacionales**

Flujo Incremental del 4Q2013			
	3Q2013	2013E	4Q2013E
<i>Ganancia (pérdida)</i>	5.031.250	8.371.078	3.339.828
Gasto por depreciación	8.038.722	10.718.297	2.679.574
Gasto por amortización	114.388	152.518	38.129
Reversión de pérdidas por deterioro de valor reconocidas en el resultado del periodo	1.648.582	1.648.582	0
Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)	92.139	153.565	61.426
Ingresos financieros (después de Impuestos)	58.417	73.022	14.604
Costos financieros (después de Impuestos)	348.023	580.038	232.015
Diferencias de cambio	-712.437	-712.437	0
Resultados por unidades de reajuste	-17.739	-17.739	0
<b>Flujo de Caja Bruto (FCB)</b>	<b>12.463.421</b>	<b>18.676.938</b>	<b>6.213.517</b>
Inversión en reposición	0	0	0
Capex	13.038.120	19.535.638	6.497.517
Aumentos (dism) en Capital de Trabajo	-712.109	-276.069	-276.069
<b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>	<b>-1.286.808</b>	<b>-1.134.768</b>	<b>-560.069</b>

\*La Inversión en Capital de Trabajo del 4Q2013 no corresponde a un flujo incremental entre 3Q2013 y 2013E.

\*La Inversión en Capital de Trabajo del 3Q2013 corresponde a la necesidad de capital de trabajo a septiembre 2013.

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>	<b>-560.069</b>	<b>6.061.092</b>	<b>7.793.939</b>	<b>6.808.009</b>	<b>7.713.775</b>
					<b>110.634.210</b>

Año	0	1	2	3	4
<b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>	<b>-560.069</b>	<b>6.061.092</b>	<b>7.793.939</b>	<b>6.808.009</b>	<b>118.347.985</b>

T	0	1	2	3	4
<b>VP Activos Operacionales (dic 2013) (2014-2018)</b>	<b>-560.069</b>	<b>5.666.038</b>	<b>6.811.051</b>	<b>5.561.678</b>	<b>90.380.586</b>

**VP Activos Operacionales (dic 2013) (2014-2018) 108.419.352**

**VP Incremental a Diciembre de 2013**  
**VP Activos Operacionales (dic 2013) -560.069**

**VP Activos Operacionales (dic 2013) 107.859.282**

## 9. VALORACIÓN ECONÓMICA Y PRECIO DE ACCIÓN

Finalmente en base a la metodología expuesta en el capítulo anterior se obtuvo el valor del patrimonio económico de Entel, el cual asciende a UF 74.427.006.

**Tabla 63: Valor Económico del Patrimonio de Entel**

	T	0,25
	<i>VP Activos Operacionales (sept. 2013)</i>	<b>106.057.081</b>
(+)	<i>Valor Activos Prescindibles (sept. 2013)</i>	<b>2.235.958</b>
(-)	<i>Deuda Financiera (sept. 2013)</i>	<b>33.153.923</b>
(-)	<i>Deficit Capital de Trabajo (sept. 2013)</i>	<b>-712.109</b>
(=)	<i>Valor del Patrimonio (sept. 2013)</i>	<b>74.427.006</b>

Tomando como referencia el número de acciones al 30.09.2013, el precio objetivo de la acción es de \$7.266,06, lo que representa un potencial de depreciación de la acción de -10,92%.

**Tabla 64: Precio Objetivo de Entel (30.09.2013)**

<i>Número de acciones</i>	<b>236.523.695</b>
<i>Valor objetivo de la acción (UF)</i>	<b>0,3147</b>
<i>Valor objetivo de la acción (\$)</i>	<b>7.266,0637</b>
<i>Precio mercado de la acción (30.09.2013)</i>	<b>8.156,5</b>
<i>Potencial Upside</i>	<b>-10,92%</b>

Sin embargo, es necesario considerar que el modelo de valoración por flujo de caja descontado es sensible a cambios en los drivers de valoración como por ejemplo tasa de crecimiento de los ingresos, las perspectivas de crecimiento asociadas al valor terminal o la tasa de descuento. Respecto de esta última variable se realizó un ejercicio de sensibilidad variando la tasa en 10 puntos base en ambas direcciones con lo cual el precio objetivo oscila entre \$7.426,43 si la tasa de descuento es 6,87% y \$7.221,85 si la tasa de descuento es 7,07%.

**Tabla 65: Sensibilidad del precio objetivo ante variaciones en la tasa de descuento**

<i>Sensibilidad del precio objetivo frente a variaciones en la tasa de descuento</i>					
	Tasa de descuento				
	6,87%	6,92%	6,97%	7,02%	7,07%
Precio Acción	7.426,43	7.347,47	7.266,06	7.192,94	7.221,85
Upside	-8,95%	-9,92%	-10,92%	-11,81%	-11,46%

## 10. CONCLUSIONES

- El valor de los activos operacionales fue de UF 106.057.081 y el patrimonio económico asciende a UF 74.427.006.
- El Precio Objetivo de Entel se estimó en \$7.266,06, lo que representa un potencial de depreciación de la acción de -10,92%, respecto del precio de la acción al 30.09.2013.
- Considerando que los supuestos de proyección consideran un valor terminal sin oportunidades de crecimiento y estimaciones conservadoras respecto de las perspectivas de crecimiento de los negocios de Entel el resultado suena consistente.
- Sin embargo, es evidente que el modelo es sumamente sensible a los supuestos empleados y a la tasa de descuento utilizada. Así en la medida que la tasa es ajustada en 10 puntos base se logran cambios significativos en el precio objetivo de Entel, variando el potencial de depreciación de la acción entre -11,46% y -8,95%.
- Complementariamente a lo señalado en el punto anterior, los supuestos de crecimiento toman en consideración las características de la industria. En este sentido es claro que en la industria local no existe una empresa que cotice en bolsa y que sea similar a Entel. Esto obligó a buscar empresas comparables en el extranjero, sujetas a otras regulaciones, condiciones competitivas y de mercado las cuales no necesariamente son homologables en un 100% al caso de Entel.

## 11. BIBLIOGRAFÍA

- Informe Sectorial: Telecomunicaciones en Chile, Subtel, Marzo 2013.
- CiscoVisual Networking Index: Global Mobile Data Traffic Forecast Update, 2012–2017
- Cisco The Zettabyte Era—Trends and Analysis
- Fitch: Outlook 2014 sector corporativo.