



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

**VALORACIÓN EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES (ENTEL S.A)  
Mediante Flujo de Caja Descontado**

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

Alumna: Andrea Aliste Maluenda  
Profesor: Francisco Sánchez Morales

Santiago, Chile

2022

## Tabla de Contenido

RESUMEN EJECUTIVO .....	7
1. METODOLOGÍA .....	8
1.1. Principales métodos de valoración .....	8
1.1.1. Método de flujos de caja descontados .....	8
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	11
2.1. Descripción de la empresa .....	11
2.1.1. Antecedentes del negocio e historia .....	11
2.1.2. Principales accionistas .....	14
2.1.3. Filiales .....	16
2.2. Descripción de la industria.....	18
2.2.1. Estado actual .....	18
2.2.2. Regulación y fiscalización.....	21
2.2.3. Riesgos .....	21
2.2.4. Empresas comparables.....	23
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL .....	28
3.1. Deuda Financiera.....	28
3.2. Patrimonio Económico.....	29
3.3. Valor Económico .....	29
3.4. Estructura de capital histórica y objetivo .....	30
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	32
4.1. Costo de la deuda .....	34
4.2. Beta de la deuda .....	34
4.3. Estimación del beta patrimonial .....	34
4.4. Beta patrimonial sin deuda .....	35
4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo .....	36
4.6. Costo patrimonial .....	37
4.7. Costo de capital.....	38
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO .....	39
5.1. Análisis de crecimiento de la empresa .....	39

5.2.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa .....	44
5.3.	Análisis del resultado no operacional de la empresa .....	51
5.4.	Análisis de márgenes de la empresa .....	55
5.5.	Análisis de los activos de la empresa .....	57
5.5.1.	Activos operacionales y no operacionales .....	57
5.5.2.	Capital de trabajo operativo neto.....	59
5.5.3.	Inversiones .....	60
5.6.	Análisis de crecimiento de la industria .....	61
6.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS .....	66
6.1.	Ingresos operacionales proyectados .....	66
6.2.	Costos y gastos operacionales proyectados .....	72
6.3.	Resultado no operacional proyectado .....	75
6.4.	Impuesto corporativo proyectado .....	77
6.5.	Estado de resultados proyectado en miles de UF .....	77
6.5.1.	Supuestos utilizados.....	78
6.6.	Estado de resultados proyectado porcentual .....	80
7.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	83
7.1.	Inversión en reposición .....	83
7.2.	Nuevas inversiones de capital.....	83
7.3.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto .....	85
7.4.	Flujos de caja libre proyectados .....	86
7.5.	Valor terminal.....	86
8.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO.....	88
8.1.	Valor presente de los flujos de caja libre.....	88
8.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	88
8.3.	Activos prescindibles y otros activos.....	89
8.4.	Valorización económica de la empresa.....	89
8.5.	Análisis de sensibilidad .....	91
9.	CONCLUSIÓN .....	96

## Tablas, Gráficos y Figuras

Tabla N°1. Antecedentes del negocio de Entel.....	11
Tabla N°2. Ingresos y EBITDA de los segmentos de Entel.....	13
Tabla N°3. Principales accionistas de Entel S.A.....	15
Tabla N°4. Participación de mercado en la industria de las telecomunicaciones en Chile .....	20
Tabla N°5. Antecedentes de Telefónica Chile S.A .....	24
Tabla N°6. Antecedentes de América Móvil S.A.B de C.V .....	25
Tabla N°7. Ingresos y EBITDA de la empresa comparable Telefónica S.A 2021 .....	25
Tabla N°8. Ingresos y EBITDA de la empresa comparable América Móvil S.A.B 2021	26
Tabla N°9. Deuda Financiera de Entel .....	28
Tabla N°10. Patrimonio Económico de Entel.....	29
Tabla N°11. Valor Económico de Entel .....	29
Tabla N°12. Estructura de capital de Entel .....	30
Tabla N°13. Estadística descriptiva con respecto a la deuda financiera, patrimonio y valor económico. ....	30
Tabla N°14. Datos de la estimación del beta.....	32
Tabla N°15. Tasas de impuesto corporativas para Chile y Perú entre 2018 y 2022.....	35
Tabla N°16. Ingresos por segmento y país de Entel S.A .....	40
Tabla N°17. Ponderación de Ingresos por segmento y país de Entel S.A .....	40
Tabla N°18. Variación de Ingresos por segmento y país de Entel S.A .....	42
Tabla N°19. Análisis de costos y gastos operacionales de Entel S.A .....	44
Tabla N°20. Ponderación de costos y gastos operacionales de Entel S.A con respecto a los ingresos.....	44
Tabla N°21. Detalle Gastos por Beneficios a los Empleados .....	46
Tabla N°22. Detalle Otros Gastos .....	47
Tabla N°23. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Personas.....	48
Tabla N°24. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Empresas.....	48
Tabla N°25. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Corporaciones.....	49
Tabla N°26. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Otros Negocios .....	50
Tabla N°27. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Telefonía Móvil y Fija Perú.....	50
Tabla N°28. Ingresos Financieros .....	51
Tabla N°29. Costos Financieros .....	52
Tabla N°30. Diferencias de Cambio.....	53
Tabla N°31. Resultados por Unidades de Reajuste .....	53
Tabla N°32. Resultado no Operacional como % de los Ingresos .....	54

Tabla N°33. Estado Resultados Entel S.A en % con respecto a los Ingresos .....	55
Tabla N°34. Clasificación de los activos de Entel S.A .....	57
Tabla N°35. Capital de trabajo operativo neto histórico de Entel S.A .....	59
Tabla N°36. Inversiones históricas de Entel S.A.....	60
Tabla N°37. Crecimiento de Ingresos operativos por línea de negocio en la industria de telecomunicaciones Perú en UF .....	62
Tabla N°38. Resumen de servicios para las Empresas de Telecomunicaciones para el periodo 2020 y 2021 .....	63
Tabla N°39. Ponderación de Ingresos por servicio Entel S.A.....	66
Tabla N°40. Variación porcentual anual de los ingresos por servicio entre los años 2018 – 2021 .....	67
Tabla N°41. Proyección de los Ingresos por servicio para Entel S.A.....	71
Tabla N°42. Ponderación de costos y gastos operacionales de Entel S.A con respecto a los ingresos.....	72
Tabla N°43. Costos y gastos operacionales proyectados .....	74
Tabla N°44. Proyección del Resultado No Operacional para Entel S.A .....	76
Tabla N°45. Proyección tasa de impuesto corporativa .....	77
Tabla N°46. Estado de Resultados Proyectados Entel S.A .....	78
Tabla N°47. Estado de Resultados Proyectados en términos porcentuales con respecto a la venta .....	81
Tabla N°48. Proyección de Inversión en reposición .....	83
Tabla N°49. Análisis para el periodo histórico - Propiedad, planta y equipo e ingresos	84
Tabla N°50. Proyección de PPE.....	84
Tabla N°51. Inversión de crecimiento proyectada .....	84
Tabla N°52. CTON proyectado .....	85
Tabla N°53. Inversión CTON proyectada.....	86
Tabla N°54. Flujos de caja libre proyectados .....	86
Tabla N°55. Valor presente de los flujos de caja libre.....	88
Tabla N°56. Déficit en capital de trabajo neto .....	88
Tabla N°57. Activos prescindibles e inversión en otros activos.....	89
Tabla N°58. Valoración económica .....	90
Tabla N°59. Sensibilización de la Tasa WACC.....	92
Tabla N°60. Sensibilización de la tasa WACC con respecto al precio de la acción.....	92
Tabla N°61. Sensibilización del supuesto de crecimiento y decrecimiento .....	93
Tabla N°62. Sensibilización de los supuestos de variación en la Valoración Económica .....	94
Tabla N°63. Sensibilización de cambios en la tasa WACC e ingresos .....	94

Gráfico N°1. Retornos semanales de Entel con respecto a IGPA para un periodo de junio 2018-2022.....	33
Gráfico N°2. Proyección de crecimiento en la industria de Telecomunicaciones en Chile .....	64
Gráfico N°3. Proyección de crecimiento en la industria de Telecomunicaciones en Perú .....	65
Gráfico N°4. Tendencia de los precios de acción de Entel S.A.....	91
Figura N°1. Estructura Societaria Entel.....	16
Figura N°2. Ingresos porcentuales de la industria por servicios. ....	19

## RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene como objetivo valorizar a la empresa Entel S.A a 30 junio del 2022 mediante el método de valoración de flujo de cajas descontados y de esta forma estimar el precio de la acción de la empresa.

Entel S.A es una empresa líder en la industria de las telecomunicaciones con filiales en Chile y Perú, sus principales líneas de negocio corresponden a servicios de conectividad móvil y fija, servicios de TI y digitales para segmentos de personas, empresas y grandes corporaciones. Tanto en Chile como en Perú se brindan servicios mayoristas y call center. Entre los 2243 accionistas que se encuentra distribuida la propiedad, el socio controlador es Inversiones Altel Ltda, filial de Almendral S.A Entel Chile S.A.

Para valorar a la empresa se considera la metodología de flujo de caja descontado, en la cual se inicia por el análisis de la estructura de capital para determinar cuál es la deuda financiera y la estructura de capital objetivo que permite a su vez la estimación de la tasa de descuento WACC, tasa que se utiliza para descontar los flujos futuros de la empresa. Posteriormente se analiza el negocio en su totalidad para poder llegar a la proyección de los ingresos por venta desde el segundo semestre del año 2022 al año 2026, considerando el periodo histórico de la empresa y la tendencia de crecimiento que experimenta la industria de telecomunicaciones, también se proyectan los costos y gastos operacionales, el resultado no operacional y el impuesto corporativo para llegar a un Estado de Resultados proyectado.

Para la proyección de flujos de caja libre se revisan las inversiones que requiere la empresa según sus supuestos de proyección, que para este caso son de reposición, nuevas inversiones de capital principalmente en Propiedad, Planta y Equipo que sustenten el crecimiento proyectado e inversión en capital de trabajo neto, junto a esto se determinó el valor terminal para obtener el valor presente de los flujos de caja libre y así llegar finalmente a un precio de la acción de \$ 3.210, un 15% por sobre el precio de mercado al 30 de Junio de 2022, lo que se interpretaría en que la acción estaría subvalorada.

## **1. METODOLOGÍA**

### **1.1. Principales métodos de valoración**

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

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

#### **1.1.1. Método de flujos de caja descontados**

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

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



el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

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

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

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

el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

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

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

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

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

### 2.1. Descripción de la empresa

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A, desde ahora Entel, es una compañía del rubro de tecnología y telecomunicaciones, con filiales en Chile y Perú. Sus líneas de negocio corresponden a servicios de conectividad móvil y fija, servicios de TI y digitales para segmentos de personas, empresas y grandes corporaciones. Tanto en Chile como en Perú se brindan servicios mayoristas y call center. Entre los 2243 accionistas que se encuentra distribuida la propiedad, el socio controlador es Inversiones Altel Ltda, filial de Almendral S.A Entel Chile S.A. (Entel, 2022)

#### 2.1.1. Antecedentes del negocio e historia

En la tabla N°1 se presenta brevemente los antecedentes del negocio de Entel.

Tabla N°1. Antecedentes del negocio de Entel

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemo-técnico	ENTEL
Clase de acción	La sociedad mantiene en circulación una serie única de acciones ordinarias, sin valor nominal, las que se encuentran totalmente pagadas.
Derechos de cada clase	No existen derechos, privilegios y/o restricciones correspondientes a clases de acciones, incluyendo sobre la distribución de dividendos y el reembolso.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Entel se dedica a brindar servicios de conectividad móvil y fija, servicios de TI y digitales.
Rubros y países donde opera	Tecnología y Comunicaciones – Chile y Perú

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A del 2021.

En la tabla N°1 se pueden apreciar los antecedentes de la empresa a valorar, su nemo-técnico, su clase de acción que se basa en serie única de acciones ordinarias, los derechos de cada clase, mercado en el cual transa sus acciones que es la Bolsa de Santiago que al 30 de octubre de 2022 presenta un valor de \$2945,40 y los rubros y

países donde operan que son la Tecnología y Comunicaciones en los países de Chile y Perú, tal como se mencionan en el punto 2.1.

Dentro de los segmentos y mercados de la empresa se encuentran:

- **Mercado Personas:** Los servicios principales de este mercado, son la telefonía móvil, hogar, equipos y accesorios, servicios financieros y seguros, Carrier Billing y Carrier larga distancia internacional. En este segmento en el año 2021 se atendieron 4.490.297 clientes móviles suscripción (voz + bam + datos) y 3.636.187 de prepago con servicios de voz y datos. En hogar se alcanzó a 539.086 unidades generadoras de ingresos (UGI), a través de las cuales se entregaron servicios de telefonía e internet, complementados con TV satelital. (Entel, 2022)
- **Mercado Empresas:** Los servicios en este segmento se concentran en soluciones móviles (planes multimedia, banda ancha y roaming), Equipos (venta, accesorios, seguros), soluciones fijas (telefonía fija + internet banda ancha, larga distancia internacional, redes privadas de datos, entre otros) y soluciones tecnológicas (infraestructura cloud, aplicaciones, videoanalítica e internet de las cosas). En este segmento se prestan servicios a 130 mil empresas de distinto tamaño, con el fin de convertir a la compañía en su socio tecnológico y brindar apoyo en su transformación digital. (Entel, 2022)
- **Mercado Corporaciones:** Los principales servicios de este mercado, se concentran en soluciones móviles (servicio de voz, banda ancha móvil, roaming internacional, entre otros), soluciones fijas (redes de datos, telefonía pública, monitoreo de infraestructura y procesos de negocio, comunicaciones unificadas) y soluciones digitales (soluciones TI, Entel Ocean plataforma especializada de Entel, Entel CyberSecure que se refiere a la gestión de la seguridad y protección en la nube). En este mercado, se prestan soluciones convergentes de servicios móviles, fijos y digitales a 550 conglomerados y entidades públicas que requieren soluciones específicas. (Entel, 2022)

- Mercado Mayorista: En este segmento se provee servicios y arriendo de infraestructura de redes fijas y móviles a operadores de telecomunicaciones nacionales e internacionales. (Entel, 2022)
- Entel Call Center: En este segmento se integra la tecnología, procesos y personas para transformar las experiencias de los usuarios en Chile y Perú. Entre sus principales clientes destaca empresas privadas e instituciones gubernamentales. Dentro de los servicios que se ofrece, se encuentran los servicios de omnicanalidad, campaña de ventas, servicios back office, atención a clientes, servicios de consultaría, entre otros. (Entel, 2022)
- Entel Perú: En este segmento se cuenta con una amplia oferta de servicios dirigidos a personas, empresas de todos los tamaños y corporaciones. Los servicios de la compañía se dividen en dos grandes categorías para cubrir diferentes necesidades: Personas y Empresas. (Entel, 2022)

En la tabla N°2 se presentan los ingresos y EBITDA de los segmentos de Entel para el año 2021.

**Tabla N°2. Ingresos y EBITDA de los segmentos de Entel**

<b>Países y rubros donde opera Para el año 2021</b>	<b>Ingresos (en UF)</b>	<b>%</b>	<b>EBITDA (en UF)</b>	<b>%</b>
<b>Chile</b>				
Personas	34.506.536	31,96%	12.776.132	51,14%
Empresas	8.591.001	7,96%	3.597.125	14,40%
Corporaciones	8.082.455	7,49%	2.400.873	9,61%
Otros Negocios	30.876.896	28,60%	1.884.712	7,54%
<b>Perú</b>				
Telefonía Móvil y Fija Perú	25.911.127	24,00%	4.324.354	17,31%
<b>Total, sin eliminaciones</b>	<b>107.968.015</b>	<b>100,00%</b>	<b>24.983.196</b>	<b>100,00%</b>
Eliminaciones	28.588.174	0,00%	58.740	0,00%
<b>Total</b>	<b>79.379.841</b>	<b>100,00%</b>	<b>24.924.456</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A del 2021.*

De la Tabla N°2 es posible mencionar que el segmento de negocio con mayor ingreso y EBITDA es el segmento de Personas con un 31,96% y un 51,14% respectivamente.

Cabe mencionar que Entel es líder en este segmento con respecto a participación de mercado a nivel nacional, por lo que se explica que efectivamente el segmento persona en donde su principal servicio es la telefonía móvil considere el mayor % en cuanto a Ingreso y EBITDA. En Tabla N°2 también se menciona como segmento de negocios “Otros negocios”, el cual corresponde básicamente a servicios de infraestructura de redes prestados a ciertas sociedades filiales y a otras empresas operadoras de telecomunicaciones, tanto nacionales como internacionales y negocios de tráfico, se incluye también las operaciones de la filial de servicios de call center. (Entel, 2022)

Entel fue fundada en Chile en el año 1964 por el Ministerio de Hacienda como una entidad estatal para luego en el año 1992 pasar a ser privada, en el año 2000 ingresa a Perú para posteriormente en el año 2014 avanzar con el lanzamiento de la marca Entel Perú, luego de la compra Nextel Perú. (Entel, 2022)

Entre los años 2015 y 2019 continuó participando en el desarrollo de múltiples hitos de transformación digital, como el lanzamiento de la red 4G, primer operador en lograr cobertura nacional, despliegue del servicio fibra óptica hogar, nace Entel Ocean que es una unidad dedicada a desarrollar soluciones digitales avanzadas de alto valor para grandes corporaciones y finalmente en el 2019 junto a Ericsson se inician los primeros ensayos con tecnología 5G. (Entel, 2022)

En el año 2020 ante un escenario de incertidumbre y desafíos impuestos por la pandemia de Covid-19. La compañía tuvo una respuesta ágil que le permitió absorber con éxito el aumento de tráfico y cambios en el patrón de uso de la red derivado de las medidas de confinamiento. (Entel, 2022)

Para el año 2021, Entel fue una de las 3 empresas en adjudicar la licitación de la banda 3.5 GHz, necesaria para desarrollar la tecnología 5G en Chile. Para este año también, la compañía logra con éxito colocar su primer bono sostenible en el mercado internacional, en el cual se recaudaron alrededor de USD 800 millones. (Entel, 2022)

### **2.1.2. Principales accionistas**

A la fecha de junio 2022, Entel es una de las mayores sociedades anónimas que cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago, la cual cuenta con alrededor de 302.017.113

acciones de series únicas. Los principales accionistas se presentan en la tabla N°3 junto a su número de acciones suscritas, pagadas y su representación con respecto a la propiedad. (Comisión del Mercado Financiero, 2022)

**Tabla N°3. Principales accionistas de Entel S.A**

<b>Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)</b>	<b>Número de acciones suscritas</b>	<b>Número de acciones pagadas</b>	<b>% de propiedad</b>
INV ALTEL LTDA	165.674.102	165.674.102	54,86%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	12.438.540	12.438.540	4,12%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	10.896.313	10.896.313	3,61%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	10.795.770	10.795.770	3,57%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	8.313.051	8.313.051	2,75%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	6.537.258	6.537.258	2,16%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	6.472.995	6.472.995	2,14%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	5.976.117	5.976.117	1,98%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	4.549.485	4.549.485	1,51%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	3.966.531	3.966.531	1,31%
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES SOCIEDAD FIDUCIARI	3.382.159	3.382.159	1,12%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO C	3.195.651	3.195.651	1,06%

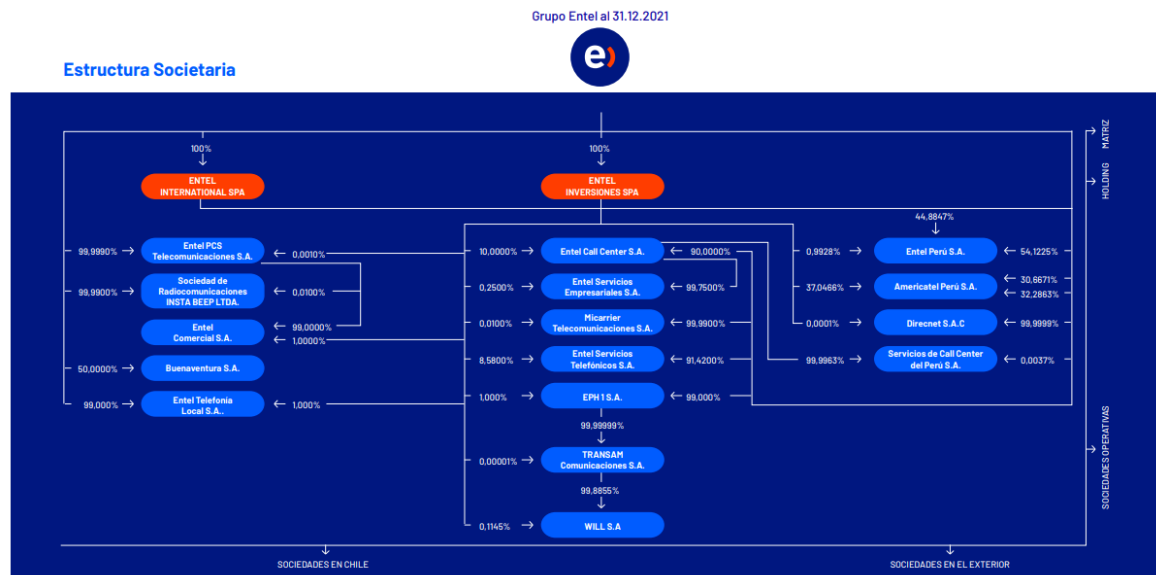
*Fuente: Elaboración Propia, información de la Comisión del Mercado Financiero a junio del 2022.*

Según la información de la tabla N°3, el mayor accionista corresponde a INV ALTEL LTDA (Filial de Almendral S.A cuya estructura corporativa se encuentra controlada por el grupo Matte 32,59%, grupo Fernández de León 12,04%, grupo Hurtado Vicuña 10,77%, grupo Consorcio 9,71%, grupo Izquierdo Menéndez 7,99%, grupo Gianoli 5,13% y Minoritarios 21,76% ) que representa el 54,86% de la propiedad, el resto se encuentra distribuido entre instituciones financieras y corredores de bolsa. (Entel, 2022)

### 2.1.3. Filiales

La estructura societaria de Entel junto a sus filiales se encuentra en la figura N°1.

Figura N°1. Estructura Societaria Entel



A continuación, se presenta una breve descripción de las filiales de Entel, cuya principal presencia se encuentra en Chile:

- Entel PCS Telecomunicaciones S.A: Tiene por objetivo el estudio, construcción y explotación de un sistema para prestar diversas clases de servicios de transmisión, comunicación, medición, facturación y cobranzas de telecomunicaciones móviles, además de comercializar, importar, exportar, distribuir y arrendar distintas clases de equipos para otorgar servicios de comunicaciones móviles. (Entel, 2022)
- Sociedad de Radiocomunicaciones INSTA BEEP LTDA: Esta sociedad desarrolla su negocio a través de la prestación de servicios de equipos busca personas o dispositivos localizados de radio mensajería. (Entel, 2022)
- Entel Comercial S.A: Tiene por objetivo la gestión comercial de todo el holding.



- Entel Inversiones S.A y Filial: Tiene por objetivo realizar inversiones en base a los objetivos corporativos, estén o no relacionados con el rubro de las telecomunicaciones. (Entel, 2022)
- Entel telefonía Local S.A: Brinda soluciones a las demandas de comunicación telefónica y multimedia a usuarios de alto consumo. (Entel, 2022)
- Entel Call Center S.A: Ofrece servicios de instalación, operación de plataformas de medios de telecomunicación para la misma compañía y/o terceros. (Entel, 2022)
- Entel Servicios Empresariales S.A: Brinda servicios de análisis, diseño, desarrollo, operación y mantención de software, servicios de asesorías y asistencia técnica, servicios por cuenta ajena de administración de sistemas, infraestructura de procesos, comercio electrónico, transacciones comerciales y contables, representación de proveedores nacionales y extranjeros de software-hardware y toda herramienta o equipamiento relacionado con las tecnologías de información. (Entel, 2022)
- Micarrier Telecomunicaciones S.A: Brinda servicios de instalación, operación, explotación y prestación de servicios de telecomunicaciones públicos y privados. (Entel, 2022)
- Entel Servicios Telefónicos S.A: Tiene por objetivo la prestación de servicios de telecomunicaciones en general, junto a su comercialización, distribución y representación de equipos. (Entel, 2022)
- TRANSAM Comunicaciones S.A: Tiene por objetivo proveer servicios de telefonía fija inalámbrica (a través de la filial WILL S.A), telefonía pública de larga distancia y arriendo de medios (red GSM para proveedor servicios de voz y SMS). (Entel, 2022)

- WILL S.A: Compañía de telefonía local inalámbrica y de transmisión de datos. (Entel, 2022)
- Entel Perú S.A: Tiene por objetivo la prestación de servicios de outsourcing TI en Perú. Proporciona servicios finales de telecomunicación, servicios de transmisión, almacenamiento y procesamiento de datos a Perú. (Entel, 2022)
- Americatel Perú S.A: Ofrece los servicios de internet y larga distancia, telefonía fija y transmisión de datos para PYMES en Perú. (Entel, 2022)
- Direcnet S.A.C: Brinda servicios públicos de distribución por cable de difusión por satélite a las actividades de telecomunicación. (Entel, 2022)
- Servicios de Call Center del Perú S.A: Tiene por objetivo ofrecer los servicios de call center para distintas industrias de Perú. (Entel, 2022)

## **2.2. Descripción de la industria**

### **2.2.1. Estado actual**

Durante el año 2021, la economía en el país creció producto de la administración de vacunas y el impacto a corto plazo de los retiros extraordinarios de los fondos de pensiones en el consumo. El PIB mostró un crecimiento del 11,7% en el año, En el contexto de una demanda interna creciente y restricciones por el lado de la oferta, la inflación alcanzó un 7% comparado al 2020. Respecto al mercado bursátil, el principal indicador de la plaza nacional, IPSA cerró el año con una ganancia de 3%. En materia regulatoria, durante los primeros meses del año se resolvieron los concursos 5G lanzados en 2020, con la asignación de 20 MHz en banda 700 a WOM, 30 MHz en banda AWS a WOM, 50 MHz a Telefónica (Movistar), Entel y WOM en espectro de banda 3,5 GHz. Con dicha publicación los concesionarios iniciaron los procesos de autorización de la infraestructura para cumplir con el proyecto técnico de los concursos y de esta forma a finales de diciembre se autorizó el uso comercial de la tecnología 5G. A partir de ello Entel comenzó a ofrecer conectividad 5G a sus clientes. (Entel, 2022)

La relevancia del sector se intensificó desde el inicio de la pandemia por Covid-19, dando papel crucial a la conectividad y tecnología en la vida de las personas. Este año, Chile se convirtió en el primer país de la región en asignar espectro para la tecnología 5G luego de proceso de subasta que se inició en el año 2020. El proceso incluyó la exigencia de un acceso mayor a las poblaciones rurales y desconectadas, así como a lugares estratégicos definidos por la autoridad. (Entel, 2022)

Con alrededor de 59,4 millones de contratos activos en Chile, la industria de las telecomunicaciones es una de las más masivas del país. Este rol se hizo más notorio desde la propagación de la pandemia, respaldado por las estadísticas de tráfico de datos, cantidad de conexiones y penetración en los servicios. (Entel, 2022)

Con relación a los ingresos, la industria de las telecomunicaciones en conjunto con la industria TI, habría acumulado los últimos 12 meses a septiembre del 2021 una cifra cercana a los 7,9 miles de millones de dólares, monto equivalente al 1,7% del PIB. En la figura N°2 se puede apreciar los ingresos (%) percibidos por servicio en la industria de las Telecomunicaciones. (Entel, 2022)

**Figura N°2. Ingresos porcentuales de la industria por servicios.**

Servicios	Ingresos de la industria (%)
Servicio Móvil Personas	28,9%
Terminales	16,2%
TV Paga	12,8%
Internet Hogar	9,6%
Telefonía fija Hogar	2,3%
Servicios TI	9,4%
Servicios Fijos Empresariales	13,6%
Servicio Móvil Empresas	7,2%

Fuente: Memoria de ENTEL S.A del 2021

La industria de las telecomunicaciones en Chile se encuentra diversificada por medio de tres segmentos: Telefonía (móvil y fija), Internet (móvil y fija) y Televisión pagada. Estos segmentos son regulados tanto por la comisión del mercado financiero (CMF) como la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL).

La participación de mercado para cada segmento se presenta en la tabla N°4.

**Tabla N°4. Participación de mercado en la industria de las telecomunicaciones en Chile**

<b>Empresa</b>	<b>Telefonía Móvil</b>	<b>Telefonía Fija</b>	<b>Internet Móvil</b>	<b>Internet Fija</b>	<b>Televisión Pagada</b>
Entel	32,20%	18,20%	34,40%	6,50%	0,00%
Telefónica	24,90%	35,40%	21,20%	29,50%	17,90%
Claro	21,30%	9,00%	17,80%	10,50%	10,60%
WOM	20,00%	0,00%	24,70%	0,00%	0,00%
VTR	0,90%	22,20%	1,10%	28,50%	30,70%
Virgin	0,40%	0,00%	0,40%	0,00%	0,00%
GTD	0,00%	12,90%	0,00%	7,8%	0,00%
Tel Sur	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%	0,00%
Mundo Pacífico	0,00%	0,00%	0,16%	14,30%	0,00%
Directv	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	21,20%
Otros	0,30%	2,30%	0,21%	10,70%	19,60%

*Fuente: Elaboración Propia, información a partir de las Estadísticas de la SUBTEL.*

- **Telefonía:** En este segmento se encuentra la telefonía fija y móvil, según la información proporcionada en la tabla N°4, Entel es la empresa con mayor participación en telefonía móvil con un 32,2% de participación seguida por Telefónica con un 24,9%, mientras que por el lado de la telefonía fija Telefónica es la empresa con mayor participación con un 35,4% seguida por VTR con un 22,2%. (Entel, 2022)
- **Internet:** Este segmento también se apertura entre lo que es Internet móvil e internet fijo. Por el lado del internet móvil la mayor participación corresponde a Entel con un 34,4% y por el lado del internet fijo la mayor participación es de Telefónica seguida muy de cerca por VTR con un 28,5%. (Entel, 2022)
- **Televisión Pagada:** Según la información proporcionada, la empresa con mayor participación en cuanto a televisión pagada es VTR con un 30,7%, cabe mencionar que para Entel la participación en este segmento es muy baja, lo que da un hincapié para asumir en los siguientes apartados, que la empresa comparable para Entel debería concentrar su participación en telefonía o internet móvil. (Entel, 2022)

### **2.2.2. Regulación y fiscalización**

La instalación, operación y explotación de los servicios de telecomunicaciones ubicados en el territorio nacional, se rigen por la Ley N°18.168, Ley General de Telecomunicaciones y sus normas complementarias. La aplicación y control de dicha normativa, la realiza el Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones, a través de la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL). Además de la SUBTEL, otra importante entidad reguladora y fiscalizadora en la industria de las telecomunicaciones es la comisión para el mercado financiero (CMF).

- Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL): Es un organismo dependiente del Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones. Su trabajo está orientado a coordinar, promover, fomentar y desarrollar las telecomunicaciones en Chile, transformando a este sector en motor para el desarrollo económico y social del país. Dentro de sus funciones se encuentran proponer las políticas nacionales en materias de telecomunicaciones, de acuerdo con las directrices del gobierno, ejercer la dirección y control de su puesta en práctica, supervisar a las empresas públicas y privadas del sector e el país, controlando el cumplimiento de las leyes, reglamentos y normas pertinentes. (Subsecretaría de Telecomunicaciones Chile, 2022)
- Comisión para el Mercado Financiero (CMF): Es un servicio público de carácter técnico que actúa como principal regulador y supervisor financiero en Chile. Entre sus principales objetivos se encuentran velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública. (Comisión para el Mercado Financiero, 2022)

### **2.2.3. Riesgos**

Cada empresa de telecomunicaciones lleva a cabo un modelo de gestión de riesgos para poder identificar, medir y afrontar los diversos riesgos en los que se ven expuestas. Los riesgos más comunes que se presentan en la Industria de las telecomunicaciones son los siguientes:

- **Riesgo de evolución tecnológica:** La rapidez con que evoluciona la tecnología hace imperativa la necesidad de revisar constantemente los proyectos de inversión, de tal forma que se encuentren alineados con la forma de entrega en los servicios de conectividad. El riesgo se apreciaría en un incumplimiento en las estimaciones iniciales de rentabilidad, debido a haber considerado un periodo de obsolescencia menor al que ocurriría por la evolución tecnológica. (Entel, 2022)
- **Tipo de Cambio:** Varias empresas del sector transan por medio de moneda extranjera a través de créditos bancarios, bonos emitidos y cuentas por pagar por mencionar algunos. Se apreciaría un impacto en los Estados Financieros producto de la fluctuación en las distintas líneas de pasivos ante una variación en las cotizaciones emitidas con el resto de las compañías extranjeras. (Entel, 2022)
- **Crédito:** Este riesgo tiene relación con los instrumentos financieros en general, que se consideraron para llevar a cabo la inversión en capital, existe un riesgo ante la posibilidad de que alguna de las contrapartes no sea capaz de cumplir con el contrato y obligaciones financieras. (Entel, 2022)
- **Regulatorio:** Las empresas de telecomunicaciones se rigen por la Ley General de Telecomunicaciones, las que a su vez determinan y establecen como principio general un régimen de Libre Competencia, en la cual se fijan con anterioridad ciertas normas a cumplir. Cualquier modificación a esta ley o normas ya establecidas, pueden traer consigo riesgos en el desarrollo de modelo de negocio de las distintas compañías. (Entel, 2022)
- **Liquidez:** Generalmente las empresas para minimizar el riesgo de liquidez llevan a cabo una política que les permita gestionar tanto activos como pasivos correctamente para poder cumplir con los pagos que se fijan en el corto y largo plazo. (Entel, 2022)

- Mercado: El riesgo por mercado tiene relación con la pérdida de valor del activo ante una fluctuación en el precio, en la industria de las telecomunicaciones donde las operaciones de las compañías se encuentran establecidas en Chile, éstas son sensibles a las fluctuaciones económicas y estabilidad política del país. En periodos de bajo crecimiento económico, alto desempleo, problemas de seguridad social, entre otros, pueden generar una baja demanda de los productos y morosidad en el pago de los servicios proporcionados. (Entel, 2022)
- Tasas de interés: Dada la naturaleza de inversión a largo plazo que predomina en las industrias de las telecomunicaciones, estas se ven envueltas en un riesgo de tasas de interés, por lo que resulta imperativo llevar a cabo una mejor estimación del gasto financiero, inversión y control sobre estos mismos. (Entel, 2022)

Con respecto a la empresa a valorar, Entel lleva a cabo un modelo de control interno y de gestión de riesgos que se basa en el estándar COSO ERM (Committee of Sponsoring Organizations, de la Comisión Treadway), en la ISO 31.000, que establece principios y directrices para la gestión de riesgos y el proceso en todos los niveles de la organización y en el modelo COBIT (Control Objectives for Information and Related Technology), marco de trabajo para el buen gobierno y gestión de las tecnologías de la información. Por medio de estos modelos, la compañía puede gestionar los riesgos que logran identificar con base en reportes de especialistas para poder posteriormente evaluarlos y priorizarlos, de esta forma es factible asignar responsables que puedan llevar a cabo un seguimiento a través de un monitoreo periódico de acciones de mitigación y control. (Entel, 2022)

#### **2.2.4. Empresas comparables**

Según la distribución de mercado que tienen las diversas empresas del sector, Entel es líder tanto en internet como en telefonía móvil, con un 34,4% y un 32,2% respectivamente, por lo que un buen indicador de empresas comparables sería ver aquellas compañías que siguen a Entel en cuanto a participación, que transen en Bolsa y consideren similares segmentos de negocios, entre las que se encontrarían Telefónica

Chile S.A (Movistar) y Claro (filial de América Móvil) que junto a Entel comprenden más del 73% del mercado.

### **Telefónica Chile S.A**

Telefónica Chile es una empresa del rubro de las telecomunicaciones enfocada en la prestación de servicios fijos, con una amplia oferta en productos de servicios de voz (telefonía local, larga distancia y comercialización de equipos), banda ancha fija, televisión digital y comunicaciones de empresas (incluyendo telecomunicaciones, prestación de servicios de datos, servicios complementarios, circuitos y otros), con presencia en el 100% de las comunas del país. En el año 2005, separó su división móvil de su matriz, llamada Telefónica Móvil, a Telefónica Móviles, ante la fusión con la compañía Bellsouth Chile (actual AT&T), dando origen entonces a móvil Movistar Chile. En la actualidad, Movistar es la mayor comunidad de clientes de Chile, con más de 10 millones de clientes y sobre 14 millones de accesos. (Telefónica Chile S.A, 2022)

Según lo presentado y a modo de resumen, en la Tabla N°5 se presentan los principales antecedentes de Telefónica Chile S.A.

**Tabla N°5. Antecedentes de Telefónica Chile S.A**

<b>Antecedentes Empresa</b>	
Ticker o Nomenclatura	CTC
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Telefónica Chile es una empresa del rubro de las telecomunicaciones enfocada en la prestación de servicios fijos, con una amplia oferta en productos de servicios de voz, banda ancha fija, televisión digital y comunicaciones de empresas.

*Fuente: Elaboración Propia, información a partir de la Memoria de Telefónica S.A 2021.*

### **América Móvil S.A.B de C.V**

América Móvil S.A.B de C.V es una empresa de telecomunicaciones constituida en México en el año 2000. Con el paso del tiempo, ha adquirido otras compañías del rubro permitiéndole adquirir presencia entregando servicios de telecomunicaciones en más de 25 países de América Latina, Europa, Estados Unidos y el Caribe. América Móvil S.A.B de C.V brinda servicios de voz móvil y fija, acceso a internet, datos móviles y fijos, televisión pagada, venta de equipos, servicios de contenido multimedia, audio y



video, servicios editoriales y de call center. En América Latina, opera bajo las marcas Telcel, Telmex y Claro, en Estados Unidos a través de la marca TracFone, mientras que en Europa lo hace a través de Telekom Austria Group. Claro Chile es una de las principales empresas de telecomunicaciones del país, con alrededor de 6 millones de clientes. Dentro de sus primordiales servicios se encuentran telefonía fija, soluciones móviles, internet, televisión digital, servicios TI y Data Center. (América Móvil S.A.V de C.V, 2022)

Según lo presentado y a modo de resumen, en la Tabla N°6 se presentan los principales antecedentes de América Móvil S.A.B de C.V.

**Tabla N°6. Antecedentes de América Móvil S.A.B de C.V**

<b>Antecedentes Empresa</b>	
Ticker o Nomotécnico	AMX-A, AMX-L, AMOV
Mercado donde transa sus acciones	NASDAQ, EEUU, BMV, MEXICO
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Es la empresa líder en el sector de telecomunicaciones móviles de América Latina. Mantiene operaciones en 18 países del continente americano, en 7 países de Europa. Presta servicios de telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión.

*Fuente: Elaboración Propia, información a partir de los reportes de América Móvil S.A.B de C.V 2021.*

A continuación, se presentan las tablas N° 7 y 8 con información de los Ingresos y EBITDA de las empresas comparables: Telefónica S.A y América Móvil S.A.B de C.V respectivamente.

**Tabla N°7. Ingresos y EBITDA de la empresa comparable Telefónica S.A 2021**

<b>Países y rubros donde opera</b>	<b>Telefónica S.A 2021 Ingresos</b>	<b>%</b>	<b>Telefónica S.A 2021 EBITDA</b>	<b>%</b>
<b>Para el año 2021 (en UF)</b>				
<b>Chile</b>				
Telefónica Fija	13.492.647	51,67%	11.571.530	63,91%
Comunicaciones y datos de empresas	5.793.812	22,19%	5.041.449	27,84%
Servicios de televisión	4.396.787	16,84%	3.834.002	21,17%
Servicios de personal	2.429.108	9,30%	-2.339.886	-12,92%
<b>Total</b>	<b>26.112.354</b>	<b>100,00%</b>	<b>18.107.094</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente: Elaboración Propia, información a partir de la Memoria de Telefónica S.A 2021.*

**Tabla N°8. Ingresos y EBITDA de la empresa comparable América Móvil S.A.B 2021**

<b>Países y rubros donde opera</b>	<b>América Móvil</b>	<b>%</b>	<b>América Móvil</b>	<b>%</b>
<b>Para el cuarto trimestre del 2021 (en moneda respectiva de cada país)</b>	<b>4T 2021 Ingresos</b>		<b>4T 2021 EBITDA</b>	
<b>México</b>				
Telecomunicaciones	130.285.063	43,10%	57.925.292	47,05%
<b>Brasil</b>				
Telecomunicaciones	61.532.285	20,36%	25.535.081	20,74%
<b>Colombia</b>				
Telecomunicaciones	24.891	0,01%	10.880	0,01%
<b>Perú</b>				
Telecomunicaciones	13.162.765	4,35%	4.211.454	3,42%
<b>Ecuador</b>				
Telecomunicaciones	8.177.389	2,71%	3.788.751	3,08%
<b>Chile</b>				
Telecomunicaciones	6.734.633	2,23%	1.228.779	1,00%
<b>Argentina</b>				
Telecomunicaciones	9.182.850	3,04%	3.572.673	2,90%
<b>Centroamérica</b>				
Telecomunicaciones	19.354.205	6,40%	8.429.972	6,85%
<b>Caribe</b>				
Telecomunicaciones	15.281.298	5,06%	5.683.127	4,62%
<b>Austria</b>				
Telecomunicaciones	21.051.909	6,96%	7.223.089	5,87%
<b>Europa del Este</b>				
Telecomunicaciones	17.471.233	5,78%	5.494.487	4,46%
<b>Total</b>	<b>302.258.519</b>	<b>100,00%</b>	<b>123.103.586</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración Propia, información a partir de los reportes de América Móvil S.A.B de C.V 2021.

De las Tablas N°7 y 8, es posible apreciar que con respecto a la empresa comparable de Telefónica S.A presenta similares segmentos con respecto a los que se brindan en

Entel S.A, siendo su mayor ingreso con respecto a la telefonía fija (51,67%) principal segmento también, si se compara en con respecto a su EBITDA que alcanza un 63,91%. Por el lado de la otra empresa que podría ser comparable, que corresponde a América Móvil, sus principales ingresos corresponden a México con un 43,1% y en EBITDA es de 47,05%. Si bien, esta última empresa no opera solo en Chile y Perú como si lo realiza Entel, presenta segmentos similares en Chile con su filial de Claro, siendo la tercera en cuanto a participación de mercado en empresas de Telecomunicaciones y además transa en Bolsa, por lo que sería una buena candidata de empresa para ser comparable, de igual forma para Telefónica que viene luego de Entel en cuanto a participación de mercado, la cual al tener sólo filiales en Chile puede ser más similar a lo que es Entel independiente que el mayor % de Ingresos sea en Telefonía fija igual tiene operaciones y entrega de servicio con foco en Telefonía fija.

### 3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

El financiamiento de Entel está compuesto por créditos bancarios, bonos locales y bonos emitido en el mercado internacional. Además de una porción menor de proveedores del grupo Entel que generan permanentemente obligaciones comerciales por pagar en moneda extranjera. Al año 2021, se presentaron mayores gastos financieros, los cuales están asociados principalmente a los costos netos de reestructuración de deuda, donde se presenta una pérdida de \$17.368 millones de pesos, que corresponden al efecto neto en resultados de la operación mediante la cual se realiza recompra de deuda en bonos (USD\$ 800 millones) que mantenía la compañía y que simultáneamente se emite un nuevo bono por idéntico valor con vencimiento el año 2032, con la finalidad de pagar los bonos recomprados anticipadamente. El nuevo bono Entel 2032 se estructuró amparado en criterios de Sostenibilidad, convirtiéndose con ello en la primera emisión de Entel con esta característica. (Entel, 2022)

#### 3.1. Deuda Financiera

Según la información financiera disponible en los Estados Financieros comprendidos entre los años 2018 y Junio de 2022, se considera como Deuda Financiera a los préstamos que devengan intereses y las obligaciones con tenedores de bonos, tal como se presentan en la tabla N°9.

Tabla N°9. Deuda Financiera de Entel

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Total corriente	654.172	705.918	663.136	6.165.387	9.667.064
Préstamos que Devengan Intereses	28.854	17.829	22.069	1.541.836	2.417.533
Obligaciones con tenedores de Bonos	625.318	688.089	641.066	4.623.551	7.249.532
Total no corriente	64.919.125	69.484.749	63.647.222	62.452.467	70.997.513
Préstamos que Devengan Intereses	12.961.137	6.027.529	3.791.865	3.131.314	3.559.755
Obligaciones con tenedores de Bonos	51.957.988	63.457.220	59.855.357	59.321.153	67.437.758
<b>Total Deuda Financiera</b>	<b>65.573.297</b>	<b>70.190.667</b>	<b>64.310.358</b>	<b>68.617.854</b>	<b>80.664.577</b>

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de Entel S.A del 2021.

Con respecto a la tabla N°9, es posible apreciar que la deuda financiera experimenta un alza en el año 2019 con respecto al año 2018, sin embargo, disminuye al año 2020 para luego volver a aumentar en el año 2021, este aumento se explica principalmente por pagos extraordinarios de licenciamiento 5G y dividendos. La deuda financiera se

encuentra compuesta por varias líneas del Estado Financiero, por el lado de los préstamos que devengan intereses corresponden a los saldos vigentes de créditos bancarios, el más reciente con fecha 26 de octubre de 2021 la filial Entel Perú suscribió un crédito por un total de soles 60 millones a un plazo de seis meses con el banco Scotiabank del Perú. Con respecto a las obligaciones con tenedores de bonos, estos corresponden a la suma de los saldos de capital vigentes reconocidos a costo amortizado como por ejemplo a la colocación de bonos 144A en el mercado internacional en septiembre del 2021 por USD 800 millones, con un plazo de procedimiento promedio de 10,5 años y una tasa fija anual de USD +3,05%. (Entel, 2022)

### 3.2. Patrimonio Económico

El Patrimonio Económico se encuentra determinado por las acciones suscritas y pagadas para cada año, junto al precio de la acción, es decir, se multiplica el N° total de acciones por el precio de la acción, tal como se indica en la tabla N°10.

**Tabla N°10. Patrimonio Económico de Entel**

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Número de acciones	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Precio de la acción (UF)	0,14	0,14	0,12	0,09	0,09
<b>Patrimonio Económico</b>	<b>43.759.179</b>	<b>42.342.228</b>	<b>35.053.119</b>	<b>28.056.097</b>	<b>27.958.646</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de Entel S.A del 2021.*

Según la información proporcionada de la tabla N°10, se aprecia una disminución en el monto del Patrimonio Económico, específicamente debido a la baja que ha tenido el precio de la acción (el número de acciones se ha mantenido constante en el periodo de análisis).

### 3.3. Valor Económico

Al obtener la Deuda Financiera y Patrimonio Económico para cada año, es posible obtener el Valor Económico, que viene dado por  $V = B+P$  y se aprecia en la tabla N°11 a continuación.

**Tabla N°11. Valor Económico de Entel**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Valor Deuda Financiera (B)	65.573.297	70.190.667	64.310.358	68.617.854	80.664.577
Patrimonio Económico (P)	43.759.179	42.342.228	35.053.119	28.056.097	27.958.646
<b>Valor Económico (V)</b>	<b>109.332.477</b>	<b>112.532.894</b>	<b>99.363.477</b>	<b>96.673.951</b>	<b>108.623.224</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de Entel S.A del 2021.*

Según los resultados obtenidos de la tabla N°11, es posible comentar que el Valor Económico se explica en mayor medida por el Valor de la Deuda Financiera que del Patrimonio Económico, lo que permite inferir que el Valor económico de Entel se encuentra mayoritariamente conformado por deuda, para esto la empresa vela por mantener índices de endeudamiento y de cobertura de gastos financieros razonables en el tiempo, considerando el objetivo de tener una clasificación de riesgo “grado de inversión”. (Entel, 2022)

### 3.4. Estructura de capital histórica y objetivo

Para la estructura de capital se procederá a revisar a cuánto equivale la deuda financiera y patrimonio sobre el valor económico y a su vez la deuda sobre el patrimonio, junto la estructura de capital promedio a 5 y 3 años. En la tabla N°12, se puede observar la estructura obtenida para cada periodo.

**Tabla N°12. Estructura de capital de Entel**

En %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	E.C. Histórica Promedio 2018-Jun 22	E.C. Histórica Promedio 2020-Jun 22	E.C. Objetivo
B/V	59,98%	64,20%	58,82%	62,76%	73,78%	66,35%	70,11%	62,76%
P/V	40,02%	38,73%	32,06%	25,66%	25,57%	33,65%	29,89%	32,06%
B/P	149,85%	165,77%	183,47%	244,57%	288,51%	197,19%	234,54%	183,47%

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de Entel S.A del 2021.*

Además, se procederá a obtener algunas estadísticas descriptivas que apoyarán la decisión de cuál será la estructura de capital objetivo, las cuales se presentan en la tabla N°13:

**Tabla N°13. Estadística descriptiva con respecto a la deuda financiera, patrimonio y valor económico.**

En %	Promedio	Mediana	Mínimo	Máximo	Desviación Estándar
B/V	63,91%	62,76%	58,82%	73,78%	5,92%
P/V	32,41%	32,06%	25,57%	40,02%	6,90%
B/P	206,43%	183,47%	149,85%	288,51%	58,25%

*Fuente: Elaboración Propia*

A medida que ha transcurrido el tiempo, al observar la tabla N°12, se aprecia que para todos los periodos la empresa se ha financiado más por deuda que por patrimonio, lo que permite hacerse una idea de cómo será la estructura de capital o financiamiento de la compañía en el futuro.

Para determinar la Estructura de Capital Histórica Objetivo se considera la mediana de los periodos comprendidos entre diciembre del 2018 a junio 2022 que se calculó en la tabla N°13. Se consideró la mediana por sobre el promedio, dado que desde el año 2021 se presenta una dispersión muy alta que se incrementa en el año 2022, por lo que el promedio refleja un sesgo en la información por la información que se encuentra más dispersa entre los periodos extremos del inicio y el fin, 2018 y 2022 respectivamente. Además, se opta por considerar todo el periodo de análisis, dado que producto de un acontecimiento excepcional (pandemia) en la estructura de capital de Entel predominó e incrementó el nivel de endeudamiento, cuya alza se relaciona a que Entel para el año 2021 con respecto al 2020 presentó aumentos en sus ingresos de 14,6% impulsados por una expansión en los ingresos de servicios y equipos móviles, servicios residenciales "Entel Fibra" junto a una recuperación de los servicios fijos en los segmentos corporativos y empresas impulsados por los servicios digitales impactados positivamente por la industria de la educación asociado a la pandemia (Entel, 2022).

En base a estos datos, se podrá considerar como supuesto que, para la proyección del balance, el supuesto fuerte recae en que existe una estructura objetivo-fija a través del tiempo y en base a esta, se realizará la proyección para el resto.

#### 4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

En este capítulo se estimará el Beta Patrimonial de la acción mediante el modelo de mercado ( $R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i}$ ).

Primero se obtuvieron los precios semanales de la acción de Entel y del índice de mercado (IGPA) en el periodo desde el 26 de junio del 2020 al 24 de junio del 2022, considerando precio de cierre al día viernes de cada semana.

Posteriormente se calcularon los retornos semanales para ambos precios de acción y por medio del modelo de mercado, en el cual  $R_{t,i}$  es el retorno semanal de la acción de Entel y  $R_{t,m}$  es el retorno semanal del índice IGPA.

En la tabla N°14 se podrán apreciar los datos obtenidos al realizar la regresión de los retornos, de los cuales es posible estimar el beta de la acción que representará la medición al riesgo de mercado que tiene Entel.

**Tabla N°14. Datos de la estimación del beta**

	jun-22
Beta de la acción	1,0169
P-value	0
Nº observaciones	104
R <sup>2</sup>	0,3480
Presencia bursátil	100%

*Fuente: Elaboración Propia, según los precios de cierre obtenidos de Investing y la Bolsa de Comercio de Santiago.*

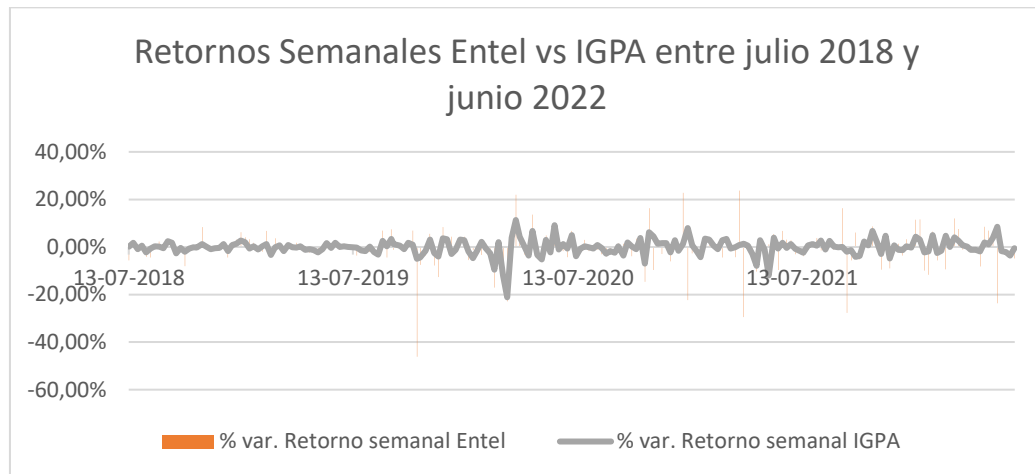
De la tabla N°14 que presenta un resumen de la información relevante para la estimación del beta, permite inferir que el beta que representa una medida de sensibilidad de las variaciones del precio de cierre de las acciones de Entel con respecto a las del índice IGPA, al ser positivo este se comportará de la misma manera que el índice de mercado, es decir, si el precio de mercado sube el precio de Entel también lo hará solo que en menor medida.

Se calculan los betas para otros periodos de análisis con el fin de comparar la variación que ha experimentado con el tiempo, siendo para un periodo de julio 2018 a junio 2020 de 1,3647 y de julio 2019 a junio 2021 de 1,0411, más altos con respecto al obtenido a



junio 2022. En el siguiente gráfico se puede apreciar la variación de los retornos frente a cada periodo de análisis:

**Gráfico N°1. Retornos semanales de Entel con respecto a IGPA para un periodo de junio 2018-2022**



*Fuente: Elaboración Propia.*

Del gráfico se aprecia mayores variaciones entre los retornos a partir del año 2020 en especial para la empresa Entel con retornos que rondan entre el -40% y 20% y que persisten en el periodo de análisis lo que permite inducir a una explicación de la diferencia de betas para cada periodo de análisis.

Con respecto al P-value, se obtuvo que esta se encuentra en un 0% lo que determina una significancia menor al 5%, es decir, será significativa y por ende se podrá considerar para el análisis y estimación del costo de capital.

La presencia bursátil registrada por las acciones de Entel desde Junio del 2021 hasta la fecha de hoy ha sido de un 100% (Bolsa de comercio de Santiago, 2022), calculada de acuerdo a la Norma de Carácter General N°327 del 17/01/2012, de la Superintendencia de Valores y Seguros y que considera las transacciones efectuadas en la Bolsa de Comercio de Santiago (Entel, 2022). Al considerar un 100% de presencia bursátil, es posible decir que las acciones de Entel son líquidas y pueden tener un alto movimiento facilitando la venta, a su vez permite confirmar que el beta puede ser representativo para el análisis.

#### 4.1. Costo de la deuda

El costo de la deuda viene dado por la última tasa de mercado del bono de más largo plazo que posee Entel a la fecha de valoración, que sería la colocación de bonos en el mercado local en julio del 2014 por UF 7 millones, con un plazo de vencimiento de 21 años y a una tasa fija anual de UF +3,05% (Entel, 2022). El bono al día 30 de junio de 2022 presenta una Yield to Maturity (YTM) de 3,052% (Eikon Refinitiv, 2022).

Por lo tanto, se tiene:  $K_b = 3,05\%$

#### 4.2. Beta de la deuda

Utilizando CAPM (Capital Asset Pricing Model) y la tasa del costo de la deuda se determinará el beta de la deuda ( $\beta_b$ ).

Además, de los siguientes datos:

Tasa libre de riesgo:  $R_f = 2,14\%$  (BCU-30 al 30 de junio de 2022).

Premio por riesgo de mercado:  $PRM = 7,00\%$  (Premios por riesgo de mercado obtenidos de Damodaran para Chile a enero del 2022).

Costo de la deuda:  $K_b = 3,05\%$

Por medio de CAPM:

$$K_b = R_f + \beta_d \cdot PRM$$

Donde:  $K_b$  es el costo de la deuda,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $PRM$  es el premio por riesgo de mercado.

$$3,05\% = 2,14\% + \beta_d \cdot 7,00\%$$

$$\beta_d = 0,1304$$

#### 4.3. Estimación del beta patrimonial

El Beta patrimonial con deuda ( $\beta_p^{c/d}$ ) será el beta de la acción calculado por los retornos semanales entre el periodo 01 de julio del 2020 y 30 junio del 2022.

$$\beta_p^{c/d} = 1,0169$$

#### 4.4. Beta patrimonial sin deuda

Para determinar el beta patrimonial sin deuda, se procederá a desapalancar el beta de la acción considerando la estructura de capital histórica promedio y la tasa de impuesto corporativa histórica.

Como la tasa de impuesto corporativa histórica es por país, y Entel tiene líneas de negocio en Chile y Perú, se procederá a considerar ambas tasas de impuesto ponderadas por los ingresos que se generan entre las líneas de ambos países. El resumen de tasas ponderadas por los ingresos de cada país se puede observar en la tabla a continuación:

**Tabla N°15. Tasas de impuesto corporativas para Chile y Perú entre 2018 y 2022**

	Tasas	Ingresos
Chile	27,00%	76,00%
Perú	29,50%	24,00%
Total Ponderado	27,60%	

Fuente: Elaboración Propia, según información de <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/countrytaxrates.xls>

Por lo tanto, según la información propuesta en la tabla N°15, la tasa de impuesto ( $t_c$ ) será igual a 27,6%.

Para determinar la estructura de capital promedio entre el año 2018 y 2022 que es el periodo considerado para el beta de la acción, se vuelve a revisar la información estimada en la tabla N°12 columna "E.C. Histórica Promedio 2018-Jun\_22" que entrega la siguiente información:

$$B/V=66,35\%$$

$$P/V=33,65\%$$

$$B/P=197,19\%$$

Estos datos determinados anteriormente, serán los utilizados como estructura de capital promedio para desapalancar el beta de la acción.

Por medio de la siguiente ecuación se procederá a obtener el beta patrimonial sin deuda:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[ 1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

Donde:  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda,  $\beta_p^{s/d}$  es el beta patrimonial sin deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativa histórica,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital promedio histórica.

Considerando como datos:

$$\beta_p^{c/d} = 1,0169$$

$$t_c = 27,6\%$$

$$B/P = 197,19\%$$

$$\beta_d = 0,1304$$

Reemplazando en la ecuación se tiene:

$$1,0169 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 27,6\%) \cdot 197,19\%] - 0,1304 \cdot (1 - 27,6\%) \cdot 197,19\%$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,4537$$

#### **4.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo**

Para determinar el beta patrimonial con deuda, se apalanca el beta patrimonial sin deuda considerando la estructura de capital objetivo de Entel y se utiliza la tasa de impuesto corporativa de largo plazo.

Supuestos a considerar:

1. La estructura de capital objetivo de la empresa corresponde a la mediana entre el periodo de dic-2018 a jun-2022 que se determinó en la tabla N°12 columna "E.C. Objetivo", siendo B/P=183,47%.
2. La tasa de impuesto a largo plazo será la tasa de impuestos corporativa ponderada para Chile-Perú, calculada en la tabla N°14, siendo  $t_c = 27,6\%$ , es decir, se mantendrá estable en el largo plazo.

Por medio de la siguiente ecuación se procederá a obtener el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \cdot \left[ 1 + (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P} \right] - \beta_d \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{P}$$

Donde:  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo,  $\beta_p^{s/d}$  es el beta patrimonial sin deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativa de largo plazo,  $\beta_d$  es el beta de la deuda, y  $\frac{B}{P}$  es la estructura de capital objetivo.

Considerando como nuevos datos:

$$B/P = 183,47\%$$

Reemplazando en la ecuación se tiene:

$$\beta_p^{c/d} = 0,4508 \cdot [1 + (1 - 27,6\%) \cdot 183,47\%] - 0,1304 \cdot (1 - 27,6\%) \cdot 183,47\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,9777$$

#### 4.6. Costo patrimonial

Para determinar el costo patrimonial, se procederá a utilizar CAPM para estimar la tasa de costo patrimonial considerando el beta patrimonial con deuda, que incluye la estructura de capital objetivo de Entel.

Considerando la ecuación de CAPM como:

$$K_P = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

Donde:  $k_p$  es el costo patrimonial,  $R_f$  es la tasa libre de riesgo,  $\beta_p^{c/d}$  es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y  $PRM$  es el premio por riesgo de mercado.

Se tienen los siguientes datos:

$$R_f = 2,14\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,9777$$

PRM=7,00%

Al reemplazar en la ecuación se tiene:

$$K_p = 2,14\% + 0,9777 \cdot 7,00\%$$

$$K_p = 8,98\%$$

#### 4.7. Costo de capital

Para calcular el costo de capital se considerará el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC, por sus siglas en inglés).

Por medio de la siguiente ecuación:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

Donde:  $k_0$  es el costo de capital promedio ponderado,  $\frac{P}{V}$  es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo),  $k_p$  es el costo patrimonial,  $k_b$  es el costo de la deuda,  $t_c$  es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y  $\frac{B}{V}$  es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

Considerando los siguientes datos (tanto P/V y B/V corresponden a la estructura de capital objetivo, tabla N°12 columna "E.C. Objetivo"):

$$K_p = 8,98\% \quad P/V = 32,06\% \quad K_b = 3,05\% \quad t_c = 27,6\% \quad B/V = 62,76\%$$

Al reemplazar en la ecuación se tiene:

$$K_0 = 8,98\% \cdot 32,06\% + 3,05\% \cdot (1 - 27,6\%) \cdot 62,76\%$$

$$K_0 = 4,27\%$$

Por lo tanto, el costo de capital promedio ponderado (WACC) de Entel es de 4,27%. Esta será la tasa que se utilizará para descontar los flujos futuros de la empresa en base al método de flujo de caja descontados. La tasa WACC obtenida permitirá medir y comparar si el precio de la acción que se obtendrá luego de la valoración será rentable para la compañía, de todas formas, al ser una estimación se procederá a revisar distintas sensibilidades con la tasa para ver los impactos en la valoración, en especial por el supuesto del Beta Patrimonial.

## 5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

### 5.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Entel cerró el año 2021 informando ingresos consolidados totalizados de UF 79.379.841, mientras que por el lado del EBITDA consolidado llegó a UF 24.924.456 lo que representa un crecimiento interanual de 12,9% respecto al año anterior. En un año que continuó marcado por la pandemia de Covid-19 y la incertidumbre económica, la empresa pudo seguir adelante por medio de la renovación de plataformas digitales, mejoras de infraestructura de la red, incorporación de analítica avanzada e inteligencia artificial, fomento de la colaboración multidisciplinaria y la focalización de los recursos en las áreas de mayor valor (Entel, 2022). Si bien estas iniciativas permitieron un crecimiento en la empresa, también lo hicieron las siguientes líneas:

- **Negocio móvil en Chile:** Independiente del alto contexto competitivo de este segmento, Entel logró mantener su liderazgo en el segmento móvil. La base de clientes aumentó en un 9% respecto a diciembre del 2020, alcanzando los 10,2 millones de clientes. Nuevamente la compañía lideró la portabilidad neta de suscripción, con una adición neta de 146 mil clientes. Durante el año 2021 se lograron grandes hitos como las interacciones digitales con los clientes y el comercio electrónico, permitiendo que por medio de la transformación digital una mayor innovación (Entel, 2022).
- **Entel Perú:** En este segmento se presentó un crecimiento de la base de usuarios de prepago y pospago de un 10,1% que finalizando el año alcanzó los 9,9 millones de clientes más. Siendo Perú pionero en Latinoamérica en lanzar servicios 5G con crecimiento en ventas digitales (Entel, 2022).
- **Negocio hogar en Chile:** Intensa competencia gracias al despliegue de la fibra óptica, alcanzando una cobertura de 769 mil hogares lo que representó 234 mil RGU (Unidades Generadoras de Ingreso por su sigla en inglés) a diciembre 2021, un 66% más que el cierre del año anterior (Entel, 2022).
- **Despliegue 5G:** En el año 2021, Entel fue uno de los tres operadores que ganaron la licitación de la banda 3,5 GHz, indispensable para desarrollar la tecnología 5G

en Chile. Esto permitió la instalación de 400 nuevas antenas habilitando la red a 33 comunas en primera instancia.

Entel se ha mantenido como líder en la industria de las telecomunicaciones en los servicios móviles, alcanzando al último trimestre del año 2021 una participación de mercado de aprox. un 39%. Los ingresos por segmento y país para Entel se aprecian en la tabla N°16:

**Tabla N°16. Ingresos por segmento y país de Entel S.A**

<b>En UF (*)</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
<b>Chile</b>	<b>80.489.541</b>	<b>80.903.047</b>	<b>80.087.200</b>	<b>82.056.888</b>	<b>42.749.332</b>
Personas	31.243.902	29.639.472	31.254.024	34.506.536	17.987.766
Empresas	10.208.931	9.128.250	8.547.530	8.591.001	4.167.478
Corporaciones	8.155.285	8.024.457	8.134.845	8.082.455	3.891.571
Otros Negocios	30.881.423	34.110.868	32.150.800	30.876.896	16.702.517
<b>Perú</b>	<b>18.628.430</b>	<b>24.940.913</b>	<b>23.397.317</b>	<b>25.911.127</b>	<b>15.428.261</b>
Telefonía Móvil y Fija Perú	18.628.430	24.940.913	23.397.317	25.911.127	15.428.261
<b>Total</b>	<b>99.117.971</b>	<b>105.843.959</b>	<b>103.484.517</b>	<b>107.968.015</b>	<b>58.177.594</b>

(\*) Sin eliminaciones

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Antes de entrar en detalle sobre los ingresos, se presenta a continuación la tabla N°17 con la ponderación de ingresos:

**Tabla N°17. Ponderación de Ingresos por segmento y país de Entel S.A**

<b>En %</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
<b>Chile</b>	<b>81,21%</b>	<b>76,44%</b>	<b>77,39%</b>	<b>76,00%</b>	<b>73,48%</b>
Personas	31,52%	28,00%	30,20%	31,96%	30,92%
Empresas	10,30%	8,62%	8,26%	7,96%	7,16%
Corporaciones	8,23%	7,58%	7,86%	7,49%	6,69%
Otros Negocios	31,16%	32,23%	31,07%	28,60%	28,71%
<b>Perú</b>	<b>18,79%</b>	<b>23,56%</b>	<b>22,61%</b>	<b>24,00%</b>	<b>26,52%</b>
Telefonía Móvil y Fija Perú	18,79%	23,56%	22,61%	24,00%	26,52%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Como se puede apreciar en el tabla N°16, los ingresos al año 2021 experimentaron un alza de un 11,23%, los principales ingresos de la compañía que equivalen a aprox. un 32% se concentraron en el segmento Personas según lo que se puede apreciar en la tabla N°17, destacando el negocio móvil y equipos con una participación de un 90,4% y



un 9,6% los servicios fijos, siendo el aumento con respecto al año 2020 de un 8,6%. Estos resultados en el negocio móvil se debieron principalmente a cómo la compañía potenció su oferta a través de los canales digitales, su atractiva oferta de terminales y servicios de valor agregado.

El segundo segmento con mayor ingreso en la empresa (28,6%) lo tiene el segmento Otros Negocios, conformado por el Mercado Mayorista y Entel Call Center. Con respecto al Mercado Mayorista para el año 2021 siguió operando el acuerdo voluntario de roaming nacional para sitios 3G con foco en completar los proyectos técnicos, brindar servicios 4G y explorar los beneficios de las redes móviles de quinta generación permitiendo a su vez completar la cobertura de fibra óptica y disponer de nuevos servicios a bajo costo. Por el lado de Entel Call Center, este estuvo marcado por el traslado a nuevas oficinas diseñadas para trabajo híbrido, colaborativo y flexible permitiendo avanzar a una transformación digital que aporte con mayor información de valor para el diseño de las estrategias de gestión de experiencia (Entel, 2022).

Si bien en todos los segmentos se experimentó un alza de los ingresos, el otro principal segmento que experimentó un crecimiento mayor fue la telefonía fija y móvil en Perú con un 24% de ponderación en los ingresos, prestando sus servicios a clientes Personas y Empresas. Los buenos resultados que obtuvo esta línea se debieron al aumento en la base de abonados de pospago, el incremento en las ventas del comercio electrónico, los servicios de colaboración en el segmento Empresas y los servicios de valor añadido (al igual que en Chile) como el OTT (Over the top, que suelen ser servicios de streaming) en el segmento Personas (Entel, 2022).

A nivel histórico según el periodo de análisis, se aprecia que Entel va experimentando un crecimiento en sus ingresos año a año, siendo de un 10% aprox. entre el 2019 con respecto al 2018 y de un 11% aprox. entre el 2021 con respecto al 2020, entre el año 2020 con respecto al año 2019 hay un crecimiento menor de 0.4%, el cual se explica principalmente por el incremento de los ingresos en el segmento Personas (impulsados por la expansión del negocio móvil) que subvencionó la caída de ingresos en el resto de los segmentos, por otro lado se continuó con el avance de la tecnología 4G no viéndose afectado significativamente por la pandemia. El crecimiento general del resto de periodos indica una tendencia hacia el alza, lo que estaría relacionado con el fuerte desarrollo de

la tecnología en especial a lo que se refiere la red 4G y 5G, la alta demanda ante la necesidad de la población por mantenerse conectada por medio del mejor servicio móvil / fijo y la posibilidad que dejó la pandemia de accesibilidad ante el hecho de llevar a cabo tanto trabajo como educación de forma remota.

A continuación, se presenta la tabla N°18 con la variación de los ingresos:

**Tabla N°18. Variación de Ingresos por segmento y país de Entel S.A**

<b>En %</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
<b>Chile</b>	<b>-1,90%</b>	<b>0,51%</b>	<b>-1,01%</b>	<b>2,46%</b>	<b>6,49%</b>
Personas	-6,00%	-5,14%	5,45%	10,41%	6,81%
Empresas	-6,90%	-10,59%	-6,36%	0,51%	-1,38%
Corporaciones	-3,62%	-1,60%	1,38%	-0,64%	4,20%
Otros Negocios	5,08%	10,46%	-5,75%	-3,96%	8,87%
<b>Perú</b>	<b>6,08%</b>	<b>33,89%</b>	<b>-6,19%</b>	<b>10,74%</b>	<b>29,21%</b>
Telefonía Móvil y Fija Perú	6,08%	33,89%	-6,19%	10,74%	29,21%
<b>Total</b>	<b>-0,50%</b>	<b>6,79%</b>	<b>-2,23%</b>	<b>4,33%</b>	<b>11,70%</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

Según la tabla N°18 Entel ha ido experimentando crecimientos en la mayoría de los años, el mayor para Chile se experimentó para lo que va del año 2022 siendo de un 6,49%, seguido por los ingresos informados al año 2021 alcanzando un crecimiento de un 2,46%. El año 2021 estuvo marcado por avances estratégicos que permitieron fomentar la generación de ingresos, algunos de estos hitos se basaron en la importancia de los terminales, dado que se experimentó un fuerte impulso ante la presencia de mayor liquidez en la economía a nivel país, la fibra óptica también fue importante para el incremento y preferencia en los servicios que si bien aún presentan limitaciones en su cobertura existe la oportunidad para que se siga desarrollando y expandiendo en los próximos años, lo mismo ocurre con respecto a la red 5G, que producto de su adjudicación se desplegó en primera etapa para 33 comunas.

Las consecuencias de la pandemia por su lado permitieron preferir la modalidad teletrabajo y clases virtuales generando un mayor consumo de la red que fue posible de abastecer a través de la infraestructura de red, que al ser la principal inversión de Entel fue posible mejorar, actualizar y ampliar. En el año 2019 se aprecian tendencias al alza en sus ingresos, siendo de un 0,51%, destacando el aumento en Otros negocios, el cual

estuvo marcado por el crecimiento en los ingresos en negocios de tráfico y roaming nacional con otros operadores. Las variaciones con tendencia hacia la baja entre los años 2018 y 2020 fue en el segmento empresa, producto de los menores ingresos de cargo fijo ante una mayor adopción de planes SIM-only en el segmento lo que a su vez fue compensado por los mayores ingresos en las ventas (servicios paquetizados de internet y voz).

Con respecto a las operaciones en Perú, también se aprecia un alto crecimiento de lo que va del año 2022 siendo de un 29,21%, la generación de ingresos para este segmento se sostuvo en base a una propuesta de valor consistente a través de entregar a los clientes servicios con una red robusta, buen posicionamiento de la marca y buena gestión de postventa. El alza en los ingresos para este segmento también se debió a la venta de equipos y su variada oferta en terminales.

El foco tanto para Chile y Perú e independiente del segmento de negocio, es el de seguir desplegando la red móvil (4G y 5G), junto a la expansión de servicios con fibra óptica, y la inversión en eficiencia energética para todas las instalaciones de Entel, estas iniciativas permitirían mantener la tendencia de crecimiento para los próximos años, dado el gran impacto que representa Entel como empresa líder en las telecomunicaciones en varias áreas: en cuanto a educación, brindando mayor acceso a recursos de información y herramientas de aprendizaje. Por el lado del trabajo, al permitir que más personas puedan llevar a cabo su trabajo desde el hogar, dando la facilidad de compartir más tiempo con la familia y a su vez el ahorro en cuanto a traslado. En cuanto a la economía, al facilitar el acceso y uso de la información, mejora la productividad, propicia la innovación junto al emprendimiento generando mayor cantidad de empleos.

Un punto importante que considerar es que los ingresos por parte de Entel se incrementaron en mayor medida en periodo de pandemia, es decir, esta propició la necesidad por servicios de redes e internet por toda la información, conexión e incluso entretenimiento que se podía brindar en el hogar, lo que se tradujo en un beneficio para las compañías de telecomunicaciones, sin embargo desde finales de año 2022 al menos en Latinoamérica se espera que se vuelva a una normalidad en cuanto al trabajo y estudio presencial, actividades al aire libre y viajes, lo que podría generar un menor crecimiento e incluso un estancamiento en los ingresos proyectados para los próximos años.

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

Los costos y gastos operacionales de la empresa incluyen los gastos y costos que tienen relación con el funcionamiento de la empresa, es decir, que participan en las actividades de producción necesarias para llevar a cabo las actividades operacionales. Para el caso de Entel los costos y gastos operacionales se presentan en la tabla N°19:

**Tabla N°19. Análisis de costos y gastos operacionales de Entel S.A**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Gastos por Beneficios a los Empleados	9.437.554	9.189.993	8.826.255	8.303.325	4.659.215
Gastos por Depreciación y Amortización	12.028.163	14.929.439	16.079.477	15.064.730	8.456.408
Pérdidas por Deterioro (reversiones), Neto	2.488.026	2.477.299	2.741.080	3.181.030	1.734.054
Otros Gastos	42.507.133	38.879.433	38.916.430	43.332.268	23.473.409
<b>Total</b>	<b>66.460.876</b>	<b>65.476.164</b>	<b>66.563.241</b>	<b>69.881.353</b>	<b>38.323.085</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

Antes de entrar en el detalle del análisis de los gastos y costos operacionales, se presentará la Tabla N°20 con la variación de cada línea con respecto al % de los ingresos, para determinar de esta forma qué costos y gastos son los más representativos.

**Tabla N°20. Ponderación de costos y gastos operacionales de Entel S.A con respecto a los ingresos**

En %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Gastos por Beneficios a los Empleados	13,60%	13,15%	12,26%	10,60%	12,73%
Gastos por Depreciación y Amortización	17,33%	21,36%	22,34%	19,24%	23,10%
Pérdidas por Deterioro (reversiones), Neto	3,58%	3,54%	3,81%	4,06%	4,74%
Otros Gastos	61,25%	55,62%	54,06%	55,33%	64,12%
<b>Total</b>	<b>95,76%</b>	<b>93,67%</b>	<b>92,47%</b>	<b>89,23%</b>	<b>104,68%</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

Según la información de la tabla N°19 la línea de Otros Gastos es la que genera mayor gasto operacional siendo aproximadamente de un 56% frente a las otras líneas, seguida por los gastos por depreciación y amortización que en promedio aprox. representan un 20%. Posteriormente se encuentran los gastos por Beneficios a los Empleados que

según la Tabla N°20 rondan aprox. un 12% y por último se encuentran las Pérdidas por Deterioro (reversiones) que representan un 4% del total de Ingresos.

A nivel histórico los costos y gastos operacionales de Entel S.A han rondado el 92% como % de los ingresos, que a excepción del primer semestre del 2022 con respecto al año 2021, el resto de los años han experimentado una tendencia a la baja, para el año 2020 el % se explica por un incremento en los ingresos de servicios tanto para Chile - Perú y mejores márgenes en la venta de equipos. La variación para el año 2021 también se debió a los mejores resultados de la operación en Chile-Perú con respecto a mayores costos de venta de equipos, depreciación, provisión de incobrables, consultoría, comisiones de ventas y publicidad. La disminución de costos y gastos operacionales como % de los ingresos para el año 2019 experimentó una disminución debido al alza en los ingresos por la venta de torres principalmente, en cambio el año 2018 presenta el mayor % con respecto a los ingresos (descartando el primer semestre del año 2022 al no considerar la información completa de un año), debido a la eficiencia operacional e instalación de proyectos habilitadores que se llevaron a cabo ese año. Según los análisis presentados, existiría una tendencia hacia la baja bordeando el 92% como % sobre los ingresos.

- Gastos por Beneficios a los Empleados: viene a formar parte de un plan de beneficios definidos post empleo por concepto de las indemnizaciones por años de servicio, también se encuentran los beneficios por terminación que se refiere a las indemnizaciones por cese que son reconocidas como un gasto cuando el Grupo tiene un compromiso demostrable 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 y como tercer beneficio dentro de esta misma línea, se encuentran los beneficios a corto plazo que son las obligaciones con los empleados que se miden sobre valores no descontados y se llevan a gastos cuando los servicios correspondientes se proporcionan (Entel, 2022).

El detalle de los Gastos por Beneficios a los Empleados se presenta en la Tabla N° 21:

**Tabla N°21. Detalle Gastos por Beneficios a los Empleados**

<b>En UF</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Sueldos y Salarios	6.884.685	6.576.002	6.720.930	6.116.201	3.254.683
Beneficios a Corto Plazo a los Empleados	498.555	776.361	626.660	768.135	385.514
Gasto por Obligación por Beneficios Post-Empleo	-	13.046	29.134	22.227	1.121
Beneficios por Terminación	923.999	695.309	465.724	467.263	522.019
Otros Gastos de Personal	1.246.303	1.129.276	983.806	929.499	495.879
<b>Total</b>	<b>9.437.554</b>	<b>9.189.993</b>	<b>8.826.255</b>	<b>8.303.325</b>	<b>4.659.215</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

De la tabla N°21 se aprecia que la mayor distribución corresponde a los Sueldos y Salarios de los trabajadores que se han mantenido prácticamente constantes a lo largo de los años seguidos de los Otros Gastos de Personal que han disminuido levemente entre el año 2018 y 2020. En general los Gastos por Beneficios a los empleados se han mantenido constante entre el año 2018 y lo que va del año 2021.

- **Gastos por Depreciación y Amortización:** Los Gastos por Depreciación y Amortización tienen relación por el lado de la depreciación al uso de los activos fijos de la compañía y a la pérdida de valor por el uso de edificios, plantas y equipos, con respecto a la amortización se refiere a la amortización de activos asociado a patentes, softwares, marcas registradas y activos intangibles. Estas cuentas han aumentado en los últimos años debido principalmente al desarrollo que ha experimentado la expansión de la red móvil y de fibra óptica al hogar, y las instalaciones en clientes de proyectos de red fija que ha sido la tendencia en los últimos años. No obstante, el año 2021 experimenta una leve disminución de menos de un 1% debido al despliegue de la red (que aún se encuentra en desarrollo) y la implementación de trabajos TI relacionados a la transformación digital.
- **Pérdidas por Deterioro (reversiones) Neto:** Esta cuenta tiene relación al deterioro de Propiedad, Planta y Equipos y a las cuentas por cobrar con vencimientos atrasados y/o aquellos servicios prestados, pero no facturados. Los deterioros de valor que más han afectado los resultados es el de las cuentas por cobrar comerciales con alrededor de un 89% de lo que generó esta cuenta, cabe

destacar además que los deudores más relevantes corresponden al segmento Personas en servicios móviles (Entel, 2022). Las pérdidas por deterioro, propiedades, planta y equipo se consideran fuera del EBITDA al ser salida de flujo de efectivo.

- La línea de Otros gastos se encuentra compuesta por los gastos asociados a publicidad, comisiones y costo de venta equipos, arriendos y mantenciones, outsourcing y materiales, cargos de acceso y participación a corresponsales, participación a otros operadores de servicios, servicios profesionales y consultoría, y energía y otros consumos, el detalle en UF de estos gastos se aprecia en la tabla N°22:

**Tabla N°22. Detalle Otros Gastos**

<b>En UF</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Cargos de Acceso y Participación a Corresponsales	5.039.109	3.335.509	3.140.795	2.716.265	1.520.555
Outsourcing y Materiales	1.877.930	2.001.376	2.005.371	2.195.745	1.227.562
Publicidad, Comisiones y Costo de Venta Equipos	19.662.181	20.527.657	19.463.243	24.375.603	13.027.724
Arriendos y Mantenciones	7.855.943	4.847.783	5.508.344	4.979.640	2.827.217
Participaciones a Otros Operadores de Servicios	1.763.252	1.503.647	1.596.744	2.060.700	1.024.627
Servicios Profesionales y Consultoría	1.896.817	1.692.768	2.151.699	1.981.964	1.060.929
Energía y Otros Consumos	1.311.045	1.585.405	1.789.181	1.707.626	986.415
Otros	3.100.855	3.385.288	3.261.053	3.314.725	1.798.380
<b>Total</b>	<b>42.507.133</b>	<b>38.879.433</b>	<b>38.916.430</b>	<b>43.332.268</b>	<b>23.473.409</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

Según los gastos informados en la tabla N°22 los Otros Gastos se encuentran conformados por variados costos y venta de distribución, de los cuales la mayor distribución es para Publicidad, Comisiones y Costo de Venta Equipos con montos que han fluctuado a lo largo del periodo de análisis de UF13 millones de lo que va al año 2022 hasta UF24 millones en el año 2021, si bien hay gastos que para el año 2021 disminuyeron con respecto al año 2020, su disminución no compensa el alza de los

gastos más representativos de lo que es Otros gastos como gastos operacional alcanzando un alza aprox. de un 19%.

A continuación, se presenta la tabla N°23 con la información de los Ingresos, costos y gastos operacionales para cada segmento de la compañía, partiendo por el segmento Personas:

**Tabla N°23. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Personas**

<b>Segmento Personas en % (*)</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Ingresos Operativos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otras Partidas Significativas de Ingreso (Gastos)	-70,38%	-64,43%	-62,79%	-62,97%	-63,86%
<b>Ganancia (Pérdida) del Segmento, (EBITDA)</b>	29,62%	35,57%	37,21%	37,03%	36,14%
Depreciación, Amortización y Deterioro	-18,17%	-23,39%	-21,64%	-20,06%	-22,90%
<b>Ganancia (Pérdida) Operacional del Segmento, (EBIT)</b>	11,46%	12,17%	15,57%	16,96%	13,24%

\*No incluye eliminaciones

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Según la Tabla N°23, es posible apreciar que en el segmento Personas, los costos y gastos constituyen alrededor de un 65% de los ingresos, siendo un 70% para el año 2018 y manteniéndose estables para el resto de los periodos entre un 63% y 64%. El resto de las líneas también no presentan mayores variaciones porcentuales entre los años de análisis siendo de un 35% aprox. el EBITDA, un 21% en promedio para Depreciación, Amortización y Deterioro y un 14% aprox el EBIT.

A continuación, se presenta la tabla N°24 con la información de los Ingresos, costos y gastos operacionales para el segmento Empresas:

**Tabla N°24. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Empresas**

<b>Segmento Empresas en % (*)</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Ingresos Operativos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otras Partidas Significativas de Ingreso (Gastos)	-58,06%	-55,41%	-57,00%	-58,13%	-62,46%
<b>Ganancia (Pérdida) del Segmento, (EBITDA)</b>	41,94%	44,59%	43,00%	41,87%	37,54%
Depreciación, Amortización y Deterioro	-20,12%	-21,52%	-24,29%	-22,78%	-18,58%
<b>Ganancia (Pérdida) Operacional del Segmento, (EBIT)</b>	21,82%	23,07%	18,71%	19,09%	18,96%

\*No incluye eliminaciones

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.



Según la Tabla N°24, es posible apreciar que en el segmento Empresas se encuentra constituido principalmente por gastos y costos operacionales de la compañía rondando el 58% con respecto a los ingresos, el resto de las líneas se mantienen constantes para el periodo histórico de evaluación, con un EBIT promedio de un 20% de los ingresos.

A continuación, se presenta la tabla N°25 con la información de los Ingresos, costos y gastos operacionales para el segmento Corporaciones:

**Tabla N°25. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Corporaciones**

<b>Segmento Corporaciones en % (*)</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Ingresos Operativos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otras Partidas Significativas de Ingreso (Gastos)	-63,27%	-64,60%	-68,00%	-70,30%	-75,33%
<b>Ganancia (Pérdida) del Segmento, (EBITDA)</b>	36,73%	35,40%	32,00%	29,70%	24,67%
Depreciación, Amortización y Deterioro	-26,00%	-27,57%	-28,30%	-24,15%	-21,75%
<b>Ganancia (Pérdida) Operacional del Segmento, (EBIT)</b>	10,72%	7,83%	3,70%	5,55%	2,92%

\*No incluye eliminaciones

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Según la Tabla N°25, se indica que el segmento Corporaciones se encuentra conformado principalmente por la cuenta de costos y gastos en un 67% en promedio con respecto a los ingresos. Tanto el margen EBITDA y la Depreciación se mantienen constantes para el periodo de evaluación siendo un en promedio un 33% y un 27% respectivamente con respecto a los ingresos. El EBIT presenta una disminución para los años 2019 y 2020 con respecto a los ingresos que vuelve a aumentar para al año 2021 alcanzando un 6% con respecto a los ingresos.

A continuación, se presenta la tabla N°26 con la información de los Ingresos, costos y gastos operacionales para el segmento Otros Negocios:

**Tabla N°26. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Otros Negocios**

<b>Segmento Otros Negocios en % (*)</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Ingresos Operativos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otras Partidas Significativas de Ingreso (Gastos)	-97,40%	-84,48%	-93,36%	-93,90%	-95,99%
<b>Ganancia (Pérdida) del Segmento, (EBITDA)</b>	2,60%	15,52%	6,64%	6,10%	4,01%
Depreciación, Amortización y Deterioro	-1,36%	-1,26%	-1,42%	-1,57%	-1,76%
<b>Ganancia (Pérdida) Operacional del Segmento, (EBIT)</b>	1,24%	14,26%	5,22%	4,54%	2,24%

\*No incluye eliminaciones

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Según la Tabla N° 26 en el segmento Otros Negocios los costos y gastos operacionales de la empresa constituyen casi que en su totalidad lo que representan los ingresos siendo estos alrededor de un 92%, manteniéndose constantes en el periodo de análisis a excepción del año 2019 en el cual los márgenes de EBITA y EBIT presentan mayores % en relación al ingreso, siendo estos de un 16% y un 14% respectivamente.

A continuación, se presenta la tabla N°27 con la información de los Ingresos, costos y gastos operacionales para el segmento Telefonía Móvil y Fija Perú:

**Tabla N°27. Costos y gastos operacionales de Entel S.A con relación a los ingresos segmentos Telefonía Móvil y Fija Perú**

<b>Segmento Telefonía Móvil y Fija Perú en % (*)</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Ingresos Operativos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otras Partidas Significativas de Ingreso (Gastos)	-109,88%	-82,09%	-84,77%	-83,31%	-80,93%
<b>Ganancia (Pérdida) del Segmento, (EBITDA)</b>	-9,88%	17,91%	15,23%	16,69%	19,07%
Depreciación, Amortización y Deterioro	-10,31%	-14,13%	-20,09%	-16,09%	-16,43%
<b>Ganancia (Pérdida) Operacional del Segmento, (EBIT)</b>	-20,19%	3,78%	-4,85%	0,60%	2,63%

\*No incluye eliminaciones

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Según la Tabla N° 27 en el segmento Telefonía Móvil y Fija Perú para el año 2018 los costos y gastos sobrepasan a los ingresos en un 10%, para el resto de los periodos la distribución es más constante siendo un 83% en promedio con respecto a los ingresos. En el caso del EBITDA este ronda en un 10% en promedio, mientras que el EBIT varía

para cada año, siendo el más bajo para el año 2018 con una pérdida del 20% con respecto a los ingresos y la mayor ganancia para el año 2019 con un 4%.

En general el EBITDA y el EBIT a nivel de segmentos han sido bastante volátiles con pérdidas del 20% con respecto a los ingresos en el segmento de Perú hasta ganancias del 45% en el segmento Empresas. Según lo informado en las tablas y como bien se mencionó en apartados anteriores destaca el negocio móvil y los segmentos de Personas, Empresas y Corporaciones impactando positivamente en la educación online producto de la pandemia y que de hecho podría ser una modalidad que perdure en el tiempo al ver los resultados positivos de la educación en casa para algunos estudiantes, ya en menor medida por aumentos de márgenes en los servicios de venta de infraestructura y “Entel Hogar” (Entel, 2022).

### 5.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

En los Estados Resultados de Entel se presentan cuentas que no son del giro de la empresa y por ende no tienen relación con sus actividades operativas, a su vez estas cuentas pueden ser permanentes o no recurrentes. A continuación, en la Tabla N°28 se presentan las cuentas no operaciones de la empresa que son recurrentes, partiendo por los Ingresos Financieros:

**Tabla N°28. Ingresos Financieros**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado	40.978	48.577	182.639	111.357	386.970
Cobertura de Tasas de Intereses (CCS)	-	-	192.125	47.394	-
Intereses devengados (Netos) - IRS	27.577	159	-	-	-
Variación del Valor Razonable Derivados - IRS	-	260.235	-	-	-
<b>Total</b>	<b>68.555</b>	<b>308.971</b>	<b>374.765</b>	<b>158.750</b>	<b>386.970</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

De la tabla N°28 se aprecia el detalle de las cuentas que conforman los Ingresos Financieros, siendo estos representados mayoritariamente por los Intereses sobre Depósitos a Plazo que según el periodo analizado varían entre un 16% a un 100% del total de Ingresos Financieros.

Los Costos Financieros también forman parte del resultado no operacional de la empresa de manera recurrente, en la Tabla N°29 se presenta el detalle:

**Tabla N°29. Costos Financieros**

<b>En UF</b>	<b>dic-18</b>	<b>dic-19</b>	<b>dic-20</b>	<b>dic-21</b>	<b>jun-22</b>
Gasto por Intereses, préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	366.913	421.376	83.264	60.532	117.416
Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado	1.889.540	2.156.592	2.479.446	2.161.979	1.029.314
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamos	77.788	142.195	102.169	173.466	90.848
Coberturas de Tasas de Intereses (CCS)	195.068	31.825	8.572	1.164	45.994
Derivados Ajuste Valor Rezonable - IRS	83.109	-	-	-	83.844
Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros	1.670	-	-	-	-
Gasto por Intereses, Arrendamientos	-	498.860	661.628	635.277	321.525
Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	27.045	28.536	28.970	26.378	12.105
Gasto por Intereses, Otros	68.043	60.494	58.742	29.042	31.924
Otros Costos Financieros	109.942	106.227	104.376	588.985	53.833
<b>Total</b>	<b>-2.819.117</b>	<b>-3.446.104</b>	<b>-3.527.168</b>	<b>-3.676.823</b>	<b>-1.786.803</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

Los Costos Financieros contiene los desembolsos efectuados por la empresa en relación a los pagos de intereses asociados a préstamos, bonos, coberturas de tasas, intereses por arrendamiento, entre otros. Según la Tabla N°29 se aprecia un crecimiento desde el año 2018 al año 2021 con respecto al total de Costos Financieros, siendo la cuenta con mayor distribución los Gastos por intereses representando aprox. un 60%-70% del total de costos.

En la tabla N°30 se encuentra el detalle de las cuentas que conforman las Diferencias de Cambio:

**Tabla N°30. Diferencias de Cambio**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Otros Activos	100.236	13.066	-292.738	242.854	-19.048
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	-187.425	32.830	-150.571	-403.469	234.174
Obligaciones con el Público - Bonos	-5.225.172	-3.431.516	2.339.912	-7.741.553	-5.075.619
Préstamos que Devengan Intereses	-671.459	-261.418	142.203	-186.668	-28.401
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FW)	1.310.411	391.659	631.240	570.631	-201.538
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CSS)	4.644.598	3.421.378	-2.339.912	7.767.573	5.058.999
Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FW)	-96.049	-65.799	-47.899	-8.297	-110.889
Otros Pasivos	88.793	60.567	-286.194	-232.999	136.152
<b>Total</b>	<b>-36.067</b>	<b>160.767</b>	<b>-3.959</b>	<b>8.073</b>	<b>-6.169</b>

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Las diferencias de cambio que se presentan en la Tabla N°30 experimentaron un alza en el año 2021 producto de la conversión que afecta las inversiones en Perú por el aumento del tipo de cambio sol/peso en los últimos meses y por un aumento en las reservas de coberturas de flujos de caja asociados a instrumentos derivados. Las líneas que representan un mayor impacto en las diferencias de cambio son Obligaciones con el público – Bonos e Instrumentos derivados – Efectos tasa de cierre.

La Tabla N°31 presenta los Resultados por Unidades de Reajuste junto a su detalle:

**Tabla N°31. Resultados por Unidades de Reajuste**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Otros Activos	56.674	12.166	23.072	81.374	38.121
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-456.096	-430.512	-435.612	-1.029.905	-1.066.065
Obligaciones con el Público - Bonos	-193.937	-266.510	-421.922	-992.868	-1.077.867
Otros Pasivos	-435	-2.040	-86.013	-219.284	-229.043
<b>Total</b>	<b>-593.794</b>	<b>-686.896</b>	<b>-920.474</b>	<b>-2.160.683</b>	<b>-2.334.853</b>

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

Según la información presentada en la Tabla N°31 también se logra apreciar un aumento en las cuentas que conforman los Resultados por Unidades de Reajuste considerando que a junio de 2022 ya se superó lo observado en el año 2021. Las cuentas que representan o impactan en mayor medida esta cuenta son los Instrumentos Derivados de tasas de cierre y las Obligaciones con el Público – Bonos.

A continuación, se presenta la tabla N°32 con el resultado no operacional revisado anteriormente como % de los Ingresos:

**Tabla N°32. Resultado no Operacional como % de los Ingresos**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Ingresos Financieros	0,10%	0,44%	0,52%	0,20%	0,93%
Costos Financieros	-4,06%	-4,93%	-4,90%	-4,69%	-4,30%
Diferencias de Cambio	-0,05%	0,23%	-0,01%	-0,02%	-0,01%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,86%	-0,98%	-1,28%	-2,76%	-5,62%
<b>Total</b>	<b>-4,87%</b>	<b>-5,24%</b>	<b>-5,66%</b>	<b>-7,27%</b>	<b>-9,01%</b>

*Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.*

Según la Tabla N°32 el resultado no operacional de Entel presenta una disminución a junio 2022 con respecto a los ingresos al cierre del año 2021 con un 0,93%, explicado principalmente por la presencia de mayores gastos por unidades de reajuste afectado a su vez por una mayor inflación, y menores intereses ganados en instrumentos financieros por menores tasas de interés. Otro motivo se debe al aumento de los gastos financieros asociados a los costos netos de reestructuración de deuda relacionado a la deuda en bonos (USD\$800 millones) que mantenía Entel y que vuelve a emitir (nuevo bono) por el mismo valor con vencimiento para el año 2032 (Entel, 2022). Con respecto al resto de los periodos, el año 2019 experimentó un alza con respecto a los ingresos en comparación al año 2018, esto debido a un mayor gasto financiero por arrendamientos, mayor gasto de intereses por mayor deuda y emisión de bonos y por mayores gastos por reajustes asociados a deudas en UF (Entel, 2019). El año 2020 presenta un aumento de representatividad del resultado no operacional con respecto a los ingresos, el aumento a un 0,52% al cierre de este año se explica por mayores gastos por reajustes asociados al mayor stock de obligaciones reajustables por arriendo de

torres y bonos locales denominados en UF (Entel, 2020). Como tendencia se tendría que en los resultados no operacionales la cuenta de Costos Financieros se mantiene como la cuenta que mayor % tiene con respecto a los ingresos representando un 4,6% aprox. en promedio y la que mayor explica la pérdida que se ha presentado en el periodo histórico, mientras que los resultados por unidad de reajuste es la que menos lo explica junto a las diferencias de cambio.

#### 5.4. Análisis de márgenes de la empresa

Los análisis de márgenes de Entel se revisarán con respecto a su Estado Resultados en % con respecto a los ingresos, el cual se presenta a continuación en la Tabla N° 33:

**Tabla N°33. Estado Resultados Entel S.A en % con respecto a los Ingresos**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Ingresos de Actividades Ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otros Ingresos	0,51%	11,05%	2,62%	1,36%	39,78%
Gastos por Beneficios a los Empleados	-13,60%	-13,15%	-12,26%	-10,60%	-11,22%
Pérdida por Deterioro (Reversiones)	-3,35%	-3,35%	-3,60%	-3,60%	-3,98%
Otros Gastos	-61,25%	-55,62%	-54,06%	-55,33%	-56,51%
<b>EBITDA</b>	<b>22,31%</b>	<b>38,93%</b>	<b>32,70%</b>	<b>31,82%</b>	<b>68,07%</b>
Gastos por Depreciación, Amortización y Deterioro	-17,56%	-21,55%	-22,54%	-19,70%	-20,55%
<b>EBIT</b>	<b>4,75%</b>	<b>17,38%</b>	<b>10,15%</b>	<b>12,13%</b>	<b>47,52%</b>
Ingresos Financieros	0,10%	0,44%	0,52%	0,20%	0,93%
Costos Financieros	-4,06%	-4,93%	-4,90%	-4,69%	-4,30%
Diferencias de Cambios	-0,05%	0,23%	-0,01%	0,01%	-0,01%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,86%	-0,98%	-1,28%	-2,76%	-5,62%
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuesto</b>	<b>-0,12%</b>	<b>12,14%</b>	<b>4,49%</b>	<b>4,89%</b>	<b>38,52%</b>
Gasto de Impuesto Corporativo	-1,12%	-4,35%	-0,45%	-1,80%	-10,48%
<b>Resultado Neto</b>	<b>-1,23%</b>	<b>7,79%</b>	<b>4,04%</b>	<b>3,09%</b>	<b>28,04%</b>

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A 2018 a junio 2022.

La Tabla N°33 indica cómo se distribuyen principalmente los márgenes de EBITDA, EBIT, Ganancia (Pérdida) antes de impuesto y el Resultado Neto con respecto a los Ingresos, el EBITDA entre los periodos 2019 a 2021 si bien experimentó alzas para el

año 2019 con respecto al 2018 de un 80% y de un 13% para el año 2021 con respecto al año 2020, en relación a los ingresos se mantuvo constante en aprox. un 30% explicando las variaciones que existen en relación con el año 2019 por la cuenta Otros Ingresos que representó un 11% a diferencia del resto de los periodos que rondó entre 1%-2%, debido principalmente a una transacción de venta de torres ocurrido en diciembre del 2019 y por la venta de un inmueble de la filial Call Center, por otro lado la cuenta de Otros Ingresos considera Subarriendo de Locales y Puntos de Venta, Reembolso de Distribuidores por Pérdidas de Equipos, Intereses Comerciales y Reembolso Gastos de Cobranza. Hasta junio del año 2022 la cuenta Otros ingresos representa un 39,78% con respecto a los ingresos siendo bastante alto con respecto al resto de los periodos, esto ingresos provienen de enajenaciones de activos fijos (venta del negocio de data center en Chile efectuada el mes de mayo de este año) e intereses comerciales, la venta del negocio de data center no sería un hecho recurrente por lo que no se compara este periodo frente al resto.

El margen EBITDA a diferencia de los Ingresos experimentó fuertes variaciones para el periodo histórico que se está analizando, por el lado de los ingresos en apartados anteriores se logró apreciar la tendencia al alza, que también se podría considerar para el EBITDA, pero no de una manera tan marcada y exponencial como los Ingresos, dado que para el año 2020 experimentó una leve baja que también se aprecia con respecto a los Ingresos según lo indica la Tabla N°33, pasando de un 38% para el año 2019 a un 32%, para el año 2021 si bien se vuelve a notar una reducción del margen EBITDA frente al Ingreso, esto se explica por un fuerte aumento de los ingresos (16%) y de Otros Gastos (19%).

El margen operacional tiene un comportamiento similar al EBITDA en cuanto a las variaciones de margen con respecto a los ingresos, dado que la cuenta de depreciación, amortización y deterioro por propiedades, planta y equipo no experimentan mayores volatilidades entre cada año en cuanto a los ingresos, representando un 20% aprox. de este, sin embargo igual esta cuenta presenta una tendencia al alza solo que en menor % con respecto al crecimiento de los ingresos. El Resultado Neto al año 2021 experimenta una leve baja (1 pto. porcentual) con respecto al periodo anterior, afectado principalmente por el aumento en el tipo de cambio peso/dólar entre los doce meses del



año 2021 comparado con una baja del tipo de cambio entre este mismo periodo para el año 2020.

## 5.5. Análisis de los activos de la empresa

### 5.5.1. Activos operacionales y no operacionales

A continuación, se identifican los activos operacionales y no operacionales a junio del 2022 para la empresa Entel en la tabla N°34:

**Tabla N°34. Clasificación de los activos de Entel S.A**

Típos de activos (En UF)	Al 30/junio/22	% del total de activos	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	6.834.831	3,50%		x
Otros activos financieros corrientes	7.357.751	3,77%		x
Otros activos no financieros corrientes	3.688.800	1,89%	x	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	22.969.717	11,76%	x	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	12.179	0,01%	x	
Inventarios corrientes	5.528.186	2,83%	x	
Activos por impuestos corrientes	734.572	0,38%	x	
Activos no corrientes mantenidos para la venta	91.132	0,05%		x
Otros activos financieros no corrientes	18.294.468	9,37%		x
Otros activos no financieros no corrientes	3.206.108	1,64%	x	
Cuentas por cobrar no corrientes	250.407	0,13%	x	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	13.600.984	6,97%	x	
Plusvalía	1.531.215	0,78%	x	
Propiedades, planta y equipo	68.857.132	35,27%	x	
Activos por derecho de uso por arrendamientos	14.916.933	7,64%	x	
Activos por impuestos no corrientes	16.615	0,01%	x	
Activos por impuestos diferidos	27.352.004	14,01%		x
<b>Total Activos</b>	<b>195.243.033</b>	<b>100,00%</b>	<b>69,30%</b>	<b>30,70%</b>

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A a junio 2022.

Los activos clasificados en no operacionales se explican a continuación:

- Efectivo y equivalentes al efectivo: Corresponden a disponibilidades o inversiones de muy corto plazo y de alta liquidez, cuyos riesgos de cambio de valor son insignificantes. Además de los saldos en la caja y en cuentas corrientes bancarias, se incluyen depósitos de corto plazo en el sistema financiero, inversiones en cuotas de fondos mutuos de renta fija y operaciones con pacto de retrocompra y retroventa (Entel, 2022). Por ser una cuenta con una alta liquidez sería prescindible.
- Otros activos financieros corrientes y no corrientes: Por el lado de Otros activos financieros corrientes se encuentran los Derivados – No Cobertura (Derivados a valor razonable con cambio en resultado), se incluyen por este concepto contratos de compraventa de moneda extranjera a futuro (forward). También se encuentran los Derivados de Cobertura, estos saldos corresponden al valor del mercado de contratos de derivados que han sido designados de cobertura de riesgo cambiarios y de tasa de interés, Swaps, en relación con los bonos colocados en el mercado internacional. Por último, se encuentran los Depósitos a Plazo Mayores a 90 días que corresponden a colocaciones en el mercado local, Entel actualmente tiene colocaciones con múltiples entidades, entre ellas se encuentran Banco de Chile, BCI, Consorcio, Security, Santander, Scotiabank, entre otros.
- Activos no corrientes mantenidos para la venta: Estos activos hacen referencia a las propiedades, plantas y equipos, intangibles, inversiones y grupos sujetos a desapropiación, es decir, grupo de activos que se van a enajenar junto con sus pasivos directamente asociados, para los cuales, se han iniciado gestiones activas para su venta y esta se estima que es altamente probable, por lo que aplicaría como activo no operativo y a la vez prescindible, dado que la empresa puede liquidarlo.
- Activos por impuestos diferidos: Existen casos en filiales en que no se han reconocido activos por impuesto diferidos, asociados a derechos de aplicación de pérdidas tributarias a utilidades futuras y deterioro de clientes. Para este caso algunas cuentas que entran dentro de esta clasificación son Depreciaciones Propiedades Planta y Equipo, Amortizaciones Intangibles, Acumulaciones (o devengos), Provisiones, entre otras.

### 5.5.2. Capital de trabajo operativo neto

En el siguiente apartado, se procederá a calcular el capital de trabajo operativo neto (CTON) y el ratio CTON (RCTON) para cada año de análisis, los resultados se presentan en la siguiente tabla N° 35:

**Tabla N°35. Capital de trabajo operativo neto histórico de Entel S.A**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22(*)
<b>Activos operacionales:</b>	<b>24.229.153</b>	<b>24.006.583</b>	<b>22.461.103</b>	<b>27.003.667</b>	<b>36.329.158</b>
Otros activos no financieros corrientes	3.951.502	3.123.946	2.956.861	3.075.238	4.078.893
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	15.916.096	17.964.401	16.830.165	20.020.087	25.996.109
Inventarios corrientes	4.361.555	2.918.237	2.674.077	3.908.342	6.254.156
<b>Pasivos Operacionales</b>	<b>20.087.746</b>	<b>25.762.618</b>	<b>22.787.808</b>	<b>24.078.646</b>	<b>25.862.381</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	20.087.746	25.762.618	22.787.808	24.078.646	25.862.381
<b>CTON</b>	<b>4.141.407</b>	<b>-1.756.035</b>	<b>-326.705</b>	<b>2.925.020</b>	<b>10.466.777</b>
Ingresos Operacionales	69.403.934	69.897.428	71.985.569	78.318.309	87.721.625
<b>RCTON (en %)</b>	<b>5,97%</b>	<b>-2,51%</b>	<b>-0,45%</b>	<b>3,73%</b>	<b>11,93%</b>

(\*) Últimos 12 meses

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A a junio 2022.

Según la información proporcionada en la tabla N°35, se determina el Capital de trabajo operativo neto (CTON) como la diferencia entre los activos corrientes operacionales y los pasivos corrientes operacionales, según los resultados se interpreta que el CTON para los años 2018, 2021 y 2022 son positivos, los activos operacionales son mayores que los pasivos corrientes operacionales conformados principalmente por las cuentas por pagar comerciales, mientras que para los años 2019 y 2020 se obtiene un CTON negativo, que indica que los pasivos sobrepasan a los activos solo que en % menos que lo obtenido en los años 2018, 2021 y 2022. Ante estos resultados la empresa necesitaría capital de trabajo de todas formas a pesar de presentar periodos con CTON negativo, dado que en promedio predomina un CTON positivo en el que los activos superan a los pasivos, por lo que sería necesario considerar el capital de trabajo en las inversiones

futuras. Con respecto al RCTON, que se obtiene por medio de la división entre CTON sobre los Ingresos, según se puede apreciar de la tabla N° 35 el RCTON fluctúa entre -2,51% y un 11,93% para el periodo de análisis.

Si bien los indicadores de RCTON obtenido no son comparable entre cada uno del periodo histórico, es un buen indicador para considerar como referencia para las proyecciones de los siguientes años, al tener en cuenta que la empresa aspira a un crecimiento en sus líneas principalmente a terminales de telefonía móvil, cuyo nivel y actividad dependerá de la demanda por la renovación de equipos, cambios tecnológicos, entre otros.

### 5.5.3. Inversiones

A continuación, se presenta la tabla N°36 con el detalle de las inversiones en propiedad, planta y equipo (PPE) y activos intangibles de Entel:

**Tabla N°36. Inversiones históricas de Entel S.A**

En UF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Compras de propiedad, planta y equipos	18.439.365	16.857.964	13.845.947	9.841.465	8.508.487
Compras de activos intangibles	21.476	44.449	29.752	3.253.920	4.291
<b>Total Inversiones</b>	<b>18.460.841</b>	<b>16.902.412</b>	<b>13.875.699</b>	<b>13.095.385</b>	<b>8.512.778</b>
Ingresos Operacionales	69.403.934	69.897.428	71.985.569	79.379.841	87.721.625
% inversiones sobre los ingresos	26,60%	24,18%	19,28%	16,50%	9,70%
Depreciación y amortización	12.189.655	15.065.189	16.228.328	15.425.967	8.536.872
% depreciación y amortización sobre inversiones	66,03%	89,13%	116,96%	117,80%	100,28%

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A a junio 2022.

Según la información de la Tabla N°36 con el detalle de las inversiones históricas, es posible apreciar que las inversiones de la compañía son destinadas principalmente a la Compra de propiedad, planta y equipos y en menor medida (menos de 1% aprox.) a la Compra de activos intangibles. Con respecto a los ingresos, las inversiones rondan entre un 18% al año 2018 a un 23% para el año 2020, es decir, las inversiones se han mantenido constantes en el periodo de análisis evaluado, lo mismo ha ocurrido con la

Depreciación y amortización, esta cuenta se ha mantenido estable con aprox. un 20% en promedio.

Las inversiones en Propiedad, planta y equipo de Entel incluidas las filiales en Perú, estuvieron orientadas en un 55% a servicios móviles, y en un 45% a inversiones en plataformas transversales a los negocios, red de fibra y servicios “Hogar” y en otras de red fija, por el lado de la inversión destinada a servicios móviles correspondió principalmente a infraestructura de red. Se espera que la Industria se enfrente a varios desafíos para los próximos años ante la incertidumbre económica de Chile y Perú, por un periodo marcado por un aumento de costos e inversiones, dada la mayor inflación, el aumento del tipo de cambio y el ciclo en que se encuentra el desarrollo del negocio. (Entel, 2022).

## **5.6. Análisis de crecimiento de la industria**

La industria de la tecnología y las telecomunicaciones es una de las más masivas del país con alrededor de 59,4 millones de contratos activos en Chile, lo que evidencia la importancia de esta industria para el país. La fuerte demanda de los usuarios por requerir conexiones más rápidas y con mayor capacidad ha generado que la industria lleve a cabo intensos trabajos para poder satisfacer tales necesidades, lo cual se ha demostrado ante el desempeño obtenido los últimos años, aún en medio de una pandemia que ante el confinamiento el desarrollo de la red y la cobertura jugaron un rol vital para mantener la conectividad que permitió seguir adelante en el día a día. La industria de las telecomunicaciones en conjunto con las de TI, han acumulado los últimos 12 meses a septiembre del año 2021 una cifra cercana a los 7,9 miles de millones de dólares, lo que es equivalente a 1,7% del PIB (Entel, 2021).

La gran demanda por los servicios de telecomunicaciones no ocurre sólo en Chile, sino que también en Perú (país en el cual Entel también tiene filiales), el cual al primer trimestre del año 2022 la industria registró un incremento del 8% en comparación al mismo periodo del año anterior según lo informado por el Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (OSIPTEL), según el informe Análisis del Desempeño Financiero del Sector de Telecomunicaciones de la Dirección de Políticas

Regulatorias y Competencia (DPRC), este resultado se sustentó por mayores ingresos generados en las líneas de negocio Servicios móviles y venta de equipos e internet fijo.

A continuación, se presenta la Tabla N°37 con el crecimiento de los ingresos operativos por la línea de negocio en la industria de telecomunicaciones:

**Tabla N°37. Crecimiento de Ingresos operativos por línea de negocio en la industria de telecomunicaciones Perú en UF**

Líneas de Negocio	Enero - Junio 2021		Enero - Junio 2022		Enero - Junio
	Ingresos	Participación	Ingresos	Participación	Variación % 2022 vs 2021
Servicios Móviles	29.190.745	45,10%	32.309.742	46,30%	10,68%
Venta de Equipo	14.812.927	22,90%	16.456.675	23,60%	11,10%
Internet Fijo	7.755.902	12,00%	8.318.274	11,90%	7,25%
Televisión de Paga	6.154.101	9,50%	5.928.015	8,50%	-3,67%
Transmisión de datos y alquiler de circuitos	2.394.526	3,70%	2.702.373	3,90%	12,86%
Telefonía Fija de Abonados	1.265.515	2,00%	976.864	1,40%	-22,81%
Interconexión	1.569.808	2,40%	1.405.575	2,00%	-10,46%
Telefonía de Larga Distancia	130.817	0,20%	93.847	0,10%	-28,26%
Telefonía de Uso Público	22.040	0,10%	13.508	0,00%	-38,71%
Otros Ingresos Operativos	1.388.512	2,10%	1.637.349	2,30%	17,92%
Total Ingresos	64.684.893	100,00%	69.842.223	100,00%	7,97%

*Fuente: Elaboración Propia, según Informe Análisis de Desempeño Financiero del Sector Telecomunicaciones por la DPRC*

Según la información de la tabla N°37, es posible apreciar que los servicios en la industria de Telecomunicaciones en Perú se encuentran conformados principalmente por los servicios móviles con una participación de un 46% al último año. Varios servicios presentan un crecimiento para el año 2022 con respecto al año 2021, solo en Televisión Paga, Telefonía e Interconexión se presentan decrecimientos en estos mismos periodos

de años, dado lo obsoleto que están quedando estos tipos de servicios. La tendencia a un crecimiento se mantiene en los servicios móviles como consecuencia de una mayor cantidad de líneas móviles en servicio, venta de equipos gracias a las ofertas comerciales, portabilidad y desarrollo tecnológico, y por último Internet ante la necesidad de acceso a la información y conexión que experimenta la población, por lo que resulta atractivo para Entel seguir explorando en esta industria potenciando el sector móvil a través del crecimiento de terminales y servicios y también el internet por mayores ingresos en banda ancha.

A su vez, para analizar el crecimiento de la industria de las telecomunicaciones en el mercado nacional, se considerarán las estadísticas informadas en el Informe Sectorial de la SUBTEL al año 2021, en la tabla N°38 se presenta el crecimiento que han tenido los distintos servicios de las empresas en telecomunicaciones en un periodo de 5 años:

**Tabla N°38. Resumen de servicios para las Empresas de Telecomunicaciones para el periodo 2020 y 2021**

<b>Cantidad de Servicios por Negocio</b>	<b>dic-18</b>	<b>Variación Interanual</b>	<b>dic-19</b>	<b>Variación Interanual</b>	<b>dic-20</b>	<b>Variación Interanual</b>	<b>dic-21</b>	<b>Variación Interanual</b>
<b>Internet Fija</b>	3.256	<b>6,09%</b>	3.434	<b>5,47%</b>	3.802	<b>10,72%</b>	4.284	<b>12,68%</b>
<b>Internet Móvil</b>	18.109	<b>10,94%</b>	18.961	<b>4,70%</b>	20.543	<b>8,34%</b>	22.598	<b>10,00%</b>
<b>Telefonía Fija</b>	2.997	<b>-5,43%</b>	2.750	<b>-8,24%</b>	2.568	<b>-6,62%</b>	2.511	<b>-2,22%</b>
<b>Telefonía Móvil</b>	25.179	<b>9,41%</b>	25.052	<b>-0,50%</b>	25.068	<b>0,06%</b>	26.572	<b>6,00%</b>
<b>TV Pago</b>	3.330	<b>1,06%</b>	3.260	<b>-2,10%</b>	3.272	<b>0,37%</b>	3.444	<b>5,26%</b>

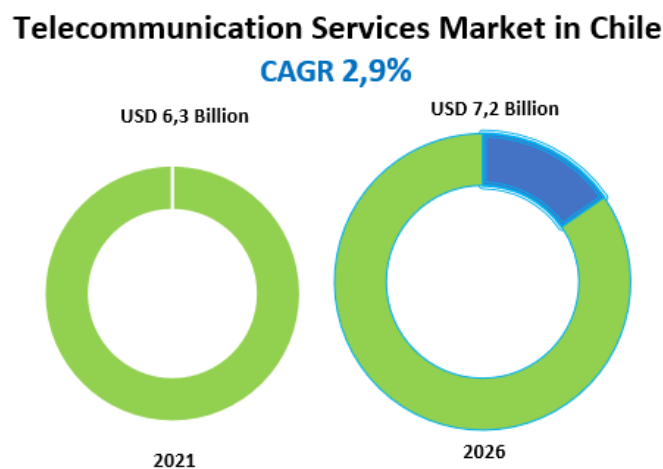
Fuente: Elaboración Propia, según Informe Sectorial 2021 de SUBTEL.

Según la información de la Tabla N° 38 es posible apreciar la variación que ha tenido la industria de las telecomunicaciones en cuanto a su tipo de servicio a lo largo de los años, donde se destaca que el internet tanto fijo como móvil sigue presentando fuertes niveles de crecimiento en cada año, lo cual permite inducir que cada vez mayor parte de la población tiene la necesidad de tener acceso a la red ya sea por temas laborales, estudiantiles o de recreación. La telefonía móvil por su parte presenta estacionalidades de crecimiento solo en ciertos periodos, de todas formas la variación apunta más a un alza que a un retroceso en el N° de clientes, que en aquellos casos en que efectivamente

ocurren (dic-2019 v/s dic-2018), las bajas rondan el 1%. Con respecto a la telefonía fija ahora se aprecia de mejor manera la tendencia a la baja que ha ido experimentando a lo largo de los periodos, variando entre un 2% y un 8%.

Con respecto a las proyecciones de crecimiento de la industria, en Chile se espera que los ingresos totales alcancen de USD6.300 millones en 2021 a USD7.200 millones a finales del año 2026 considerando una tasa anual de 2,9% (CAGR por sus siglas en inglés), lo que se puede apreciar gráficamente a continuación:

**Gráfico N°2. Proyección de crecimiento en la industria de Telecomunicaciones en Chile**



*Fuente: Elaboración Propia, según Reporte de Market Research*

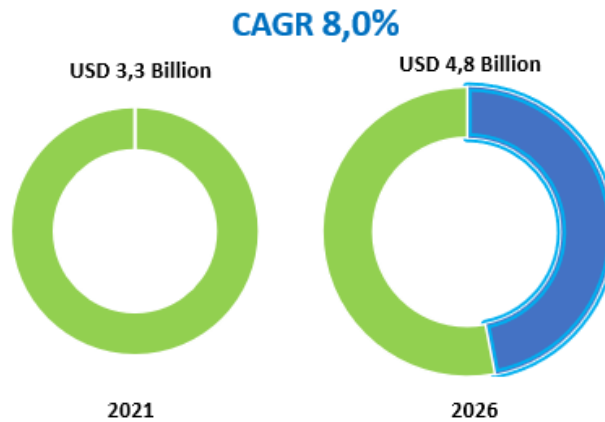
Según lo indicado en el gráfico N°2, el crecimiento se explicaría principalmente por los ingresos en los segmentos de datos móviles y banda ancha fija que estarían en línea con el crecimiento que se ha revisado de la información histórica de la industria. Los ingresos por servicios de datos móviles proyectan un crecimiento de USD2.500 millones en el 2021 a USD3.600 millones en el 2026 considerando un CAGR de 7,1% los que serían impulsados por un aumento en las suscripciones de teléfonos inteligentes, aumento de consumo de datos y mayor uso por la red 5G (Market Research, 2021).

Las proyecciones de ingresos por el lado de Perú representan una tasa más alta que lo proyectado para Chile, considerando un CAGR de más de un 8%. El año 2021 se valoró en USD 3,3 mil millones y en base al CAGR alcanzaría USD 4,8 mil millones al año 2026, lo que se puede apreciar en el gráfico N°3:



Gráfico N°3. Proyección de crecimiento en la industria de Telecomunicaciones en Perú

### Telecommunication Services Market in Perú



Fuente: Elaboración Propia, según Reporte de Market Research

Según lo informado en el gráfico N°3, se espera un gran crecimiento para lo que es el segmento de Perú, dado el aumento constante en las suscripciones móviles, aumento en lo que ha sido el uso del servicio 4G y la transición al 5G, junto con los múltiples proyectos de red troncal nacional de fibra óptica que impulsará el gobierno impulsará en mayor medida el crecimiento de las telecomunicaciones en Perú (Market Research, 2021).

Por el lado de los ingresos por servicios de datos móviles, estos crecerán a una tasa anual de 16,8% también más alta que lo proyectado para Chile. Este crecimiento se argumentaría en base al aumento de consumo de datos móviles y de suscripciones de la internet móvil en consecuencia de la expansión de la cobertura móvil y la creciente adquisición de teléfonos inteligentes (Market Research, 2021).

## 6. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 6.1. Ingresos operacionales proyectados

Según el análisis del comportamiento de la empresa en el periodo histórico y la tendencia de la industria en los próximos años revisados en el capítulo anterior, Entel ha experimentado crecimientos a nivel general tanto en Chile y Perú, ahora en la tabla N°39 se verá con más detalle cuánto representa cada servicio del total de ingresos:

**Tabla N°39. Ponderación de Ingresos por servicio Entel S.A**

En %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22
Telefonía Móvil-Chile	52,36%	48,03%	48,57%	48,93%	46,14%
Entel Perú	24,98%	29,27%	29,96%	31,59%	34,79%
Servicios Privados (incluye servicios IT/digitales)	10,27%	10,26%	9,73%	9,01%	8,50%
Telefonía Local (incluye NGN-IP)	2,75%	2,57%	2,17%	1,44%	1,36%
Servicio de Televisión	1,91%	1,95%	2,02%	1,83%	1,72%
Larga Distancia	0,55%	0,41%	0,27%	0,16%	0,15%
Internet	2,58%	2,94%	3,17%	3,38%	3,19%
Servicios a otros operadores	1,57%	1,49%	1,54%	1,70%	1,27%
Negocios de Tráfico	1,24%	1,27%	1,06%	0,78%	1,27%
Americatel Perú	1,07%	1,12%	0,86%	0,62%	0,92%
Servicios Call Center y otros	0,74%	0,68%	0,66%	0,58%	0,69%
Otros Ingresos	0,52%	0,58%	0,63%	0,50%	2,03%
<b>Total Ingresos</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A a junio 2022.

La tabla N°39 se encuentra ordenada por aquellos servicios que representan en mayor % los ingresos de la compañía, siendo la Telefonía Móvil – Chile el principal servicio con un 49% de los ingresos en promedio, seguido por el servicio de Entel Perú con una representación de un 29% en tercer lugar, se encuentra Servicios privados con un 10% y ya el resto de los servicios en su conjunto representan el 12% de los ingresos en promedio. Los otros ingresos presentan variaciones a lo largo de los años, siendo para el 2019 el año con mayor proporción para esta cuenta con un 11%. Los principales servicios que han experimentado variaciones en los años de evaluación han sido Telefonía Móvil-Chile y Entel Perú, disminuyendo levemente la representación de Telefonía Móvil a diferencia de los servicios de Entel Perú que mantienen un aumento progresivo en sus % con respecto a los ingresos totales, demostrando el potencial crecimiento en esta línea.

A continuación, se presenta la tabla N°40 con las variaciones porcentuales en su periodo histórico:

**Tabla N°40. Variación porcentual anual de los ingresos por servicio entre los años 2018 – 2021**

En %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	Supuesto 2S 2022, 2024-2026	Supuesto año 2023
Telefonía Móvil-Chile	-7,29%	-7,61%	4,14%	9,60%	1,42%	2,90%
Entel Perú	1,65%	18,03%	5,42%	14,70%	1,16%	4,00%
Servicios Privados (incluye servicios IT/digitales)	1,08%	0,67%	-2,37%	0,73%	-0,21%	0,88%
Telefonía Local (incluye NGN-IP)	-10,64%	-5,89%	-13,21%	-27,79%	-9,91%	-8,27%
Servicio de Televisión	7,07%	2,88%	6,91%	-1,85%	0,06%	2,90%
Larga Distancia	-17,75%	-25,09%	-32,00%	-35,22%	-24,95%	-21,42%
Internet	9,46%	14,71%	10,97%	16,00%	11,71%	12,08%
Servicios a otros operadores	-32,95%	-3,89%	6,13%	20,12%	-10,24%	-18,42%
Negocios de Tráfico	15,03%	3,56%	-14,28%	-20,31%	1,44%	9,30%
Americatel Perú	-16,16%	5,46%	-21,27%	-21,60%	-10,66%	-5,35%
Servicios Call Center y otros	6,09%	-7,65%	-0,58%	-3,97%	-0,71%	-0,78%
Otros Ingresos	-	13,16%	12,49%	-14,45%	0,58%	0,58%
<b>Total Ingresos</b>	<b>-3,79%</b>	<b>11,28%</b>	<b>-4,83%</b>	<b>7,46%</b>	-	-

Fuente: Elaboración Propia, según Memoria de ENTEL S.A a diciembre 2028 - 2021.

En la tabla N°40 se pueden apreciar las variaciones que experimenta Entel en sus ingresos con respecto al año anterior, desde el año 2018 con respecto al año 2017 hasta el año 2021 con respecto al año 2020, además de los supuestos que se considerarán para la proyección que se mencionan a continuación:

- Para poder estimar la proyección desde el segundo semestre del año 2022 al año 2026, se comenzará la proyección asumiendo un crecimiento en los ingresos acorde a los principales servicios que entrega la compañía, según la proyección que se espera para la industria revisada en el capítulo anterior y la información histórica de Entel de la tabla N°40.
- Las tasas de crecimiento o decrecimiento variarán según periodos, para el segundo semestre del año 2022 la proyección será con respecto al año 2021 y

estas mismas variaciones serán para los años 2024 hasta 2026, a excepción del año 2023 que se considerará un supuesto más agresivo de crecimiento, dado que entre los periodos de análisis se encuentra el impacto de la pandemia que para esta industria en particular afectó positivamente en cuanto a ingresos, dada la alta demanda del servicio móvil/fijo y el fuerte desarrollo de la tecnología (4G Y 5G), por esta razón ya finalizando el año 2022 se espera que el fuerte incremento de los ingresos se vaya estabilizando para volver a crecer agresivamente en el año 2023, ante la reactivación de proyectos estancados junto a la reapertura de las tiendas comerciales de manera presencial y ya desde el año 2024 volver a una estabilidad en el crecimiento de ingresos como lo que era pre pandemia.

- Para el caso de los Otros Ingresos existe un gran porcentaje de diferencia entre un año y otro, dado que existen hechos que no son recurrentes para cada año, por lo que se evalúa su proyección de forma separada de los ingresos y aislándolo a la vez de Otras ganancias, las cuales distorsionan el análisis. Al revisar solo la cuenta de Otros Ingresos se aprecia un promedio entre los años 2018 a 2021 de un 0,58% con respecto a los ingresos, dada la tendencia de esta cuenta se mantendrá este supuesto para su proyección.

A continuación, se revisará en detalle los supuestos de ingresos para los principales servicios que componen la compañía, siendo la Telefonía Móvil Chile y Entel Perú los segmentos que más influirán en las conclusiones asociadas a la proyección de ingresos de Entel, representado alrededor de un 80% de los Ingresos:

- Telefonía Móvil Chile: En los primeros años del periodo histórico estos servicios habían presentado una disminución en sus ingresos, para luego desde el año 2020 mostrar un crecimiento del 4% que ya para el año 2021 volvió a crecer hasta un 10%. Para estimar el supuesto de crecimiento o decrecimiento, según los supuestos explicados anteriormente, hay que considerar además que la Telefonía móvil es el mayor segmento de Entel con una participación del 49% del

total de ingresos, por lo que es la cuenta más importante y crítica a la hora de los supuestos que se considerarán. Como se mencionó anteriormente la industria proyecta crecer a una tasa de 2,9%, para el año 2023 que es el año que se supone podría ser el más agresivo en cuanto a ventas, como supuesto se mantendrá el % de crecimiento de la industria, dada la estrategia de la compañía por seguir creciendo y expandiéndose en el segmento donde son líderes. Para el resto de los periodos, igual se considerará un crecimiento solo que más bajo con respecto al proyectado del 2023, que para este caso sería de un 49% (como supuesto de lo que representa este servicio del total de ingresos) con respecto al crecimiento de la tasa del 2,9%, de esta manera desde el año 2024 se asumiría una postura más conservadora, dado que los ingresos obtenidos en los últimos años tienen un gran impacto producto de la pandemia, al aislar este efecto se supone que los ingresos deberían estabilizarse a una tasa de crecimiento menor (1,42%).

- Entel Perú: El servicio de Entel Perú es el segundo servicio con mayor % de los ingresos, el cual ha experimentado incrementos con relación a este en la mayoría de los años del periodo de análisis, partiendo de un 1,65% para el año 2018 aumentando a un 28,03% para el año 2019, un incremento similar ocurrió desde el año 2020 al año 2021. Entel espera seguir creciendo con respecto a estos servicios sumando a más usuarios de prepago/pospago y seguir invirtiendo en servicios con tecnología 5G. Ante estos antecedentes el supuesto a considerar de crecimiento para los próximos años será de un 50% de lo que proyecta la industria (8%), para aislar en cierta medida el ingreso explosivo producto de la pandemia, de esta forma el crecimiento proyectado para el año 2023 sería de un 4%, siguiendo con el supuesto que se consideró para Telefonía Móvil Chile para el segundo semestre del año 2022 y desde el año 2024 al año 2026 se supondrá un crecimiento del 29% (según lo que representa Entel Perú del total de ingresos) sobre el supuesto del 4% con respecto a la industria, se opta por un crecimiento más conservador con el fin de llegar a una normalización de los crecimientos en relación a los periodos anteriores.

- Servicios Privados (incluye servicios IT/digitales): Con alrededor de un 10% con respecto al total de ingresos, los Servicios Privados experimentan variaciones decreciente en lo que se ha visto del periodo histórico y solo para el año 2021 se aprecia una recuperación, dando la posibilidad a este segmento de crecer en sus servicios digitales y de TI al mercado empresarial, dada la posibilidad de incremento brindado en tiempo de pandemia se supone para este segmento un leve crecimiento para el año 2023 de un 0,88% (promedio de lo que fue el aumento en los años 2018 y 2019 antes de pandemia), para el segundo semestre del año 2022 y desde el año 2024 se considera un decrecimiento de 0,21% (promedio de los años 2018 al 2020), dada la fuerte volatilidad del segmento.
- Servicio de televisión: El servicio de televisión ha sido bastante volátil en el periodo histórico sin sobrepasar el 2% del total de ingresos de todas formas, se proyecta un crecimiento de la misma manera que lo considerado para el servicio de Telefonía Móvil Chile 2.9% para el año 2023 y 1.42% para el resto de los periodos, dado el auge que han experimentado las diversas plataformas de streaming.
- Telefonía Local, Larga Distancia, Servicios a otros operadores: Estos tres servicios representan un 4% del total de ingresos y según la tabla N°40 se aprecia una tendencia hacia la baja, dada la preferencia por la Telefonía Móvil que ya presenta un alto nivel de competencia y que va de la mano con el mayor uso de aplicaciones que se pueden ser usadas en el extranjero sin cobro extra afectando negativamente el uso del servicio Larga Distancia, ante estos antecedentes se considera como supuesto un decrecimiento para el periodo de proyección en base al promedio de los años 2018 al 2020.
- Internet y Negocios de tráfico: El servicio de Internet ha presentado una tendencia hacia un alza progresiva en los últimos años, dada la necesidad de la población por mantenerse conectada y comunicada, la demanda por la fibra óptica también ha generado que este segmento crezca y se espera que continúe así para los próximos años. Por el lado de los Negocios de tráfico los años pre pandemia experimentaron un alza del servicio para decrecer en los años 2020 y 2021

producto de una priorización de servicios hacia lo que fue el servicio móvil, sin embargo se proyecta que pueda presentar crecimientos al alza como lo fue antes de la pandemia. Entonces, tanto para el servicio de Internet como el servicio de Negocios de tráfico presentarán crecimientos en su proyección, de acuerdo al promedio de los últimos 2 y 3 años.

Según las variaciones de crecimiento de cómo se componen los ingresos de la empresa, además de la tendencia histórica de Entel y la industria, se presenta la tabla N° 41 con la proyección de los ingresos para cada servicio de la empresa y periodo que abarca desde el segundo semestre del 2022 a diciembre del año 2026:

**Tabla N°41. Proyección de los Ingresos por servicio para Entel S.A**

En UF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Telefonía Móvil-Chile	19.699.629	39.994.425	40.562.746	41.139.143	41.723.730
Entel Perú	10.574.085	26.027.710	26.329.632	26.635.056	26.944.022
Servicios Privados (incluye servicios IT/digitales)	3.508.039	7.102.006	7.087.398	7.072.820	7.058.272
Telefonía Local (incluye NGN-IP)	450.556	930.452	838.214	755.119	680.262
Servicio de Televisión	714.953	1.472.610	1.473.421	1.474.233	1.475.045
Larga Distancia	31.295	73.876	55.446	41.614	31.233
Internet	1.630.094	3.311.052	3.698.881	4.132.138	4.616.143
Servicios a otros operadores	668.252	974.794	874.992	785.409	704.997
Negocios de Tráfico	89.118	672.998	682.677	692.494	702.452
Americatel Perú	49.544	408.351	364.839	325.963	291.229
Servicios Call Center y otros	164.645	447.324	444.151	441.000	437.871
Otros Ingresos	533.826	1.067.652	1.073.806	1.079.997	1.086.223
<b>Total</b>	<b>37.580.211</b>	<b>81.415.600</b>	<b>82.412.397</b>	<b>83.494.989</b>	<b>84.665.257</b>

Fuente: Elaboración Propia

Según la tabla N°41 el resultado de las proyecciones responde al supuesto considerado para la proyección de cada año se aprecia en la columna “Supuesto año 2022, 2024-2026” y “Supuesto año 2023” de la tabla N°40, junto al resto de supuestos relacionados a Otros ingresos y las principales cuentas que conforman los ingresos. En resumen, Entel espera seguir creciendo y expandiéndose en los próximos años, en gran medida con respecto al servicio Móvil en Chile y Perú, por lo que se considera en la proyección efectivamente un crecimiento y más conservador en cuanto a lo presentado en el año 2021 y 2022, dado la estabilización post pandemia y dejando fuera otros ingresos no recurrentes como lo fueron las ganancias en venta Data Center a principios del año 2022.

## 6.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Según lo revisado en el apartado 5.2 como antecedente revisado en la tabla N°19 se tiene que los gastos y costos en general con respecto a los ingresos se mantienen estables en un promedio de un 92% por lo tanto, se procederá a revisar en la tabla N°42 un promedio ponderado para cada cuenta:

**Tabla N°42. Ponderación de costos y gastos operacionales de Entel S.A con respecto a los ingresos**

En %	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22	Promedio c/r a los ingresos	Variación en promedio para cada año
Gastos por Beneficios a los Empleados	13,60%	13,15%	12,26%	10,60%	11,12%	12,40%	-2,75%
Gastos por Depreciación y Amortización	17,33%	21,36%	22,34%	19,24%	19,96%	20,98%	0,70%
Pérdidas por Deterioro (reversiones), Neto	3,58%	3,54%	3,81%	4,06%	3,72%	3,75%	11,00%
Otros Gastos	61,25%	55,62%	54,06%	55,33%	54,55%	56,56%	0,97%
<b>Total</b>	<b>95,76%</b>	<b>93,67%</b>	<b>92,47%</b>	<b>89,23%</b>	<b>89,35%</b>		

Fuente: Elaboración Propia

De la tabla N°42 se puede apreciar el promedio anual de cada cuenta en base a los ingresos y la variación en promedio que se ha experimentado en los años del periodo



histórico, esta información se considerará para los supuestos de proyección de los costos que se explicará para cada cuenta a continuación:

- **Gastos por Beneficios a los Empleados:** Esta cuenta ha presentado una tendencia a la baja en el periodo histórico de análisis, principalmente por los sueldos y salarios que en el último periodo fueron rebajados ante la ley de protección de empleo, por el hecho de no prestar servicios o ajustes en sus jornadas de trabajo a causa de la pandemia. Se considerará como base en el supuesto de proyección un 12,40% que es lo que representa esta cuenta de los ingresos, con un decrecimiento en base al promedio de cómo ha decrecido esta cuenta desde el año 2018 (-2,75%).
- **Gastos por Depreciación y Amortización:** Estos gastos representan alrededor del 21% de los ingresos con una tendencia al alza que fue interrumpida levemente en el año 2021 con respecto al año 2020, que como bien se mencionó anteriormente se debió a un despliegue de red y la implementación de trabajos TI relacionados a la transformación digital. En base al periodo histórico se efectuó una incorporación normativa en el año 2019 asociada a la NIIF 16, la cual establece los principios para el reconocimiento y medición asociados a los arrendamientos, por lo que para el supuesto de porcentaje base en representación de los ingresos se considerará desde el año 2020, dado que el año 2019 presenta una inconsistencia con respecto al resto del periodo producto de este cambio normativo. De esta forma se tiene como supuesto de proyección para esta cuenta que representará un 21% de los ingresos con un incremento para cada año de un 0,70% (promedio de la variación de los años 2020 y 2021).
- **Pérdidas por Deterioro (reversiones), Neto:** Esta cuenta se encuentra determinada por la pérdida por deterioro de propiedad, plantas y equipos (PPE) y por la pérdida de deterioro de cuentas por cobrar comerciales, que en su conjunto representan un 3,75% de los ingresos, este será el supuesto que se considerará cómo base para la proyección, para determinar si tendrá un aumento o no para cada año, se revisará esta cuenta aperturada, dado que presenta

hechos no recurrentes en algunos periodos especialmente las pérdidas por deterioro de PPE, por lo que al considerar sólo la cuenta de deterioro por cuentas por cobrar y considerando los años consistentes desde el 2019 al 2021, se tiene una variación de un 11%, que será el supuesto de aumento para la cuenta pérdidas por deterioro, considerando de todas formas que esta cuenta presenta bastante volatilidad y por ende no tiene una tendencia clara para considerar como proyección.

- **Otros Gastos:** La cuenta de Otros Gastos es la que representa el mayor porcentaje de los costos y gastos operacionales con respecto a los ingresos, siendo este de un 56,56% en promedio. Se considerará como supuesto base lo que representa esta cuenta de los ingresos para la proyección y crecerá a un 0,97% que viene dado por el promedio entre las variaciones experimentadas entre el año 2019 y 2021. Al igual que la cuenta de pérdidas por deterioro, esta es una cuenta con bastante volatilidad al presentar costos y gastos que no son recurrentes para todos los periodos por igual, por lo que se considera la proyección teniendo este supuesto en consideración.

En la tabla N°43 se presenta la Proyección de los costos y gastos operacionales considerando los supuestos revisados:

**Tabla N°43. Costos y gastos operacionales proyectados**

En UF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Gastos por Beneficios a los Empleados	-4.532.589	-9.819.622	-9.549.517	-9.286.841	-9.031.391
Gastos por Depreciación y Amortización	-7.938.133	-17.197.558	-17.317.282	-17.437.839	-17.559.235
Pérdidas por Deterioro (reversiones), Neto	-1.564.096	-3.388.534	-3.761.208	-4.174.869	-4.634.025
Otros Gastos	-21.463.228	-46.498.982	-46.949.681	-47.404.749	-47.864.228
<b>Total</b>	<b>-35.498.046</b>	<b>-76.904.695</b>	<b>-77.577.687</b>	<b>-78.304.298</b>	<b>-79.088.879</b>

Fuente: Elaboración Propia.

Según la tabla N°43 es posible apreciar la proyección de los costos y gastos operacionales en base a los supuestos determinados por medio de un promedio de los años anteriores de lo que representan de los ingresos y la variación que se espera entre cada año proyectado. La tendencia es hacia el alza para cada año, a excepción de la cuenta Gastos por Beneficios a los Empleados que al ser acogidos a la nueva ley podría presentar menores gastos, sin embargo, no se descarta el hecho de que con la reactivación de la economía post pandemia podría incrementar esta cuenta acorde a nuevas contrataciones. Si bien se vienen grandes desafíos para los próximos años en los cuales se está revisando la proyección, ante una incertidumbre económica en Chile y Perú que generaría incrementos en sus costos e inversión por la creciente inflación post pandemia y aumento en el tipo de cambio, estos desafíos no cambian los objetivos de la compañía de liderar cada uno de sus segmentos.

### **6.3. Resultado no operacional proyectado**

Para la proyección del resultado no operacional se considerarán los resultados que se revisaron en el capítulo 5 del tercer apartado. Según lo revisado en la tabla N°32 los costos financieros corresponden a la cuenta con mayor distribución con respecto a los ingresos, el resto de las cuentas son bastantes similares en cuanto a % con respecto a los ingresos que rondan entre 0% y 2%.

A continuación, se revisará con detalle los supuestos considerados para la proyección en base a cada cuenta:

- Ingresos Financieros: Conformados principalmente por los Interés sobre depósitos a plazo, se mantienen constantes para los años evaluados por lo que se considerará como supuesto para su proyección el promedio entre los años 2018 al 2021 siendo de un 0,32%.
- Costos Financieros: Los costos financieros por su parte también se mantienen constantes en base al periodo histórico analizado y con una tendencia hacia el alza por lo que se considerará como supuesto el promedio de los años 2018 al 2021 de un 4,65%, considerando a su vez el mismo incremento que se considera para la proyección de los ingresos.

- Diferencias de cambio: Como se había analizado en el capítulo anterior, esta cuenta presenta una tendencia al alza producto de la conversión que afecta las inversiones en Perú por el aumento del tipo de cambio sol/peso y por aumento en los instrumentos derivados, por esta tendencia se considerará que su aumento sea proporcional al que experimentan los ingresos, por lo que se considera un promedio de los últimos años del periodo histórico con respecto a los ingresos de un 0,01% al representar en mayor medida la variación en el tipo de cambio.
- Resultados por unidades de reajuste: Al igual que la cuenta anterior, los resultados por unidades de reajuste se han visto influenciados por la inflación que afecta al país, presentando variadas volatilidades entre cada periodo y con una tendencia al alza. Como supuesto se considerará un promedio de los últimos dos años con respecto a los ingresos de 1,47%, suponiendo que mantendrán una tendencia de aumento ante la incertidumbre del país y cómo seguirá evolucionando la inflación con el paso del tiempo.

En la tabla N°44 se presenta la proyección del resultado no operacional:

**Tabla N°44. Proyección del Resultado No Operacional para Entel S.A**

En UF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	Supuesto según promedio por año (2022-2026)
Ingresos Financieros	118.765	257.298	260.448	263.869	267.568	0,32%
Costos Financieros	-1.746.228	-3.783.112	-3.829.430	-3.879.735	-3.934.113	-4,65%
Diferencias de cambio	-4.907	-10.631	-10.761	-10.902	-11.055	-0,01%
Resultados por unidades de reajuste	-552.037	-1.195.959	-1.210.602	-1.226.505	-1.243.695	-1,47%
<b>Total</b>	<b>-2.184.406</b>	<b>-4.732.405</b>	<b>-4.790.345</b>	<b>-4.853.272</b>	<b>-4.921.296</b>	

*Fuente: Elaboración Propia*

En la tabla N°44 se puede apreciar un aumento en las líneas respecto al crecimiento en los ingresos junto al supuesto determinado para cada cuenta.

#### 6.4. Impuesto corporativo proyectado

La tasa impositiva que considerar será la tasa impositiva legal para Chile y Perú que se revisó en el capítulo N°4 apartado 4, en la cual para Chile es un 27% y para Perú un 29,5%, en base a la ponderación de ingresos de cada país se considera una tasa ponderada de impuesto corporativo de 27,6%.

En la tabla N°45 se puede apreciar la proyección para las ganancias (pérdida) antes de impuesto, la tasa de impuesto considerada y el gasto de impuesto corporativo:

Tabla N°45. Proyección tasa de impuesto corporativa

En MUF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuesto</b>	<b>432</b>	<b>846</b>	<b>1.118</b>	<b>1.417</b>	<b>1.741</b>
Gasto de Impuesto Corporativo	-119	-234	-309	-391	-481
<b>Resultado Neto</b>	<b>312</b>	<b>613</b>	<b>810</b>	<b>1.026</b>	<b>1.261</b>

Fuente: Elaboración Propia

Según la tasa de impuesto corporativa determinada, en la tabla N°45 se presentan los resultados asociados a la ganancia ante de impuesto, el monto en miles de UF del gasto de impuesto y el resultado neto que se revisará con mayor detalle en la proyección del Estado de Resultados.

#### 6.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Según las proyecciones llevadas a cabo en los apartados anteriores y los supuestos analizados, es posible proyectar el estado resultados que se presentará en la tabla N°46 considerando un periodo de proyección entre el segundo semestre del año 2022 y diciembre del año 2026:

**Tabla N°46. Estado de Resultados Proyectados Entel S.A**

<b>En MUF</b>	<b>2S-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>	<b>dic-25</b>	<b>dic-26</b>
Ingresos Ordinarios	37.580	81.416	82.412	83.495	84.665
Otros Ingresos	534	1.068	1.074	1.080	1.086
Gastos por Beneficios a los Empleados	-4.533	-9.820	-9.550	-9.287	-9.031
Pérdida por Deterioro (Reversiones)	-1.564	-3.389	-3.761	-4.175	-4.634
Otros Gastos	-21.463	-46.499	-46.950	-47.405	-47.864
<b>EBITDA</b>	<b>10.554</b>	<b>22.776</b>	<b>23.226</b>	<b>23.709</b>	<b>24.222</b>
Gastos por Depreciación, Amortización y Deterioro	-7.938	-17.198	-17.317	-17.438	-17.559
<b>EBIT</b>	<b>2.616</b>	<b>5.579</b>	<b>5.909</b>	<b>6.271</b>	<b>6.663</b>
Ingresos Financieros	119	257	260	264	268
Costos Financieros	-1.746	-3.783	-3.829	-3.880	-3.934
Diferencias de Cambios	-5	-11	-11	-11	-11
Resultados por Unidades de Reajuste	-552	-1.196	-1.211	-1.227	-1.244
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuesto</b>	<b>432</b>	<b>846</b>	<b>1.118</b>	<b>1.417</b>	<b>1.741</b>
Gasto de Impuesto Corporativo	-119	-234	-309	-391	-481
<b>Resultado Neto</b>	<b>312</b>	<b>613</b>	<b>810</b>	<b>1.026</b>	<b>1.261</b>

*Fuente: Elaboración Propia*

Según la tabla N°46 es posible apreciar la proyección del Estado Resultados de Entel, en la cual se procederá a revisar con mayor detalle las variaciones y resultados de cada cuenta en el Estado de Resultados proyectado porcentual.

### **6.5.1. Supuestos utilizados**

Los supuestos considerados para la proyección del Estado de Resultados se analizaron a lo largo del capítulo 6 principalmente con relación a los Ingresos, costos y gastos

operacionales y no operacionales. De todas formas, los principales supuestos se describen a continuación:

- **Ingresos:** Para el segundo semestre del año 2022 y desde el año 2024 al año 2026, se consideraron supuestos de crecimiento o decrecimiento con respecto al periodo anterior y los crecimientos proyectados por la industria para cada servicio que conforman los ingresos de Entel, estos se pueden apreciar en detalle en la tabla N°41. Los principales servicios que conforman alrededor del 79% de los ingresos de la compañía son los servicios de Telefonía Móvil Chile y Entel Perú, por lo cual los supuestos asociados a estas dos cuentas son las más sensibles en cuanto a que tan agresivo o conservador se quiere ser en la proyección. Además, se espera que para el año 2023 se experimente un crecimiento más agresivo en consecuencia de lo que fue la pandemia, dada la iniciativa de nuevos proyectos que estarían relacionados con la reapertura de tiendas comerciales e impulso en el desarrollo de la red 5G, ya para los siguientes años se espera un crecimiento general para los ingresos, pero en una tasa menor acorde al periodo histórico y normalización de cada servicio como lo fue pre pandemia.
- **Otros Ingresos:** Esta cuenta presenta altas volatilidades para cada periodo histórico de Entel, al aperturar esta cuenta entre Otros ingresos y Otras ganancias, es posible apreciar que es esta última cuenta es la que presenta una mayor volatilidad relacionada a hechos no recurrentes efectuados en cada periodo, el más relevante tiene relación a las ganancias recibidas por la venta de Data Center, llevada a cabo en el primer semestre del año 2022, es por esta razón que se opta por revisar la cuenta de Otros Ingresos de forma separada a los Ingresos y dada la volatilidad, se asume para la proyección lo que representa esta cuenta con respecto al total de ingresos que sería de un 0,58%.
- **Costos y gastos operacionales:** Como el total de esta cuenta con respecto a los ingresos es constante para el periodo histórico con un 92% aprox, los supuestos para la proyección se calcularon en base al promedio por año de lo que representa cada línea de la cuenta de costos y gastos operacionales con

respecto a los ingresos junto con la variación que ha experimentado cada cuenta con respecto al periodo histórico (tabla N°42) en el cual se obtuvo para Gastos por beneficios por empleados un 12% de los ingresos con un decrecimiento de 2,75%, Gastos por depreciación y amortización un 21% con un aumento de 0,7% para el promedio de esta cuenta se considera desde el año 2019 dado el cambio normativo asociado a la NIIF 16, Pérdidas por deterioro 4% e incremento de 11% y Otros gastos 57% con un aumento de 0,97%.

- Resultado no operacional: Para esta cuenta también se procedió a calcular un supuesto de crecimiento o decrecimiento para cada línea, en base a un promedio con respecto a los ingresos, obteniendo para Ingresos financieros 0,32%, costos financieros -4,65%, Diferencias de cambio -0.01% y Resultados por unidades de reajuste -1,47%. Solo para Diferencia de cambio se consideró un promedio entre el año 2020 y 2021 aislando del análisis el resto de los periodos, dada la conversión que afecta las inversiones en Perú por el aumento del tipo de cambio sol/peso y que podrían ser mejor representados con los últimos dos años.
- Tasa Impositiva Corporativa: Para la tasa impositiva tal como se comentó en el cuarto apartado de este capítulo, se procedió a considerar una ponderación con respecto a los ingresos según la tasa de Chile y Perú, siendo estas de 27% y 29,5% respectivamente, obteniendo como supuesto una tasa de 27,6%

## **6.6. Estado de resultados proyectado porcentual**

En la tabla N°47 se presenta el Estado Resultados según el % de los ingresos:



**Tabla N°47. Estado de Resultados Proyectados en términos porcentuales con respecto a la venta**

<b>En %</b>	<b>2S-22</b>	<b>dic-23</b>	<b>dic-24</b>	<b>dic-25</b>	<b>jun-26</b>
Ingresos Ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%
Otros Ingresos	1,42%	1,31%	1,30%	1,29%	1,28%
Gastos por Beneficios a los Empleados	-12,06%	-12,06%	-11,59%	-11,12%	-10,67%
Pérdida por Deterioro (Reversiones)	-4,16%	-4,16%	-4,56%	-5,00%	-5,47%
Otros Gastos	-57,11%	-57,11%	-56,97%	-56,78%	-56,53%
<b>EBITDA</b>	<b>28,08%</b>	<b>27,98%</b>	<b>28,18%</b>	<b>28,40%</b>	<b>28,61%</b>
Gastos por Depreciación, Amortización y Deterioro	-21,12%	-21,12%	-21,01%	-20,88%	-20,74%
<b>EBIT</b>	<b>6,96%</b>	<b>6,85%</b>	<b>7,17%</b>	<b>7,51%</b>	<b>7,87%</b>
Ingresos Financieros	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%	0,32%
Costos Financieros	-4,65%	-4,65%	-4,65%	-4,65%	-4,65%
Diferencias de Cambios	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
Resultados por Unidades de Reajuste	-1,47%	-1,47%	-1,47%	-1,47%	-1,47%
<b>Ganancia (Pérdida) antes de impuesto</b>	<b>1,15%</b>	<b>1,04%</b>	<b>1,36%</b>	<b>1,70%</b>	<b>2,06%</b>
Gasto de Impuesto Corporativo	-0,32%	-0,29%	-0,37%	-0,47%	-0,57%
<b>Resultado Neto</b>	<b>0,83%</b>	<b>0,75%</b>	<b>0,98%</b>	<b>1,23%</b>	<b>1,49%</b>

Fuente: Elaboración Propia

Según la proyección del Estado Resultados con respecto a lo ingresos de la tabla N°47, es posible apreciar que el EBITDA que corresponde a aquellos resultados antes de impuestos, intereses, reajustes, fluctuaciones de cambio, depreciaciones, amortizaciones e ítems extraordinarios, representa un 28,25% en promedio lo que indica que con el crecimiento esperado de los ingresos sería posible solventar los costos operacionales de la compañía, a su vez este aumento en EBITDA se explicaría principalmente por el crecimiento proyectado de los ingresos móviles en Chile y Perú, servicios digitales, preferencia en los servicios de hogar y servicios privados TI.

El resultado operacional (EBIT) por su parte presenta un 7,27% con respecto a los ingresos, el cual se puede explicar por la cuenta de depreciación, amortización y deterioro, las cuales representan un 20,98% de los ingresos cuya proyección se explicaría por la expansión de la red móvil y fibra óptica de los servicios hogar.

Los resultados antes de impuestos corresponden al resultado del comportamiento de los ingresos y egresos, los cuales representan en promedio un 1,46% de los ingresos, esta cuenta se ve afectada principalmente por los costos financieros producto de los gastos por intereses. El resultado neto por su parte, como consecuencia del impuesto corporativo representa aproximadamente un 1,06% de los ingresos.

## 7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

### 7.1. Inversión en reposición

Para la proyección de los flujos de caja libre primero se revisará cuál es la inversión en reposición de la compañía, las cuales son necesarias para mantener los flujos que la empresa ha generado. Dado que no se tiene disponible el plan de inversiones de Entel, se estimará la inversión en reposición en base a las inversiones de Compras de propiedad, planta y equipos y las Compras de activos intangible sobre la Depreciación y amortización, tanto la inversión como la depreciación se detallan en la tabla N°36 del capítulo 5.

Las inversiones sobre la depreciación y amortización entre los años 2020 y 2021 representan sobre un 100%, mientras que para los años 2018 y 2019 representan un 78% en promedio y para el primer semestre se tiene prácticamente un 100%. En el primer semestre del año 2022 ya superando los ajustes efectuados por la pandemia, se puede apreciar un alza en las inversiones asociadas a la reposición. Dado el cambio normativo llevado a cabo el año 2019, se deberían considerar los resultados de lo que representa la Depreciación y amortización desde el año 2020 pues el año 2019 también se ve afectado por este ajuste, por lo tanto se considera como supuesto para la inversión en reposición un 100% de la depreciación y amortización basándonos en los resultados del año 2020 y 2021 en los cuales la depreciación representa sobre un 100% con respecto a las inversiones, por lo que se obtendría una proyección en reposición según lo que indica la tabla N°48:

Tabla N°48. Proyección de Inversión en reposición

En M UF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Inversión en reposición	-7.938	-17.198	-17.317	-17.438	-17.559

Fuente: Elaboración Propia

### 7.2. Nuevas inversiones de capital

Otro tipo de inversión que se revisará para la proyección de flujos de caja libre serán las nuevas inversiones en capital dado que, si se considera que van a crecer los flujos de caja libre a futuro, ese movimiento de flujo tiene que sustentarse en nuevas inversiones

de la compañía. Como no se tiene disponible un plan de inversiones en crecimiento de Entel, se procederá a estimar en base al stock de las propiedades, planta y equipo y los ingresos, como se puede apreciar en la tabla N°49:

**Tabla N°49. Análisis para el periodo histórico - Propiedad, planta y equipo e ingresos**

En MUF	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	jun-22 (*)
Propiedad, planta y equipo	73.828	72.160	66.746	66.147	68.857
Ingresos	69.404	69.897	71.986	78.318	87.722
PPE / Ingresos	106,37%	103,24%	92,72%	84,46%	78,50%

(\*) Se consideran los últimos 12 meses. Fuente: Elaboración Propia

De la tabla N°49 se puede observar cuánto representa el stock de propiedad, planta y equipo (PPE) de los ingresos, del cual para proyectar la inversión en crecimiento se procederá a considerar el promedio entre los años 2018 y 2021, se descarta el año 2022 al no tener la información completa del año, entonces el promedio sería de un 96,7%.

A continuación, en la tabla N°50 se determinará la proyección para PPE en base al supuesto de PPE/Ingresos:

**Tabla N°50. Proyección de PPE**

En MUF	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos	79.121	81.416	82.412	83.495	84.665
PPE / Ingresos	96,7%	96,7%	96,7%	96,7%	96,7%
PPE	76.508	78.727	79.691	80.738	81.870
Variación	-2.219	-964	-1.047	-1.132	-

Fuente: Elaboración Propia

Para las interpretaciones con respecto a la variación de PPE determinada en la tabla N°50 según el periodo previo al año que se está analizando, se presentarán en paralelo junto a la tabla N°51:

**Tabla N°51. Inversión de crecimiento proyectada**

En MUF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Nuevas Inversiones	-2.219	-964	-1.047	-1.132	-

Fuente: Elaboración Propia

Como el objetivo de la compañía es seguir desplegando su red móvil (4G y 5G) y expandir sus servicios con fibra óptica, es clave llevar a cabo inversiones en eficiencia energética para todas sus instalaciones junto a la compra de propiedad, planta y equipo que se está proyectando en la tabla N°51, para que tuviese sentido el monto de variación calculado para el segundo semestre del año 2022, se consideró como supuesto que los ingresos del proyectados de este segundo semestre consideren los ingresos del primer semestre, de esta forma se obtiene que las nuevas inversiones iniciarían en MUF 2.219 hasta llegar al año 2025 con MUF 1.132 miles de UF.

Las inversiones proyectadas de Entel, en las que estarían incluidas también las filiales de Perú, estarán orientadas a lo que sería el servicio Móvil de Entel (principal servicio de la compañía) con respecto a la infraestructura de red y también a servicios de plataformas transversales a los negocios como la red de fibra y servicios Hogar.

### 7.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

En este apartado relacionado al capital de trabajo operativo neto (CTON) que corresponde a los activos corrientes operativos – pasivos corrientes operativos, se proyectará la variación de CTON que puede ser una inversión o bien liberación de este. Para la proyección se volverá a revisar la tabla N°35 del capítulo 5, en la cual se detalla el cálculo de CTON y además el RCTON que corresponde al CTON sobre las ventas, según la tabla mencionada se puede apreciar que el RCTON no experimenta una tendencia clara para el periodo histórico, por lo que se procederá a considerar como supuesto un 11,93% para la estimación de inversión en CTON que corresponderá a lo que se necesita para invertir según lo requerido en CTON para el último año del periodo histórico . Para la variación de CTON se procederá a ver la diferencia entre el CTON del año que se está analizando menos el del periodo anterior, lo que se resumen en la tabla N°52:

**Tabla N°52. CTON proyectado**

En M UF	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos proyectados	79.121	81.416	82.412	83.495	84.665
RCTON proyectado	11,93%	11,93%	11,93%	11,93%	11,93%
CTON proyectado	9.441	9.714	9.833	9.962	10.102
Variación	-274	-119	-129	-140	-

*Fuente: Elaboración Propia*

Según la información analizada y la variación obtenida en la tabla N°52 es posible obtener la Inversión en CTON proyectada que se presenta en la tabla N°53:

**Tabla N°53. Inversión CTON proyectada**

En MUF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Inversión CTON	-274	-119	-129	-140	-

*Fuente: Elaboración Propia*

La tabla N°53 indica la inversión en CTON que necesitaría realizar la empresa para cada periodo ante el crecimiento en los ingresos proyectados, que a su vez tendrán un impacto a la baja con respecto a los flujos libres de caja.

#### 7.4. Flujos de caja libre proyectados

En base a las inversiones proyectadas de los capítulos anteriores es posible estimar los flujos de caja libre proyectados, los que se presenta en la tabla N°54:

**Tabla N°54. Flujos de caja libre proyectados**

En MUF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
<b>EBIT (después de impuestos)</b>	<b>1.894</b>	<b>4.039</b>	<b>4.278</b>	<b>4.540</b>	<b>4.824</b>
+ Depreciación y amortización	7.938	17.198	17.317	17.438	17.559
- Inversión de reposición	-7.938	-17.198	-17.317	-17.438	-17.559
- Nuevas inversiones	-2.219	-964	-1.047	-1.132	-
- Inversión de CTON	-274	-119	-129	-140	-
<b>Flujos de caja libre</b>	<b>1.896</b>	<b>-599</b>	<b>2.956</b>	<b>3.102</b>	<b>4.824</b>

*Fuente: Elaboración Propia*

#### 7.5. Valor terminal

Para calcular el valor terminal primero se procederá a indicar cuáles serán los supuestos a considerar:

- Como la industria de las telecomunicaciones se encuentra en una constante expansión, se proyecta un crecimiento para los próximos años considerando esta información de la industria revisada en el capítulo 5.6 junto a cómo ha crecido la compañía en base a su periodo histórico analizado en los últimos apartados.

- Se consideran nuevas inversiones de activo fijo y también de capital de trabajo que crecerán con respecto a la proyección de los ingresos. Considerando que la compañía espera seguir creciendo tanto en Chile como en sus filiales de Perú, desplegando la red móvil 4G y 5G e invertir en plataformas transversales a sus negocios, red de fibra óptica en servicios Hogar y en otras de red fija y transformación digital como herramienta para una mayor innovación de sus servicios iniciando con servicios bajo modalidad OTT (over the top, que suelen ser servicios de streaming).

Ante los supuestos mencionados, para determinar el valor terminal se descontará el flujo de caja libre a perpetuidad proyectado del último periodo de proyección MUF 4.824 con una tasa WACC determinada en el capítulo 4 de 4,27%, se obtendría un valor terminal igual a MUF 113.076.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{4.824}{4,27\%} = \text{MUF } 113.076$$

## 8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

### 8.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Según el valor terminal obtenido en el apartado anterior junto a la proyección de los flujos libre de caja se presenta a continuación en la tabla N°55, el valor presente de los flujos de caja libre:

Tabla N°55. Valor presente de los flujos de caja libre

En MUF	2S-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Flujos de caja libre	-599	2.956	3.102	3.269	4.824
Valor terminal a 2026					113.076
<b>Valor presente FCL</b>	<b>-587</b>	<b>2.777</b>	<b>2.794</b>	<b>2.824</b>	<b>97.695</b>
<b>Valor presente total (WACC = 4,27%)</b>	<b>105.503</b>				

Fuente: Elaboración Propia

Considerando la información de la tabla N°55, el valor presente total considerando una tasa WACC igual a 4,27% sería de MUF105.503.

### 8.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Para la valorización económica es necesario determinar si se tiene un déficit o exceso de capital de trabajo, el cual se puede apreciar en la tabla N°56:

Tabla N°56. Déficit en capital de trabajo neto

En MUF	
CTON real al 30 de junio de 2022	9.250
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2022	9.441
<b>Déficit de CTON</b>	<b>-191</b>

Fuente: Elaboración Propia

Según la información de la tabla N°56 a 30 de junio para el año 2022 se tiene un CTON real de MUF9.250, mientras que para una proyección al 31 de diciembre de 2022 se tiene MUF9.441, dado que el CTON real es menor que el CTON proyectado y se están considerando mayores ingresos en la proyección, se obtendría un déficit de CTON por MUF191.



### 8.3. Activos prescindibles y otros activos

Según la información operacional y no operacional de la compañía revisada en la tabla N°34 capítulo 5, los activos y pasivos que son prescindibles para la compañía serían los que se presentan en la tabla N°57:

**Tabla N°57. Activos prescindibles e inversión en otros activos**

En MUF	
Activos prescindibles	14.284
Otros activos	-7.651
<b>Total</b>	<b>6.632</b>

*Fuente: Elaboración Propia*

Dentro de los activos prescindibles de la tabla N°57 se están considerando las cuentas de Efectivo y equivalente al efectivo y Activos no corrientes mantenidos para la venta al ser cuentas relacionadas al flujo de efectivo que podría liquidarse rápidamente, no se consideran los activos financieros de corto y largo plazo, dado que presentan inversiones financieras y estas cuentas no se pueden liquidar a excepción de los depósitos a plazos mayores de 90 días que si se consideran como parte de activos prescindibles.

Por el lado de Otros activos al considerar un incremento en los ingresos es necesaria una inversión en PPE, por lo cual se considera la cuenta de Propiedades, plantas y equipo e intangibles estimada al 31/12/2022 (Tabla N°50) menos la Propiedades, plantas y equipo real al 30 de junio del 2022 (Tabla N°49), obteniendo  $MUF76.508 - MUF68.857 = MUF7.651$ .

### 8.4. Valorización económica de la empresa

Para la valorización económica de la empresa se considera la información determinada en los apartados anteriores por medio del método de flujos de caja descontados que se resumen en la tabla N°58:

**Tabla N°58. Valoración económica**

<b>Al 30 de junio de 2022</b>	
Valor presente FCL (en MUF)	105.503
Déficit CTON (en MUF)	-191
Activos prescindibles y otros activos (en MUF)	6.632
<b>Valor total de activos (en MUF)</b>	<b>111.945</b>
Deuda financiera (en MUF)	80.665
<b>Patrimonio económico (en MUF)</b>	<b>31.280</b>
Número de acciones	302.017.113
Precio acción estimado (en UF)	0,10
<b>Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)</b>	<b>3.210</b>
Precio acción real en CLP	2.796
<b>Diferencia de precios (en %)</b>	<b>15%</b>

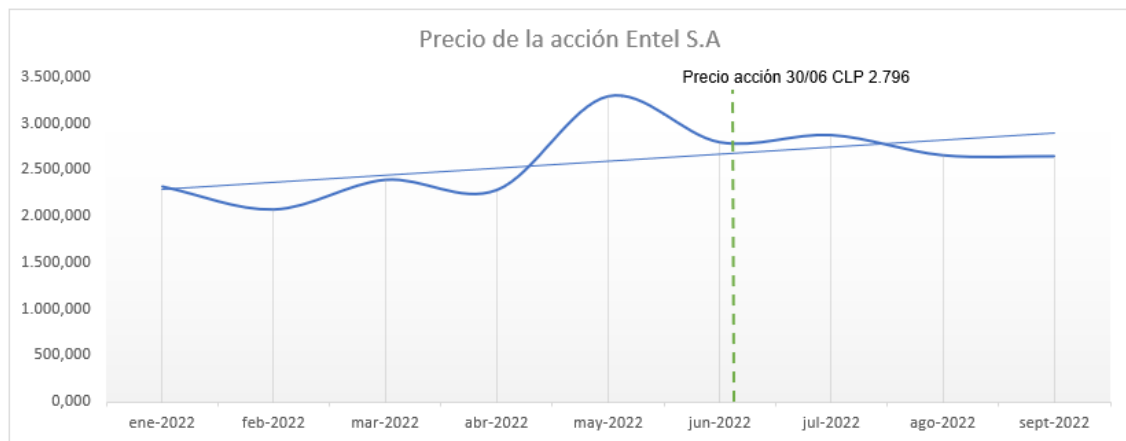
*Fuente: Elaboración Propia*

Tanto el valor presente de los flujos de caja libre, el déficit de CTON, los activos prescindibles y otros activos se determinaron en las tablas de este capítulo, la suma de estas tres líneas entregan como resultado el valor total de los activos, a este resultado se le disminuye la deuda financiera a 30/junio/2022 determinada en la tabla N°9, entregando como resultado el patrimonio económico que al dividirlo por el N° de acciones de Entel se llega finalmente al precio de la acción estimado proyectado a junio de 2022 que sería de \$3.210.

La diferencia de precio entre la estimación y lo real a junio de 2022 es de alrededor de un 15%, esta diferencia se podría explicar principalmente por los supuestos más conservadores de crecimiento que fueron considerados para la empresa, junto a la determinación de la tasa de descuento. Por el lado de cómo han sido las fluctuaciones en cuanto a las acciones de la compañía, es importante mencionar a nivel general que en el mercado se han experimentado descuentos en los precios de la acción ante incertidumbres sobre qué sucederá en el mercado bursátil post pandemia, los riesgos de mercado por el lado de crisis sociales latentes tanto en Chile como en Perú, los aumentos en los costos e inversión por una mayor inflación junto al aumento en el tipo de cambio y finalmente el ciclo en el que se encuentra el desarrollo del negocio, estarían generando que las acciones se estén tranzando a precios más bajos que el estimado en esta valoración.

En el siguiente gráfico es posible apreciar la tendencia que ha experimentado el precio de la acción de Entel:

**Gráfico N°4. Tendencia de los precios de acción de Entel S.A**



*Fuente: Elaboración Propia*

Según el gráfico N°4, los precios de la acción de Entel tienden a presentar una tendencia hacia el alza para este año con algunas variaciones entre cada mes, siendo hasta el momento el precio más alto alcanzado para mayo del 2022 con un precio de la acción de CLP 3.290 y el más bajo en febrero de 2022 con un precio de CLP 2.070, encontrándose el precio de la acción estimado entre estos dos extremos.

## **8.5. Análisis de sensibilidad**

Para el análisis de sensibilidad se revisarán específicamente dos supuestos críticos que impactan en mayor medida sobre el precio de la acción estimado, por un lado se encuentra la tasa de descuento WACC y por el otro el crecimiento de los ingresos.

Por el lado de la tasa de descuento WACC resulta necesario revisar, dado que existen varios supuestos detrás para llegar a su obtención, partiendo por el beta estimado en base a los precios de la acción, la estructura de capital objetivo y el premio por riesgo de mercado principalmente. Para su sensibilizar, se procederá a generar variaciones de crecimiento y decrecimiento en un 1% dado lo sensible que es el precio de la acción a la tasa WACC, los resultados de la sensibilización se podrán apreciar en la tabla N°59:

**Tabla N°59. Sensibilización de la Tasa WACC**

		Estructura de capital objetivo						
		4,27%	183,47%	185,47%	187,47%	189,47%	191,47%	193,47%
<b>Beta estimado</b>	1,0169	4,27%	4,28%	4,29%	4,30%	4,32%	4,33%	
	1,0271	4,29%	4,30%	4,31%	4,33%	4,34%	4,35%	
	1,0373	4,31%	4,32%	4,34%	4,35%	4,36%	4,38%	
	1,0477	4,33%	4,35%	4,36%	4,37%	4,39%	4,40%	
	1,0582	4,35%	4,37%	4,38%	4,39%	4,41%	4,42%	
	1,0688	4,38%	4,39%	4,40%	4,42%	4,43%	4,45%	
		Estructura de capital objetivo						
		4,27%	183,47%	185,47%	187,47%	189,47%	191,47%	193,47%
<b>Beta estimado</b>	1,0169	4,27%	4,28%	4,29%	4,30%	4,32%	4,33%	
	1,0067	4,24%	4,26%	4,27%	4,28%	4,29%	4,31%	
	0,9967	4,22%	4,23%	4,25%	4,26%	4,27%	4,29%	
	0,9867	4,20%	4,21%	4,23%	4,24%	4,25%	4,26%	
	0,9768	4,18%	4,19%	4,20%	4,22%	4,23%	4,24%	
	0,9671	4,16%	4,17%	4,18%	4,19%	4,21%	4,22%	

Fuente: Elaboración Propia

Según la tabla N°59 es posible apreciar cómo varía la tasa WACC al ajustar el beta estimado y a su vez la estructura de capital objetivo, obteniendo una mejor tasa ante el incremento de cualquiera de las dos variables críticas seleccionadas y por ende una tasa más baja si el beta estimado experimenta un decrecimiento.

A continuación, se revisará ante la variación de la tasa WACC (para todos los betas estimados en la tabla N°59 y el mismo supuesto para la estructura de capital objetivo) qué precio de acción se obtendría, lo que se puede apreciar en la tabla N°60:

**Tabla N°60. Sensibilización de la tasa WACC con respecto al precio de la acción**

Tasa WACC	Precio de la acción	Variación %
4,16%	3.508	25,5%
4,18%	3.449	23,4%
4,20%	3.389	21,2%
4,22%	3.329	19,1%
4,24%	3.270	17,0%
<b>4,27%</b>	<b>3.210</b>	<b>14,8%</b>
4,29%	3.151	12,7%
4,31%	3.092	10,6%
4,33%	3.033	8,5%
4,35%	2.974	6,4%
4,38%	2.915	4,3%

Fuente: Elaboración Propia

Según la tabla N°60, es posible observar que el precio de la acción experimenta disminuciones a una mayor tasa WACC por lo que sería inversamente proporcional ante cualquier fluctuación hacia el alza que presente alguna de las variables consideradas para la estimación del beta.

Por el lado del crecimiento de los ingresos, se supondrá un crecimiento de un 10% y un decrecimiento del 10% por sobre el crecimiento o decrecimiento promedio determinado para cada servicio que componen los ingresos de la compañía, por lo tanto, los supuestos determinados en la tabla N°61 quedarían de la siguiente manera:

**Tabla N°61. Sensibilización del supuesto de crecimiento y decrecimiento**

En %	Supuesto año 2022, 2024-2026	Supuesto año 2023	Supuesto año 2022, 2024-2026	Supuesto año 2023
<b>Sensibilidad</b>	<b>Aumento en un 10%</b>		<b>Disminución en un 10%</b>	
Telefonía Móvil-Chile	1,56%	3,19%	1,28%	2,61%
Entel Perú	1,28%	4,40%	1,04%	3,60%
Servicios Privados (incluye servicios IT/digitales)	-0,23%	0,96%	-0,19%	0,79%
Telefonía Local (incluye NGN-IP)	-10,90%	-9,09%	-8,92%	-7,44%
Servicio de Televisión	0,06%	3,19%	0,05%	2,61%
Larga Distancia	-27,44%	-23,56%	-22,45%	-19,28%
Internet	12,88%	13,29%	10,54%	10,87%
Servicios a otros operadores	-11,26%	-20,26%	-9,21%	-16,58%
Negocios de Tráfico	1,58%	10,22%	1,29%	8,37%
Americatel Perú	-11,72%	-5,89%	-9,59%	-4,82%
Servicios Call Center y otros	-0,78%	-0,85%	-0,64%	-0,70%

*Fuente: Elaboración Propia*

Según las variaciones en los supuestos de la tabla N°61, se presentará en la tabla N°62 la valoración económica considerando estos nuevos supuestos.

**Tabla N°62. Sensibilización de los supuestos de variación en la Valoración Económica**

<b>Al 30 de junio de 2022</b>	<b>Aumento en un 10%</b>	<b>Disminución en un 10%</b>
Valor presente FCL (en MUF)	111.383	99.867
Déficit CTON (en MUF)	-200	-181
Activos prescindibles y otros activos (en MUUF)	6.555	6.710
<b>Valor total de activos (en MUF)</b>	<b>117.738</b>	<b>106.395</b>
Deuda financiera (en MUF)	80.665	80.665
<b>Patrimonio económico (en MUF)</b>	<b>37.073</b>	<b>25.731</b>
Número de acciones	302.017.113	302.017.113
Precio acción estimado (en UF)	0,12	0,09
<b>Precio acción estimado en pesos chilenos (CLP)</b>	<b>3.804</b>	<b>2.640</b>
Precio acción real en CLP	2.796	2.796
<b>Diferencia de precios (en %)</b>	<b>36%</b>	<b>-6%</b>

Fuente: Elaboración Propia

Según la valoración económica presentada en la tabla N°62 se puede apreciar que al aumentar en un 10% los supuestos de crecimiento, se alcanza un precio de la acción más alejado al precio de la acción real, mientras que al disminuir en 10% los mismos supuestos, se obtiene un precio acción estimado de CLP2.640, un 6% por debajo del precio de la acción real, que se encontraría más cercano con respecto al supuesto actual.

A continuación, se presenta una tabla de doble entrada que permite ver el impacto conjunto entre cambios en la tasa de descuento WACC y los ingresos:

**Tabla N°63. Sensibilización de cambios en la tasa WACC e ingresos**

<b>WACC v/s Ingresos</b>	<b>Aumento 10%</b>	<b>Disminución 10%</b>
4,16%	47%	4%
4,18%	45%	2%
4,20%	43%	0%
4,22%	41%	-2%
4,24%	38%	-4%
4,27%	36%	-6%
4,29%	34%	-8%
4,31%	32%	-10%
4,33%	29%	-12%
4,35%	27%	-13%
4,38%	25%	-15%

Fuente: Elaboración Propia

Según la tabla N°63, al ver el impacto conjunto entra variaciones en la tasa WACC y el aumento/disminución de los ingresos, es posible apreciar que al considerar la

disminución de los ingresos en un 10% y una tasa WACC también menor con respecto a la determinada en la valoración, es posible acercarse aun más a lo que es el precio de mercado o real y las conclusiones no cambiarían ante el hecho de que al considerar mayores ingresos y una tasa WACC mayor también se acerca más a lo que es el precio de la acción real de Entel.

Otra condición que resulta relevante de considerar en el análisis de sensibilidad es cómo el tipo de cambio podría afectar los ingresos, según la valoración realizada y las diversas proyecciones llevadas a cabo, fue posible apreciar una tendencia hacia el alza producto de la conversión que afecta a las inversiones en Perú en el tipo de cambio sol/peso que en conjunto con el aumento de los instrumentos derivados generó un aumento en las Diferencias de Cambio impactando negativamente al resultado no operacional. Por el lado de los ingresos, dado que el financiamiento de Entel se encuentra mayoritariamente en moneda extranjera y está compuesto por créditos bancarios, bonos locales e internacionales podrían generar ingresos por una menor cotización según la fecha en qué se valorizó el tipo de cambio, dado que este último experimentarías alzas estaría afectando negativamente a los ingresos. Lo que la empresa realiza para poder evitar el riesgo en el tipo de cambio es suscribir contratos de corto y largo plazo en posiciones activas de moneda extranjera (instrumentos derivados) y poder de esta forma netear la diferencia generada y el riesgo en las fluctuaciones por tipo de cambio.

Finalmente, por medio de los análisis de sensibilidad es posible apreciar que los diversos supuestos considerados a lo largo de la valoración por medio del flujo de caja descontados, serán clave para poder determinar un precio de acción estimado que permita a la empresa, inversionistas o analistas poder sacar sus propias conclusiones sobre las variaciones que experimentará el precio, los cuales tanto el crecimiento de la industria, la información histórica y las proyecciones de las empresa permitirán un mayor entendimiento para que los supuestos escogidos se puedan acercar de mejor manera a la realidad.

## 9. CONCLUSIÓN

Entel S.A es una empresa líder en la industria de las Telecomunicaciones, siendo sus principales servicios los de Telefonía e Internet Móvil, junto a sus servicios móviles y fijos en sus filiales de Perú. Dentro de sus principales objetivos para los próximos años es seguir desplegando la red móvil (4G Y 5G), expandir sus servicios con fibra óptica en el mercado Hogar, incrementar sus inversiones en eficiencia energética para todas sus instalaciones y una mayor innovación a través de la transformación digital.

El objetivo de esta tesis fue determinar el precio de la acción a 30 de junio de 2022 de Entel S.A, a través del método de valoración de Flujo de Caja Descontado. A través de la metodología llevada cabo a lo largo de este trabajo, fue posible concluir que el precio del mercado se encuentra subvalorado con respecto al precio de la acción estimado, dado que este último alcanzó un valor de \$3.210, mientras que el precio del mercado a la fecha de valoración considera un precio real de \$2.796, es decir, se obtiene un precio estimado por encima del real en un 15%.

Ante los resultados obtenidos es posible mencionar que la diferencia entre precios radica en los supuestos considerados para la proyección de ingresos principalmente para los servicios de Telefonía Móvil Chile y Entel Perú, dado el porcentaje de representación que tienen ambos servicios con respecto al total de Ingresos especialmente en los años de proyección que inician desde el año 2024 junto con los supuestos considerados de crecimiento o decrecimiento de sus costos.

Qué tan conservadores o agresivos y la estrategia que espera seguir la compañía para el futuro son claves para la determinación de los supuestos más idóneos para su valoración, a través de los análisis de sensibilidad es posible apreciar cómo varía el precio de la acción si se ajusta tanto la tasa de descuento WACC como si se aumenta o disminuye la proyección de ingresos, obteniendo precios de acción de 36% y 6% con respecto al valor de mercado respectivamente, apreciando que ante un supuesto más conservador de crecimiento en los ingresos es posible acercarse al valor de mercado y ajustando las conclusiones a un precio sobrevalorado.



## BIBLIOGRAFÍA

Acceso el 25/11/2022:

<https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/countrytaxrates.xls>

Acceso el 09/01/2023:

<https://www.osiptel.gob.pe/portal-del-usuario/noticias/ingresos-del-sector-telecomunicaciones-crecieron-8-en-el-primer-semester-de-2022/>

América Móvil S.A.V de C.V (2022). Reportes Trimestrales 2021 América Móvil S.A.V de C.V. Disponible en [https://s22.q4cdn.com/604986553/files/doc\\_financials/2021/q4/4T.-21.pdf](https://s22.q4cdn.com/604986553/files/doc_financials/2021/q4/4T.-21.pdf)

Bolsa de Santiago (2022). Obtenido desde [https://www.bolsadesantiago.com/resumen\\_instrumento/ENTEL](https://www.bolsadesantiago.com/resumen_instrumento/ENTEL)

Damodaran, A. (2002). Investment Valuation :Tools and Techniques for Determining the Value. Wiley Finance.

Empresa Nacional de Telecomunicaciones. (2022). Memoria Integrada Entel anual 2021. Disponible en [https://entel.modyocdn.com/uploads/6ca35fb2-8bb8-40a0-95c0-16119b8a892a/original/Memoria\\_integrada\\_Entel\\_2021\\_web\\_1204.pdf](https://entel.modyocdn.com/uploads/6ca35fb2-8bb8-40a0-95c0-16119b8a892a/original/Memoria_integrada_Entel_2021_web_1204.pdf)

Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.

Investing (2022) Acceso el 25/11/2022: <https://es.investing.com/equities/entel>

Investing (2022) Acceso el 25/11/2022: <https://es.investing.com/indices/ipsa-historical-data>

Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.

Market Research. (2021). Chile Telecom Market – Growth, Trends, Covid-19 impact, and forecasts (2023-2028)

Market Research. (2021). Perú Telecom Market – Growth, Trends, Covid-19 impact, and forecasts (2023-2028)

Qué es la CMF - CMF Portal. Comisión para el Mercado Financiero. Gobierno de Chile (2022). Obtenido desde <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-25539.html>

Subsecretaría de Telecomunicaciones de Chile (2022). Obtenido desde <https://www.subtel.gob.cl>

Telefónica Chile S.A. (2022). Memoria anual 2021 Telefónica Chile S.A. Disponible en [https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver\\_sgd.php?s567=c24bc505991088f017cadd44509ac1eVFdwQmVVMXFRVEJOUkVVd1RtcGpORTICUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1666263832](https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=c24bc505991088f017cadd44509ac1eVFdwQmVVMXFRVEJOUkVVd1RtcGpORTICUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1666263832)