



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

Método de Flujos de Caja Descontados

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO
DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumna: Lorena Chacano Morales.

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Santiago, Abril 2016

Dedicatoria

El presente trabajo lo dedico a la perseverancia que me permitió seguir el camino hacia adelante, con tenacidad la que no se doblega jamás y demostró que el fruto del esfuerzo diario hizo madurar mis capacidades facilitándome la oportunidad de cursar y culminar este maravilloso Magíster.

Agradecimientos

Para Darío

Para mi madre María Loreto

Para mi padre Sergio

Para mis hermanos

Para mi familia

Para mis amigos Ana María, Alberto, Francisco y Mauricio

Para el profesor Marcelo González

Para mi profesor guía Carlos Maquieira, quien me ha apoyado en todo momento y ha tenido mucha paciencia ayudándome a lograr este gran trabajo.

A todos ellos por haberme apoyado a lo largo de todo este camino que ya culmina, que estuvieron a mi lado en momentos de tristeza y alegrías, que no me dejaron sola en ningún momento, gracias a ellos ahora soy quien soy y con el esfuerzo de ellos y mi esfuerzo ahora puedo ser un gran profesional.

Tabla de contenido

1.	Resumen Ejecutivo.....	5
2.	Principales Métodos de Valoración.....	6
2.1.	Modelo de descuento de dividendos.....	7
2.2.	Método de Múltiplos.....	7
2.3.	Método de Flujos de Caja Descontados.....	9
3.	Descripción de la Empresa e Industria.....	17
3.1.	Filiales.....	19
3.2.	Propiedad; Principales Accionistas.....	23
3.3.	Empresas Comparables.....	26
4.	Financiamiento de la Empresa.....	30
5.	Estimación de la Estructura Capital de la Empresa.....	34
5.1.	Estructura de Capital.....	36
6.	Estimación del Costo Patrimonial.....	38
6.1.	Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	38
6.2.	Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	39
6.3.	Costo de la Deuda.....	40
6.4.	Beta de la Deuda.....	40
6.5.	Beta de la Acción.....	41
6.6.	Beta Patrimonial Sin Deuda.....	41
6.7.	Beta Patrimonial Con deuda.....	42
6.8.	Costo Patrimonial.....	42
6.9.	Costo de Capital.....	43
7.	Análisis Operacional del Negocio y la Industria.....	44
7.1.	Análisis de crecimiento de los ingresos.....	44
7.2.	Detalle de Crecimiento Histórico por Área de Negocio.....	45
7.3.	Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2015 al 2019.....	47
7.4.	Análisis de Costos de Operación.....	56
7.5.	Análisis de Cuentas No Operacionales.....	59
7.6.	Análisis de Activos.....	61
8.	Proyección de EERR.....	63

8.1.	Ingresos Operacionales	63
8.2.	Proyección de Costos de Operación	68
8.3.	Proyección de Resultado No Operacional:.....	69
8.4.	Supuestos utilizados y cuadro de EERR proyectado	71
9.	Proyección de los Flujos de Caja Libres.....	74
9.1.	Inversión en Reposición.....	75
9.2.	Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)	76
9.3.	Inversión en Capital de Trabajo	77
10.	Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción	80
10.1.	Valor Terminal.....	80
10.2.	Valor Presente de los Activos.....	81
10.3.	Activos Prescindibles.....	82
10.4.	Deuda Financiera.....	82
10.5.	Valor Total de los Activos Operacionales de la Empresa.....	83
11.	Conclusión	84
12.	Bibliografía.....	85
13.	Anexos	86

1. Resumen Ejecutivo

Este trabajo tiene por objetivo valorizar el grupo de compañías que componen a Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (Entel S.A.), empresa no financiera fundada en Chile con presencia en Perú. La valoración es al 30 de septiembre de 2015, a través de la metodología de flujos de caja libres descontados.

Las actividades desarrolladas por las empresas del Grupo comprenden servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo voz, valor agregado, datos, banda ancha e internet móvil, así como servicios de red fija, principalmente orientada a la propuesta de soluciones integradas, que comprenden servicios de redes de datos, telefonía local, acceso a internet, telefonía pública de larga distancia, servicios de televisión, servicios de tecnologías de información (data center, externalización de procesos de negocio y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. Además, provee servicios de call center para el mercado corporativo y para las empresas del propio Grupo. Estas actividades se desarrollan principalmente en Chile. Las actividades en el exterior son desarrolladas por tres sociedades operativas en Perú, orientadas a servicios de red fija, call center y servicios de telefonía móvil.

Entel S.A. se encuentra constituida como una Sociedad Anónima Abierta, de duración indefinida, sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, en la que se encuentra registrada bajo el número 162. Sus acciones se encuentran inscritas en el Registro de Valores de la citada Superintendencia y se transan en el mercado nacional. Adicionalmente, tiene deuda emitida en mercados internacionales, por lo tanto, tiene la obligación de entregar información a entidades fiscalizadoras y clasificadoras de riesgo, lo que hace expedito conseguir información histórica.

Finalmente, como resultado del modelo de valoración se logró obtener un valor para el patrimonio del Grupo de UF 62.287.633, con un precio objetivo por acción de UF 0,26, equivalentes a \$6.675.01, mayor en un 3,64% que UF 0,25, equivalente a \$6.440,40, valor que la acción presenta al 30 de septiembre de 2015.

2. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Como veremos más adelante, sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utiliza distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método de flujos de caja descontados es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos y por ello, como un activo financiero.

2.1. Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

- DPA= Dividendo por acción
- K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde:

- DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

2.2. Método de Múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes: identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos y convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podrían afectar el múltiplo de la empresa y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados. A continuación, algunos de ellos:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios. Específicamente, comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado: si el valor es bajo, entonces las empresas están subvaloradas; si el valor es alto, entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuáles están subvalorados y cuáles sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de valor libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales
-

Múltiplo de variables de una Industria específica:

(Precio/kwh, precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

2.3. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo 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. Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al 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 Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.

En un 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, éste 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, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. En la determinación 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.

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 “WACC” (costo de capital promedio ponderado, 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.

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).

Al aplicar 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, se hace simplemente restando al valor completo de la empresa el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

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.

La metodología utilizada en el presente trabajo es Valoración por Flujos de Caja Descontados, este método analiza y estima los resultados futuros de una empresa para determinar el precio de las acciones en el presente a partir de la actualización de dichos flujos descontándolos a una tasa media ponderada.

Para valorar la empresa por sus flujos de caja descontados, se debe tener claridad de la tasa de descuento a utilizar, dado que corresponde a la rentabilidad que se exige a los activos de la empresa. Para ello debemos calcular la tasa de costo de capital utilizando el siguiente método.

Detalle de la Metodología utilizada para esta valoración:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCA_t}{(1+k_0)^t} + \frac{VT_n}{(1+k_0)^n}$$
$$V_0 = VAA + VANOI$$

Donde:

- V_0 : Valor Actual de la Empresa.
- FCA : Flujo de Caja de Activos Después de Impuestos.
- VT : Valor Terminal de la Empresa en el año T.
- VAA : Valor de los Activos Actuales.
- VANOI: VAN de Oportunidades de Inversiones Futuras.
- K_0 : Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC).

Para el cálculo del valor terminal se utilizó el modelo Sin Crecimiento, que es el más usado en empresas abiertas de tamaño mediano y grande en mercados maduros.

$$VT_n = \frac{FCA_{n+1}}{k_0}$$

A continuación se explican 8 puntos relevantes para esta metodología de valoración:

- 1- Fecha de Valoración: Se utiliza la publicación de los últimos estados financieros disponibles. Esta valoración se realizó con antecedentes de los años 2011, 2012, 2013, 2014 y septiembre 2015. En consecuencia, la fecha de valoración es el 30 de septiembre 2015.
- 2- Horizonte de la Valoración: Se divide entre el Período Explícito, donde se determina las proyecciones de crecimiento de la empresa. El Período Implícito corresponde al período t+1, que para esta valoración se deja bajo el supuesto conservador del modelo Sin Crecimiento.

- 3- Estimación para el Flujo de Caja Libre: En esta etapa se deben considerar las proyecciones los ingresos operacionales, costos operacionales, ingresos fuera de explotación, costos fuera de explotación y los impuestos. Una vez realizado este paso, se deben hacer ajustes a las cuentas para obtener el Flujo de Caja Bruto. Luego, a este valor se resta la Inversión en Reposición, la Inversión en Capital Fijo, y dependiendo del resultado obtenido en el capital de trabajo éste se suma o resta.

A continuación se presenta el esquema a seguir:

Estado de Resultado	
(+)	Ingresos de actividades ordinarias
(-)	Costo de ventas
(=)	GANANCIA BRUTA
(-)	Costos de distribución
(-)	Gasto de Administración
(+)	Otros ingresos, por función
(-)	Otros gastos, por función
(+)	Otras ganancias (pérdidas)
(+)	Ingresos financieros
(-)	Costos financieros
(+)	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación.
(+/-)	Diferencias de cambio
(+/-)	Resultados por unidades de reajuste
(=)	GANANCIA (PÉRDIDA) ANTES DE IMPUESTOS
(-)	Gasto por impuestos a las ganancias
(=)	GANANCIA (PÉRDIDA)
Ajustes	
(+)	Depreciación de Activo Fijo
(+)	Amortización de Activos Intangibles
(-)	Otros ingresos, por función (después de impuestos)
(+)	Otros gastos, por función (después de impuestos)
(-)	Otras ganancias (pérdidas) (después de impuestos)
(-)	Ingresos financieros (después impuestos)
(+)	Costos financieros (después de impuestos)
(-)	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de impuestos) (Si y sólo si el flujo de estas empresas no es recurrente)
(+/-)	Diferencias de cambio
(+/-)	Resultados por unidades de reajuste
(=)	FLUJO DE CAJA BRUTO
(-)	Inversión en Reposición
(-)	Inversión en capital físico
(-)	Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo
(=)	FLUJO DE CAJA LIBRE

Fuente: Elaboración propia.

- 4- Estimación del Costo de Capital: Corresponde al costo de capital promedio ponderado, calculado a través del método WACC (Weighted Average Cost of Capital), ecuación que nos permite calcular la tasa que se debe aplicar a los flujos de fondos futuros. Su fórmula de cálculo es:

$$K_{owacc} = Kb * \frac{B}{V} * (1 - tc) + Kp * \frac{P}{V}$$

- 5- Valor Económico de los Activos: El cálculo se realiza con el valor presente de los flujos de caja libres proyectados descontados a la tasa de costo de capital. En el valor total de los activos de la empresa tenemos: la sumatoria de los activos operacionales, en este punto están aquellas partidas representativas de bienes y derechos que han sido adquiridos u obtenidos expresamente para ser utilizados en la explotación y cuyo consumo o uso se espera se produzca durante el ejercicio, como lo son las partidas, existencias, cuentas por cobrar, gastos e impuestos anticipados: Luego, están los activos prescindibles (incluye la caja) como otros activos financieros corrientes, no corrientes y plusvalía: y finalmente, aumento (disminución) del capital de trabajo.

Valor Total de los Activos de la Empresa	
(+)	Activos Operacionales
(+)	Activos Prescindibles
(+/-)	Capital de Trabajo

Fuente: Elaboración propia.

- 6- Valor Económico de los Pasivos: Este valor es la deuda financiera que la empresa mantenga a la fecha de valoración, deuda que paga intereses.

7- Cálculo del Patrimonio Económico: Con los cálculos obtenidos en los puntos anteriores se calcula este valor:

Valoración Final de la Empresa	
(+)	Valor Total de los Activos
(-)	Deuda Financiera
(=)	Valor Patrimonio Económico

Fuente: Elaboración propia.

8- Cálculo Valor de la acción: Finalmente, obtenido el valor del patrimonio económico de la empresa, podemos realizar el cálculo del valor de la acción mediante la siguiente expresión:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{\text{Valor Patrimonio Económico}}{\text{Número de Acciones en Circulación}}$$

3. Descripción de la Empresa e Industria

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones (Rut 92.580.000-7), es una sociedad constituida y domiciliada en la República de Chile. Sus oficinas se encuentran ubicadas en Avenida Costanera Sur 2760, piso 22, Las Condes, Santiago, Chile. Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública con fecha 31 de agosto de 1964.

La política de reparto de dividendos vigente consiste en distribuir hasta el 50% de las utilidades distribuibles en cada ejercicio.

Entel es proveedor de telecomunicaciones. Sus servicios incluyen comunicaciones móviles, fijas, outsourcing TI (data centers, externalización de procesos y continuidad operacional) y contact center. Además, ofrece el servicio de prestaciones de arriendo de redes y negocios de tráfico a Mayoristas. Enfocado a los mercados de personas, empresas y corporaciones. Cuenta con filiales Entel Perú, Americatel Perú y Servicios de Call Center de Perú.

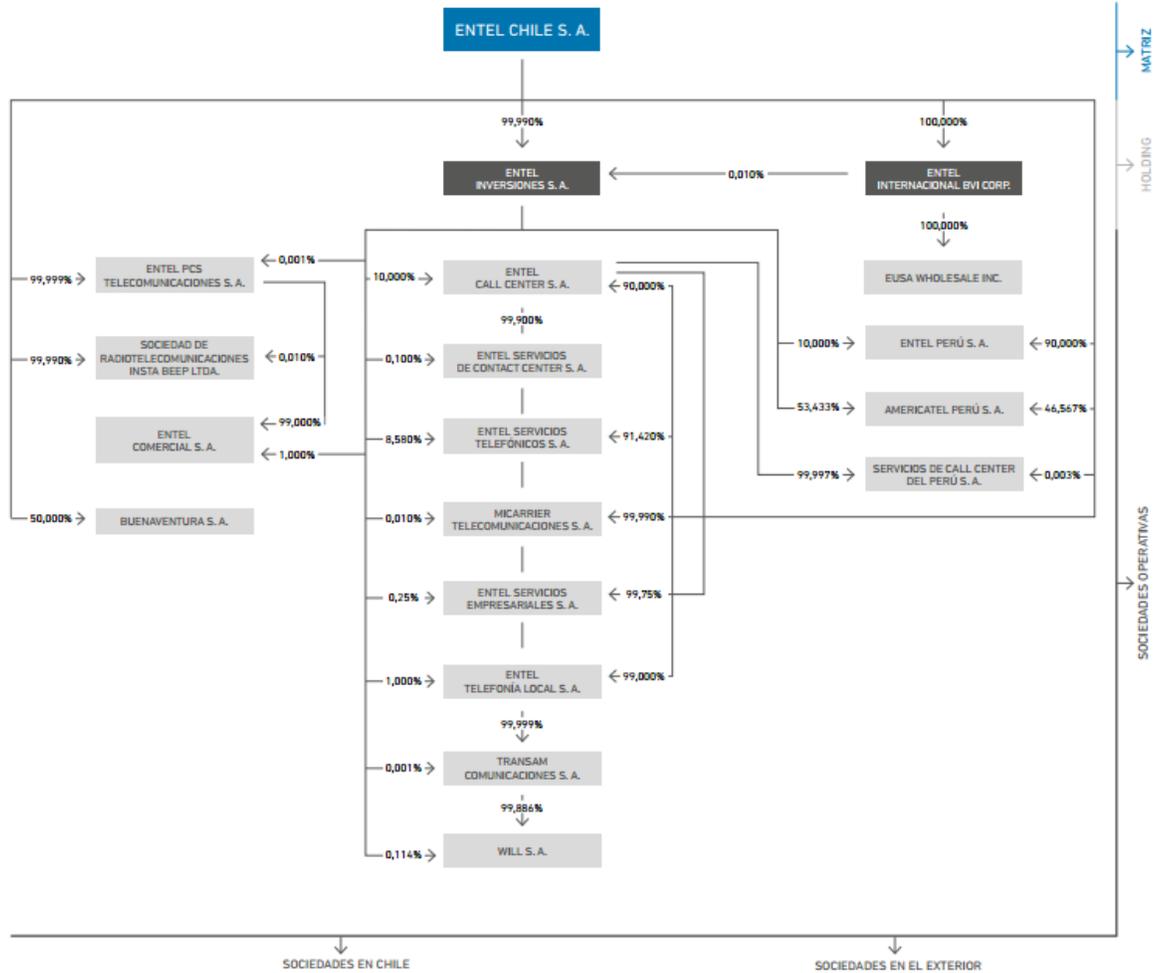
Entel S.A. se desenvuelve en un sector de la economía que presenta gran actividad a nivel sectorial de relevancia para el desarrollo económico, sus servicios son utilizados prácticamente en todos los rubros de la economía.

La acción de Entel se encuentra dentro de las 10 más rentables¹ del mercado nacional.

¹Informe Bolsa de Comercio de Santiago, Mayo de 2015

Estructura del Grupo y Filiales

Estructura Societaria



Fuente: Memoria Financiera Entel 2014.

3.1. Filiales

Entel PCS Telecomunicaciones: Se constituyó como Sociedad Anónima por escritura pública el 3 de octubre de 1996, conforme a las leyes de la República de Chile. Provee servicios de comunicaciones móviles en todo el país. Tiene una participación de mercado de 38%, mientras que sus clientes de pospago dan cuenta del 32% de la base de suscriptores. Esta filial cuenta con más de 800.000 clientes de banda ancha móvil. Tiene por objeto el estudio, construcción y explotación de un sistema para prestar toda clase de servicios de telecomunicaciones móviles, compra, venta, importación y distribución de equipos móviles de comunicación.

Entel Comercial S.A.: Realiza la gestión comercial de todos los servicios de la compañía.

Entel Inversiones S.A.: Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 8 de agosto de 1989, conforme a las leyes de la República de Chile. Tiene como función realizar inversiones que estratégicamente se consideran convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionados con el negocio de las telecomunicaciones.

Entel Servicios Telefónicos S.A.: Se constituyó como Sociedad Anónima Cerrada, mediante escritura pública de fecha 13 de marzo de 1987, conforme a las leyes de la República de Chile. Realiza la prestación de servicios de telecomunicaciones, tales como: comercialización, distribución y representación de equipos y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

Entel Call Center S.A.: Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 12 de septiembre de 1989, conforme a las leyes de la República de Chile. Desarrolla, instala, opera y explota diversas plataformas de medios de telecomunicaciones, propios o de terceros, en el país o en el extranjero y, en general, desarrolla cualquier actividad o prestación de servicios por medio de equipos o

instalaciones de telecomunicaciones atendidas por operadoras o de funcionamiento automático.

Entel Telefonía Local S.A.: Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 29 de abril de 1994, conforme a las leyes de la República de Chile. Su función es satisfacer las necesidades de comunicación telefónica, multimedia y de infraestructura de usuarios de alto consumo; comercialización y representación de equipos, y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

Micarrier Telecomunicaciones S.A.: Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 30 de diciembre de 1988, conforme a las leyes de la República de Chile. Su objetivo es instalar, operar, explotar y prestar servicios de telecomunicaciones públicos y privados, en el país y en el extranjero, directamente o por intermedio de otras personas.

Entel Contac Center S.A. (Ex Satel S.A.): Su objetivo es entregar servicio a corporaciones, tales como, telefonía, transmisión de datos en el contexto nacional e internacional de alta o baja velocidad utilizando tecnología satelital. Cuenta con un mix de servicios diseñados para incrementar las ventas de las empresas o mejorar sus costos operacionales asociados. Servicio orientado a empresas que necesitan ofrecer una atención personalizada a sus clientes, gestionando, administrando y haciendo más eficaces los procesos administrativos.

Entel Servicios Empresariales S.A.: Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 9 de junio de 1993, conforme a las leyes de la República de Chile. Presta servicios de análisis, diseño, desarrollo, operación y mantención de software, prestación de servicios de asesoría y asistencia técnica; prestación de servicios por cuenta ajena de administración de sistemas, infraestructura y procesos de negocios; comercio electrónico, transacciones comerciales y contables mediante cualquier medio electrónico; representar proveedores nacionales y extranjeros de software, hardware y de toda otra herramienta o equipamiento relacionados con las

tecnologías de la información; soporte telefónico y en campo de continuidad de plataformas tecnológicas.

Sociedad de Telecomunicaciones Instabeep Ltda.: Se constituyó como Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada mediante escritura pública de fecha 4 de noviembre de 1985, conforme a las leyes de la República de Chile. Su función es la ejecución de negocios relacionados con la ingeniería electrónica, especialmente aquellos relativos al establecimiento, operación y explotación de servicios de comunicaciones y cualquiera otra actividad relacionada que acuerden los socios.

Transam Comunicación S.A.: Brinda servicios de comunicación inalámbrica de larga distancia, como servicios nacionales e internacionales de marcación y teléfono.

Will S.A.: Su objetivo es la prestación del servicio de telefonía local inalámbrica y la transmisión de datos.

Americatel Perú S.A.: Proporciona servicios de internet y larga distancia, telefonía fija y transmisión de datos, principalmente focalizada en pequeñas y medianas empresas de Lima. Opera en Perú utilizando redes de fibra óptica y satélites interconectados. Enfocada en servicios de outsourcing TI. En el segmento de personas provee enlaces de datos, acceso a internet y servicios de datacenter (usos de infraestructura).

Servicios de Call Center del Perú S.A.: Su objetivo es entregar servicios de call center en variados segmentos de empresas, servicios de multimedia, redes sociales, mesas de ayuda, servicios de back office, telemarketing, servicio al cliente, gestión de ventas, servicios de cobranza y servicios tecnológicos.

Entel del Perú S.A. (Ex Nextel del Perú S.A.): Su función es prestar servicios finales y de valor añadido de telecomunicaciones, incluyendo el servicio troncalizado, el servicio de busca personas unidireccional y bidireccional, servicio de transmisión, almacenamiento y procesamiento de datos y cualquier otro servicio de telecomunicaciones de conformidad con la legislación peruana; así como realizar

actividades relacionadas con la adquisición, instalación, venta y mantenimiento de equipos de telecomunicaciones y con el suministro de servicios relacionados.

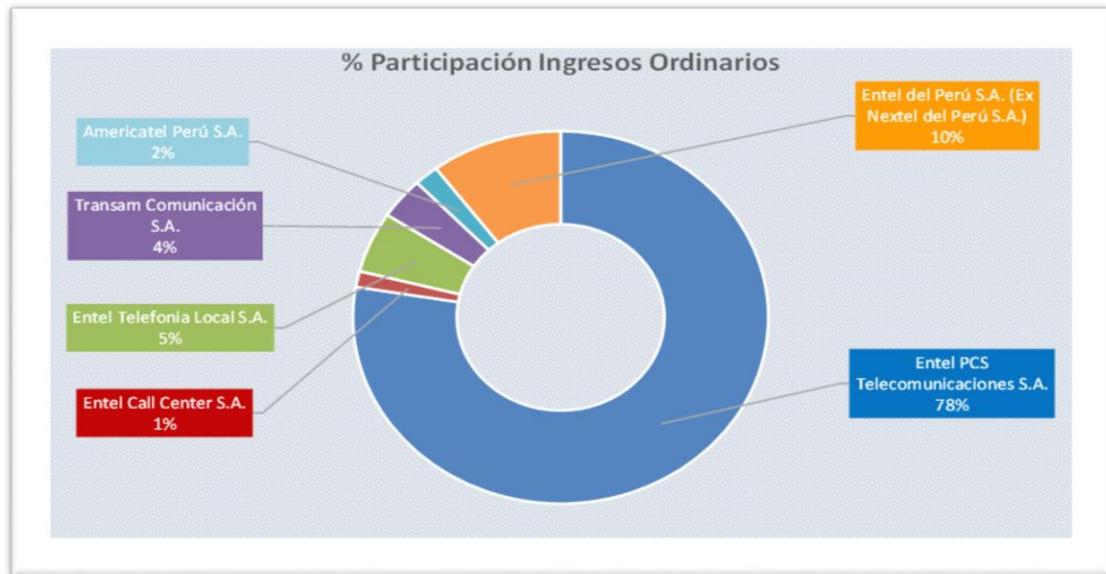
Eusa Wholesale Inc.: Tiene como función la realización de inversiones en el extranjero que sean estratégicas para Entel.

Entel Internacional B.V.I. Corp.: Se constituyó como Corporación el 12 de febrero de 1993, en Tórtola, Islas Vírgenes Británicas. Su objetivo es realizar inversiones en el extranjero, que sean consideradas estratégicas por Entel.

A continuación se presenta la participación que tiene cada una de las filiales en el total de los ingresos ordinarios de la empresa:

FILIAL	% Participación Ingresos Ordinarios
Entel PCS Telecomunicaciones S.A.	76,15%
Entel Comercial S.A.	0,08%
Entel Inversiones S.A.	0,00%
Entel Servicios Telefonicos S.A.	0,05%
Entel Call Center S.A.	1,34%
Entel Telefonía Local S.A.	5,18%
Micarrier Telecomunicaciones S.A.	0,01%
Entel Contac Center S.A. (Ex Satel S.A.)	0,55%
Entel Servicios Empresariales S.A.	0,30%
Soc. de Telecomunicaciones Instabeep Ltda.	0,00%
Transam Comunicación S.A.	3,51%
Will S.A.	0,00%
Americatel Perú S.A.	1,87%
Servicios de Call Center del Perú S.A.	0,90%
Entel del Perú S.A. (Ex Nextel del Perú S.A.)	10,05%
Eusa Wholesale Inc.	0,00%
Entel Internacional B.V.I. Corp.	0,00%
Total	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

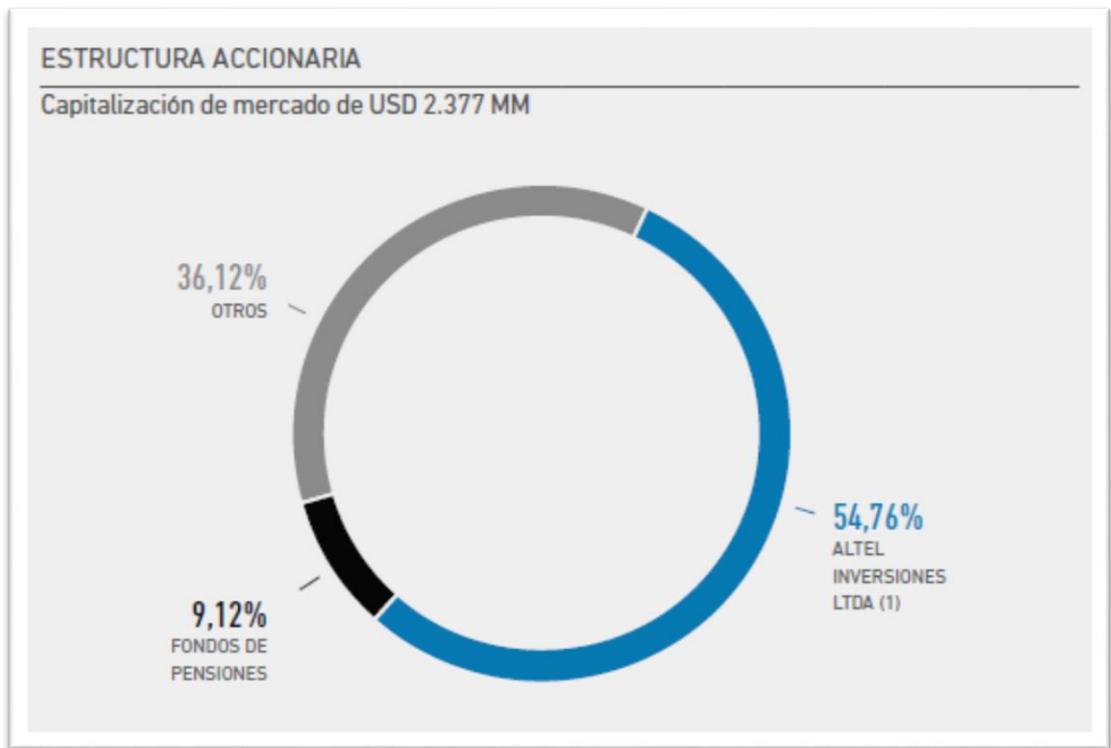


Fuente: Elaboración propia.

3.2. Propiedad; Principales Accionistas

El capital social de Entel S.A. se distribuye en 236.523.695 acciones de única serie, totalmente suscritas y pagadas.

El accionista controlador de Entel S.A. es Inversiones Altel Ltda. (Rut 76.242.520-3), sociedad que es titular del 54,76% de las acciones en circulación. A su vez, Altel Ltda., es controlada directa e indirectamente en un 99,99% por Almendral S.A. (Rut 94.270.000-8). Almendral S.A. es controlada por un conjunto de accionistas, que con fecha 24 de enero de 2005 convinieron en un Pacto de Actuación Conjunta. Forman parte de este Pacto, los Grupos Matte, Fernández León, Hurtado Vicuña, Consorcio, Izquierdo y Gianoli.



Fuente: Información Corporativa diciembre 2014.

A continuación, se detalla la nómina de los 12 mayores accionistas de Entel S.A., el número de acciones y el porcentaje de participación en la propiedad accionaria:

Nombre	Número de acciones suscritas y pagadas	% de Propiedad
INVERSIONES ALTEL LTDA	129.530.284	54,76%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO	26.273.561	11,11%
BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	20.584.166	8,70%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV	6.817.322	2,88%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	3.376.051	1,43%
BANCHILE C DE B S A	2.816.397	1,19%
AFP PROVIDA S.A PARA FDO. PENSION C	2.715.661	1,15%
AFP PROVIDA S.A PARA FDO. PENSION B	2.616.366	1,11%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	2.155.330	0,91%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B	1.870.070	0,79%
AFP CUPRUM S A FONDO TIPO B	1.749.174	0,74%
SANTANDER S A C DE B	1.612.290	0,68%

Fuente: www.svs.cl_2014

3.3. Empresas Comparables

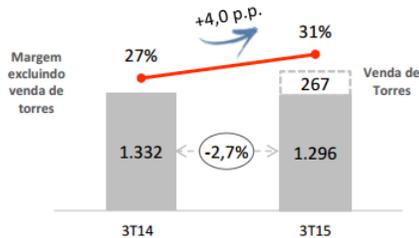
TIM Participacoes S.A.

Esta empresa es un holding privado brasileño, comenzó a operar en 1998 y tiene su sede en Río de Janeiro. Provee servicios de telecomunicaciones a través de sus subsidiarias. Ofrece telefonía móvil, fija, de larga distancia, servicios de transmisión de datos. Presta servicios de valor agregado, incluyendo mensajería corta, de texto o multimedia, un servicio corporativo de correo electrónico telefónico llamado Push Mail, Blackberry, videotelefonía, turbo mail (acceso a correo electrónico corporativo con la posibilidad de enviar y recibir archivos), navegación web y soluciones de negocios entre otros. Sus acciones cotizan en la bolsa de Brasil.

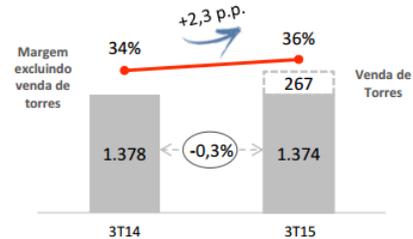
Defendendo o EBITDA com Foco em Margem

TIM Brasil
Relações com
Investidores

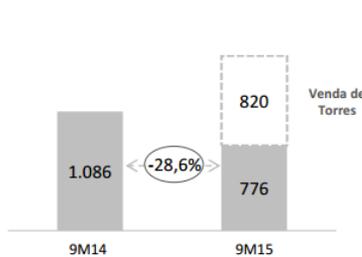
EBITDA & Margem (R\$ milhões; %A/A)



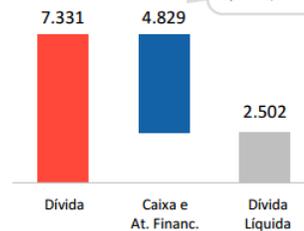
EBITDA & Margem de Serviços (R\$ milhões; %A/A)



Lucro Líquido (R\$ milhões; %A/A)



Dívida Líquida (R\$ milhões)



Saídas de Caixa (R\$):
4G no 4T14: 1,68 bi
4G no 2T15: 0,37 bi
Capex > 0,66 bi A/A

Dívida Líquida/12 EBITDA (0,46x)

Impactos da Venda de Torres

R\$ milhões	1º Fechamento	2º Fechamento
Torres Vendidas	4.176	1.125
EBITDA	+918	+267
Lucro Líquido	+636	+184
Caixa	+1.897	+517
Dívida	-977	-230
Dívida Líquida	+921	+286

Fuente: Información Corporativa diciembre 2014.

América Móvil SAB de CV

Es una empresa Mexicana de telecomunicaciones, fundada en septiembre de 2000, su sede central se encuentra ubicada en Ciudad de México, México. Es la empresa líder en el sector de telecomunicaciones móviles de América Latina y la cuarta más grande del mundo en términos de suscriptores proporcionales. Mantiene operaciones en 18 países del continente Americano, en 7 países de Europa. Presta servicios de telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión.

Datos Financieros Relevantes [Pro-Forma]				
Millones de pesos constantes al 31 de diciembre de 2014, excepto UPA y UPADR	2014	2013*	Var%	Millones de dólares 2014
Ingresos Totales	883,831	858,592	2.9%	66,469
EBITDA**	279,213	276,843	0.9%	20,998
Margen de EBITDA	31.6%	32.2%		
Utilidad operativa	152,342	160,634	-5.2%	11,457
Margen operativo	17.2%	18.7%		
Ingresos netos	47,182	75,217	-37.3%	3,589
Utilidad por acción (pesos)	0.68	1.03	-34.0%	
Utilidad por ADR (dólares)	1.02	1.62	-36.7%	
Capital Contable	224,664	246,948	-9.0%	16,894
Activos totales	1,256,307	1,199,868	4.7%	
Promedio ponderado de acciones comunes en circulación (millones)	69,252.40	72,843.50	-4.9%	
Retorno sobre el capital	21.0%	30.5%		
** Determinamos el EBITDA como se muestra en la siguiente conciliación				
	2014*	2013*		
Utilidad operativa	152,342	160,634		
Más				
Depreciación y amortización	126,871	116,209		
EBITDA	279,213	276,843		

Nota: Para efectos prácticos, se utilizó un tipo de cambio promedio de 13.2969 pesos para los montos convertidos a dólares.

Fuente: Información Corporativa diciembre 2014.

Telefónica Chile S.A.

La empresa se constituyó formalmente como Sociedad Anónima el 18 de noviembre de 1930. Provee servicios de telecomunicaciones a lo largo de todo Chile, esto incluye servicios de banda ancha, televisión de pago, datos y servicios de telefonía fija, larga distancia y telefonía pública, entre otros. La empresa atiende a clientes residenciales, corporaciones, pequeñas y medianas empresas. Es el mayor proveedor de servicio de telecomunicaciones fijas en Chile en términos de accesos e ingresos. Además opera la red fija más extensa del país. La empresa es 98% propiedad de Telefónica S.A. (España), la novena empresa de telecomunicaciones a nivel mundial por capitalización bursátil.



Fuente: Memoria Corporativa diciembre 2014.

Cifras Significativas

Cifras Físicas	2010	2011	2012	2013	2014
Líneas fijas en servicio	1.944.739	1.853.048	1.742.738	1.658.842	1.583.223
Accesos Banda Ancha	808.862	868.473	922.273	961.693	1.032.029
Clientes TV de pago	341.202	390.725	422.724	503.181	601.257
Datos Financieros Consolidados bajo IFRS					
<i>(en millones de pesos) (*)</i>					
Ingresos operacionales	774.433	723.452	699.177	690.467	686.291
EBITDA (flujo operacional)*	313.092	249.306	273.000	261.907	262.383
Ganancia atribuible a la operadora	104.795	69.317	59.106	45.737	39.351
Pasivos no corrientes	402.537	332.411	552.823	443.460	598.010
Total activos	1.410.484	1.325.380	1.539.831	1.509.926	1.534.466
Inversión (millones de US\$ nominales) **	321	337	355	385	343

* EBITDA = Resultado operacional + depreciación
 ** en US\$ de este año

Fuente: Memoria Corporativa diciembre 2014.

4. Financiamiento de la Empresa

La deuda muestra una tendencia creciente: en el año 2013 presenta una variación del 50% mayor al año 2012. Este aumento es explicado por la adquisición de la empresa Nextel Perú por USD 410 millones. En el mismo año, fue adquirida deuda nueva deuda mediante un Bono colocado en el extranjero por USD 1.000 millones cuya finalidad fue el refinanciamiento de pasivos.

El segundo salto importante que reflejó un aumento de deuda del 60% superior a la deuda obtenida en el año 2013, consiste en la emisión de 2 bonos: uno en el mercado local por UF 7 millones; y el segundo por USD 800 en el mercado extranjero. Este nuevo endeudamiento fue adquirido con la finalidad de prepagar la deuda que se trae de los años anteriores y además, la obtención de fondos para financiar su plan de inversiones.

El siguiente cuadro comprende el resumen de las emisiones de bonos que Entel S.A. ha realizado y se encuentran vigentes a la fecha de valoración, tanto en el mercado nacional como en el internacional. El motivo de las 2 primeras emisiones fue para refinanciamiento de pasivos y la última emisión además tiene como objetivo financiamiento del plan de inversiones que tiene la Compañía. Un detalle más completo se presenta en la sección “Anexos” (Emisión de deuda).

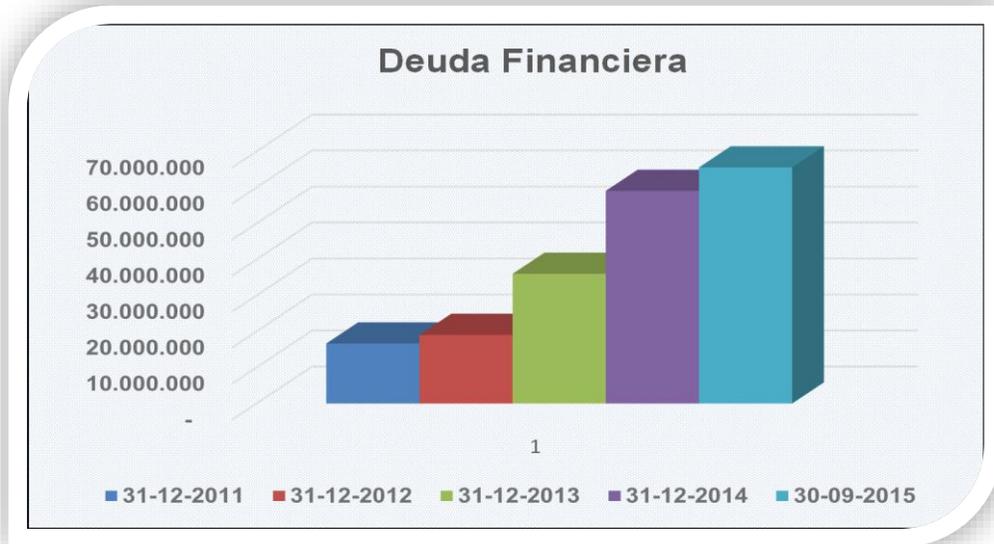
Nemo	Mercado	Moneda	Emisión	Tipo Bono	Año de Emisión	Año Vencimiento	Tasa Colocación	Clasificación			
								Fitch Ratings	ICR	Moody's	S&P
144A	Internacional	USD	1.000.000.000	Mixto	2013	2023	4,96%	BBB+	-	Baa2	BBB+
BENTE-M	Nacional	UF	7.000.000	Bullet	2014	2035	3,53%	AA-	AA+	-	-
144A	Internacional	USD	800.000.000	Mixto	2014	2023	4,78%	BBB+	-	Baa2	BBB

Fuente: Elaboración propia.

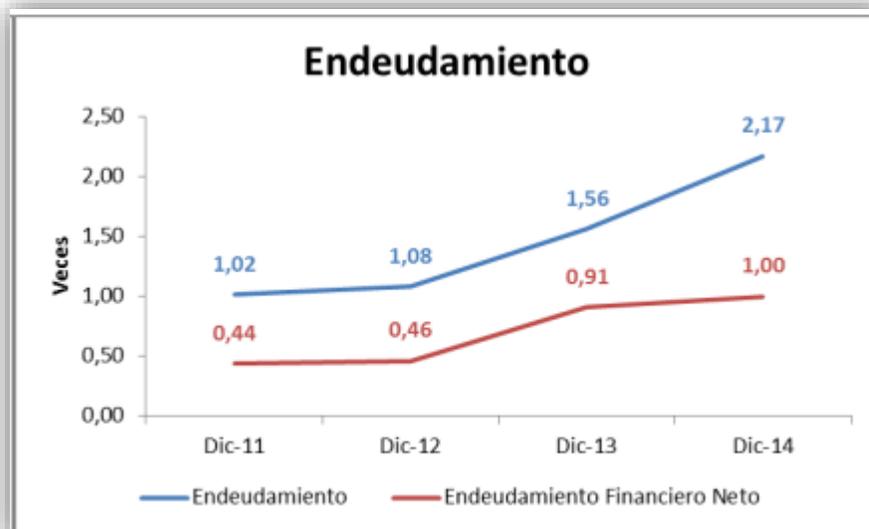
Evolución deuda financiera desde el año 2011 a septiembre de 2015.

Deuda Financiera UF	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
	16.690.031	19.079.252	36.053.629	59.082.512	65.613.189

Fuente: Elaboración propia.

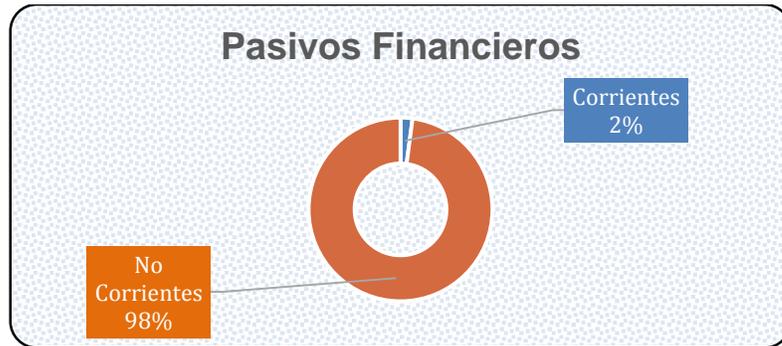


Fuente: Elaboración propia.



Fuente: Elaboración propia.

La deuda financiera de Entel S.A. al 30 de septiembre de 2015 está compuesta por pasivos corrientes en un 2% y pasivos no corrientes en un 98%.



Fuente: Elaboración propia.

Del total de pasivos financieros un 75,98% corresponde a bonos emitidos en el mercado internacional, 10,63% corresponde a bonos emitidos en el mercado nacional, un 13,02% corresponde a préstamos bancarios, 0,24% está asociado a arrendamiento a través de leasing financiero y un 13,02% a otros pasivos.



Fuente: Elaboración propia.

A continuación se detalla los componentes de la deuda financiera a la fecha de valoración.

PASIVOS FINANCIEROS (UF)	30-09-2015
CORRIENTES	
Préstamos que devengan intereses	429.023
Obligaciones con tenedores de bonos	815.489
Acreeedores por leasing financiero	49.127
Efectos de comercio	-
Derivados - No Cobertura	17.591
Derivados - Cobertura	67.753
Subtotal Corrientes	1.378.984
NO CORRIENTES	
Préstamos que devengan intereses	8.148.669
Obligaciones con tenedores de bonos	55.976.173
Acreeedores por leasing financiero	109.364
Derivados - No cobertura	-
Derivados - Cobertura	-
Subtotal No Corrientes	64.234.206
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	65.613.189

Fuente: Elaboración propia.

5. Estimación de la Estructura Capital de la Empresa

Entel S.A. confecciona sus resultados financieros en la moneda pesos, para realizar el análisis y modelamiento se llevan los resultados a UF, considerando el valor de la UF existente al cierre de cada período. En la sección “Anexos” se encuentra el detalle de toda la información financiera de la empresa en formato IFRS.

El siguiente análisis presenta los pasivos de la empresa, cuya finalidad es determinar qué proporción de la deuda genera pago de intereses y con esto, determinar la estructura histórica y objetiva de la empresa para el período de evaluación de los años 2011 a septiembre de 2015.

Detalle Deuda Financiera

Items (valores en UF)	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Préstamos que devengan intereses (corriente)	-	-	-	-	-
Otros Pasivos Financieros (corriente)	833.588	1.227.960	1.168.752	843.480	1.378.984
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	-	-	-	-	-
Otros Pasivos Financieros (no corriente)	15.856.443	17.851.292	34.884.876	58.239.032	64.234.206
TOTAL DEUDA FINANCIERA UF	16.690.031	19.079.252	36.053.629	59.082.512	65.613.189

Fuente: Elaboración propia.

Resumen Deuda Financiera

Deuda Financiera UF	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
	16.690.031	19.079.252	36.053.629	59.082.512	65.613.189

Fuente: Elaboración propia.

Una vez localizada la deuda financiera de la empresa, es necesario tener la información de las acciones que mantiene en circulación Entel S.A.

Detalle de las Acciones de la Compañía:

Serie	Nº Acciones Suscritas	Nº Acciones Pagadas	Nº Acciones con derecho a voto	Capital Suscrito	Capital Pagado
UNICA	236.523.695	236.523.695	236.523.695	522.667.566	522.667.566

Fuente: Elaboración propia.

Precios de Cierre para la Acción

Seleccionamos los valores del precio de la acción para cada uno de los períodos en evaluación:

Precio de Cierre Acción Entel (\$)	30-12-2011	28-12-2012	30-12-2013	30-12-2014	30-09-2015
	9.719,30	9.899,30	7.130,60	6.096,60	6.571,80

Fuente: Elaboración propia.

Patrimonio Económico en UF

Una vez obtenido el número de acciones que posee la Compañía y el precio de cierre de la acción, se determina el Patrimonio Económico para cada período en evaluación:

	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Valor UF	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.346,89
N° acciones	236.523.695	236.523.695	236.523.695	236.523.695	236.523.695
Precio cierre acción UF	0,44	0,43	0,31	0,25	0,26
Patrimonio UF	103.114.814	102.510.601	72.354.684	58.552.991	61.324.542

Fuente: Elaboración propia.

Resumen Patrimonio Económico de la Entel S.A.:

Patrimonio Económico UF	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
	103.114.814	102.510.601	72.354.684	58.552.991	61.324.542

Fuente: Elaboración propia.

5.1. Estructura de Capital

Con los datos ya obtenidos se presenta la estructura de capital que la Compañía ha mantenido desde el año 2011 hasta septiembre de 2015, donde se refleja que la estructura ha tenido una tendencia clara en el aumento de la deuda financiera desde el año 2013 en adelante. Esto producto al fuerte plan de inversiones orientado al desarrollo de Entel Perú, filial que fue adquirida en el año 2013.

	31-12-2011		31-12-2012		31-12-2013		31-12-2014		30-09-2015	
	UF	%								
(B) Deuda Financiera	16.690.031	14%	19.079.252	16%	36.053.629	33%	59.082.512	50%	65.613.189	52%
(P) Patrimonio Económico	103.114.814	86%	102.510.601	84%	72.354.684	67%	58.552.991	50%	61.324.542	48%
(V) Valor Económico de los Activos (V)= (B)+(P)	119.804.845	100%	121.589.853	100%	108.408.313	100%	117.635.503	100%	126.937.731	100%

Fuente: Elaboración propia.

Cálculo de Razones

En el siguiente cuadro se detalla la evolución del capital objetivo, es decir, la proporción de la deuda sobre el valor de mercado de la Compañía, con la finalidad de determinar la estructura de capital objetivo.

RAZONES	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Deuda a Valor de la Empresa (B/V)	14%	16%	33%	50%	52%
Patrimonio a Valor de la Empresa (P/V)	86%	84%	67%	50%	48%
Deuda a Patrimonio de la Empresa (B/P)	16%	19%	50%	101%	107%

Fuente: Elaboración propia.

Propuesta Estructura Capital Objetivo

En el siguiente cuadro, podemos revisar los resultados obtenidos a través de la estadística descriptiva:

	Mínimo	Máximo	Mediana	Des. Estándar	Promedio
B/V	14%	52%	33%	18%	33%
P/V	48%	86%	67%	18%	67%
B/P	16%	107%	50%	44%	49%

Fuente: Elaboración propia.

Para el cálculo de la Estructura de Capital Objetivo en el largo plazo, se propone utilizar el promedio entre el año 2013 y 2015, dado el aumento de endeudamiento que presenta la empresa, por lo tanto, es un valor más representativo de la situación actual.

- B/V: 45%
- P/V: 55%
- B/P: 82%

6. Estimación del Costo Patrimonial

Para determinar el costo patrimonial de la empresa necesitamos encontrar un Beta que refleje el riesgo puro del negocio.

6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Para realizar el cálculo del Beta correspondiente a cada período (2011 al 2014), se efectuó una regresión mediante modelo ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) para cada año cerrando los días 30 de septiembre de cada período señalado.

Para estimar el Beta patrimonial de la Compañía, correspondiente al 30 de septiembre 2015, se realizó regresión mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) para los últimos 105 retornos semanales de la acción de Entel comprendidos entre el 26 de julio del 2013 y el 30 de septiembre 2015, tomando como proxy de mercado el IGPA en el mismo período.

	2011	2012	2013	2014	*2015
Beta de la Acción	0,90	0,58	1,22	1,21	1,22
p-value (significancia)	95%	95%	95%	95%	95%
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia. Datos al 30 de septiembre 2015.

Se observa que a contar del año 2013 a septiembre del año 2015 el beta de Entel S.A. aumenta, lo que indica que la Compañía presenta un mayor riesgo en comparación al mercado.

La acción mantiene una presencia bursátil del 100%, esto facilita la construcción de las regresiones con datos semanales para 2 años. El beta a utilizar para el cálculo del costo capital de la empresa será el obtenido al 30 de septiembre de 2015.

6.2. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

En el punto anterior se definió que el beta con la estructura actual de la Compañía era $\beta_p^{c/d} = 1,22$, por lo tanto, conociendo estos valores se llega a determinar el beta a utilizar para obtener la tasa de descuento, pero ahora, utilizándola en la estructura objetivo de largo plazo.

Se debe tener presente que la deuda de la Compañía no es libre de riesgo, por este motivo se utilizó el método de Rubinstein para obtener el beta patrimonial sin deuda, de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\beta_p^{c/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - \beta d (1 - tc) \frac{B}{P}$$

Donde:

- $\beta_p^{c/D}$ = Beta patrimonial con deuda.
- $\beta_p^{S/D}$ = Beta patrimonial sin deuda.
- tc = Tasa de impuesto.
- βd = Beta de la deuda.
- B/P = Deuda a patrimonio de la empresa.

Para efectuar el procedimiento de cálculo del costo de capital de la empresa utilizaremos los parámetros: tasa libre de riesgo de 1,85% (corresponde a BTU-30 al 30 de septiembre de 2015), un premio por riesgo de mercado de 6,76% (correspondiente a Damoraran a julio de 2015), la tasa de impuestos que estaba vigente al momento del cálculo y la tasa de impuesto que es consistente con la estructura de capital objetivo de la Compañía para el futuro.

6.3. Costo de la Deuda (k_b)

Para la obtención de la tasa de costo de deuda, se investigó en bloomberg la última YTM registrada en el mes de septiembre de 2015, la cual fue de 3,61%, que corresponde a la tasa del bono a mayor plazo que posee la Compañía: 21 años.

$$K_b = 3,61\%$$

6.4. Beta de la Deuda (β_d)

Para calcular el Beta de la deuda se realiza el método WACC, utilizando el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) y la tasa de costo de la deuda k_b .

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_d$$

$$k_b = r_f + PRM * \beta_d$$

$$3,61\% = 1,85\% + (6,76\%) * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,26$$

Donde:

- K_b = Costo de la deuda
- R_f = Tasa libre de riesgo (BTU-30 al 30 de septiembre 2015).
- PRM = Premio por riesgo de mercado (Damodaran a julio 2015).
- β_d = Beta de la deuda.

6.5. Beta de la Acción $(\beta_p^{C/D})$

De acuerdo a regresión efectuada a 105 retornos semanales de los precios de la acción de Entel e IGPA entre las fechas 26 de julio de 2013 y 25 de septiembre 2015, mediante modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$) se obtuvo un beta de la acción a septiembre de 2015 de:

$$\beta_p^{C/D} = 1,22$$

6.6. Beta Patrimonial Sin Deuda $(\beta_p^{S/D})$

Al asumir K_b correspondiente a 3,61% mayor a R_f 1,85%, estamos declarando que la deuda de Entel es riesgosa, por lo tanto, para calcular el beta patrimonial sin deuda, utilizamos la fórmula de Rubinstein (1973).

Al contar con la información de la estructura de deuda de la Compañía en el período en evaluación, se considera como deuda sobre valor de la empresa (B/V) de 33%, correspondiente al promedio del período, lo que implica un valor de deuda a patrimonio de la empresa (B/P) de 49%.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - Bd (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$1,22 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 22\%) * 49\%] - 0,26 * (1 - 22\%) * 49\%$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,89$$

6.7. Beta Patrimonial Con deuda $(\beta_p^{C/D})$

Para efectuar el cálculo del beta patrimonial con deuda, utilizamos nuevamente la fórmula de Rubinstein (1973), pero ahora con la estructura de capital objetivo que corresponde al promedio de la estructura mantenida por Entel desde el año 2013 hasta septiembre del 2015, dado que este período es más representativo de la situación de endeudamiento de la Compañía, es decir, B/V de 45%; P/V de 55%, lo que implica, B/P de 82%.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - tc) \frac{B}{P} \right] - Bd (1 - tc) \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,89 [1 + (1 - 25\%) * 82\%] - 0,26 * (1 - 25\%) * 82\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,27$$

El resultado implica claramente que Entel presenta un riesgo mayor al del mercado.

6.8. Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM se estimó la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa.

$$k_p = R_f + PRM * \beta_p^{c/d}$$

$$K_p = 1,85\% + 6,76\% * 1,27$$

$$K_p = 10,46\%$$

6.9. Costo de Capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estimó el costo de capital para la empresa.

$$K_{owacc} = K_b * \frac{B}{V} * (1 - tc) + K_p * \frac{P}{V}$$

$$K_{owacc} = 3,61\% * 45\% * (1 - 25\%) + 10,46\% * 55\%$$

$$K_{owacc} = 6,97\%$$

Donde:

- K_b = Costo de la deuda.
- B/V = Deuda sobre Deuda más Patrimonio.
- P/V = Patrimonio sobre Deuda más Patrimonio.
- K_p = Costo del patrimonio.
- tc = Tasa de impuesto semi integrada para años en proyección.

7. Análisis Operacional del Negocio y la Industria

7.1. Análisis de crecimiento de los ingresos

La Industria de las Telecomunicaciones ha mostrado un crecimiento en los últimos años, esto dada la nueva era digital que el mundo comienza a experimentar.

La mayor parte de los ingresos de la Compañía provienen de servicios móviles, representando un 80% de los ingresos totales en el período 2011-a 2013. En el año 2014 se presenta un descenso al 70% de los ingresos asociado a los servicios móviles, sin embargo, en lo que es móviles en Perú ha presentado un importante aumento, llegando en el año 2014 al 9%.

A continuación, se presenta un cuadro resumen de la evolución de los ingresos por área de negocios:

Ingresos de Actividades Ordinarias por Área de Negocio				
Servicio	2011	2012	2013	2014
Servicio Telefonía Móvil-Chile	79%	80%	78%	70%
Servicio Telefonía Móvil-Perú	0%	0%	3%	9%
Servicio de Datos (incluye TI)	8%	7%	7%	8%
Telefonía Local	3%	3%	3%	3%
Larga Distancia	2%	2%	2%	2%
Internet	1%	1%	1%	1%
Servicio a Otros Operadores	2%	2%	1%	1%
Negocios de Tráfico	3%	3%	2%	2%
Servicio de TV	0%	0%	1%	1%
Americatel Perú	2%	1%	1%	2%
Servicios Call Center y Otros	1%	1%	1%	0%
Total Ingresos Operacionales	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

7.2. Detalle de Crecimiento Histórico por Área de Negocio

Para obtener una visión más clara de cada área de negocio, a continuación veremos el comportamiento individual de las áreas de negocio que componen la empresa:

Telefonía Móvil Chile:

Se observa una tendencia bajista entre las comparaciones de los años 2012 al 2014, obteniendo un decrecimiento en el año 2014, en comparación al año 2013. Este acontecimiento viene dado por el mayor uso de datos. En promedio, el crecimiento detectado en el período de evaluación es de un 3%. Este comportamiento declara que los clientes prefieren la comunicación vía datos frente a la comunicación vía voz.

Telefonía Móvil Perú:

El negocio en Perú fue adquirido en el año 2013, en consecuencia en ese año se observa el periodo de introducción en aquel mercado y para el año 2014 la empresa ya inserta muestra un notorio crecimiento, lo que afirma la disminución para Móvil Chile en el 2014 y su aumento en Móvil Perú para el mismo año. El promedio de crecimiento no se considera como un comportamiento, dado que, falta historia para realizar un análisis completo. Por lo tanto, con un criterio conservador, se asume que para la proyección del año 2016 y 2017, esta área del negocio crece a un 5% como período de inserción en el mercado de Perú, y para los próximos años de proyección se mantiene en un crecimiento del 3%, comportamiento de crecimiento igual que el promedio experimentado en Móvil Chile.

Datos (Incluye TI):

El negocio de datos presenta una tendencia positiva en los años en estudio, siendo alcista para el año 2012 y 2013, luego cae en el 2014 al 7%, esto viene dado por la mayor competencia que existe en la industria al pasar los años. El promedio para los años en evaluación representa un 10% de crecimiento.

Telefonía Local:

Se observa que los resultados en esta área del negocio que los ingresos han tenido un fuerte incremento en el período de evaluación, logrando un promedio entre los años 2011 al 2014 del 3%.

Larga Distancia:

En larga distancia la tendencia ha ido claramente en descenso, esto se explica por la eliminación de la larga distancia en nuestro país. Presentando un promedio de decrecimiento de -3%.

Internet:

El área de negocio Internet presenta un fuerte incremento entre el año 2013, dado por el mayor uso de datos móviles y la baja presentada para el año 2014 radica en el aumento de competidores en Chile para este segmento. Se observa para este negocio un crecimiento promedio del 10%.

Servicio a Otros Operadores:

Esta área de negocio representa un pequeño porcentaje en la participación total de los ingresos, con una caída en crecimiento en el año 2013, dejando para los años en evaluación un crecimiento promedio del 1%. Aunque en el último período muestra un fuerte crecimiento, esto dado por los ingresos provenientes por arriendo de infraestructura en redes.

Negocio de Tráfico:

Al igual que el ítem anterior, esta área de negocio representa una leve participación en el total de los ingresos de la empresa, con tendencia negativa y por consecuencia un promedio negativo del -6%.

Televisión:

El servicio de televisión tiene una tendencia de crecimiento positiva, representada por su promedio de crecimiento positivo para los años con los cuales se tiene historia.

Americatel Perú:

La tendencia en Americatel Perú presenta una tendencia al alza en los años de evaluación, se manifiesta en promedio un crecimiento del 6%. Esto se debe a mayores ingresos por el lado de voz, internet y datos.

Call Center y Otros:

Esta área de negocio presenta una clara tendencia decreciente, con un promedio de -8% para los años en evaluación, esto debido a la consolidación de la operación móvil en Perú, ya que, Nextel Perú era uno de los clientes principales antes de que se concretará la adquisición.

Resumen Total Ingresos Operacionales:

En resumen, la tendencia del total de los ingresos operacionales presenta una tendencia a la baja, quedando con un promedio de crecimiento del 7%. Esto dado los cambios en la industria de las telecomunicaciones, baja en los cargos de acceso en el negocio de móviles, el impacto que genera las restricciones en la oferta, la gran penetración en uso de datos y un factor importante que es la desaceleración económica en el año 2014, por lo tanto, una readecuación en la industria.

7.3. Perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2015 al 2019.

Al observar el crecimiento global del negocio de las telecomunicaciones en los últimos años, detectamos que existen claras transformaciones desde lo fijo a lo móvil, lo mismo desde la conectividad hacia los datos, lo que ha implicado una inmersión en el mundo de los servicios tecnológicos.

El crecimiento que se observa para los próximos años desde el año 2015 al 2019 se mantendrá constante, esto dado a la aparición de las nuevas conexiones 4G, las que representarán el 46% del tráfico, de acuerdo a estudio de mercado realizado por la Consultora Gartner.

De acuerdo a estudio realizado por la empresa International Data Corporativa (IDC), empresa que además trabaja directamente con la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL) de nuestro país, destaca entre sus proyecciones para los próximos años:

Las Compañías más grandes tendrán como estrategia corporativa la transformación digital.

Aproximadamente el 45% de las Compañías alinearán sus esfuerzos en TI y de las líneas de negocios, hacia una estrategia definitiva de movilidad.

El 30% de las Compañías de productos de consumo masivo y venta al detalle van a invertir en tecnologías para sacar ventaja de la explosión del comercio electrónico que cada vez está creciendo bajo la superficie de estancamiento económico de la región.

Hasta el año 2019, una tercera parte de las Compañías que buscan transformación digital, va agregar habilidades de diseño cognitivo y realidad aumentada (virtual) a sus aplicaciones.

El segmento de la voz de datos, es la principal transformación que ha vivido el mercado de las telecomunicaciones, presentando el mercado de datos móviles un alza del 4%, de acuerdo a IDC. Esto dado por un cambio de conducta en los consumidores, donde la voz pasó a segundo plano, prescindiendo de las llamadas y optando por los mensajes, particularmente que se alimentan de datos móviles.

Siguiendo con la lógica planteada por IDC, las conexiones de banda ancha están presentando un crecimiento importante del 6%, en comparación al año 2014, viniendo en gran parte este crecimiento por parte del sector residencial.

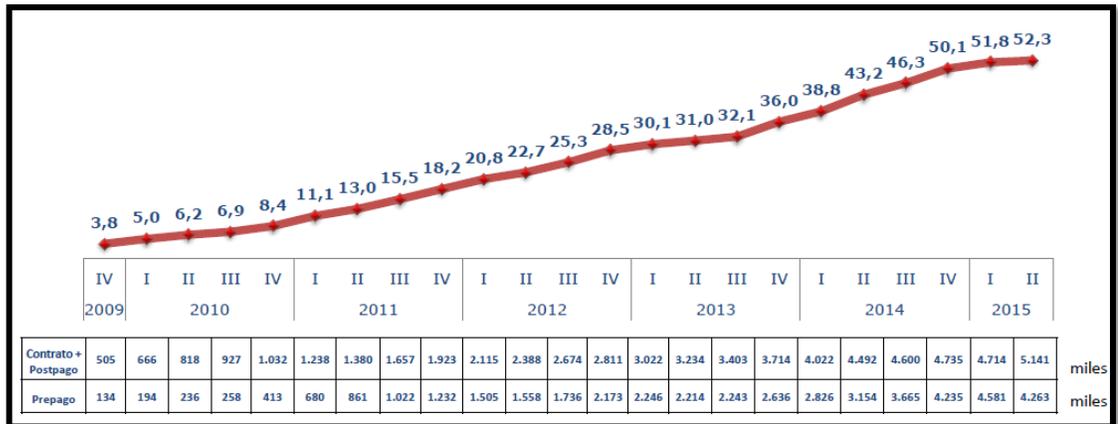
A continuación, se presenta cuadro que detalla las tasas de crecimiento por área de negocios de Entel S.A. entre 2016 y 2019. Para el cierre del último trimestre año 2015, se considera el resultado que se tiene a Septiembre se calcula como el 0,75 del período y se obtiene el 0,25 restante para obtener el año completo.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Servicio Telefonía Móvil-Chile	43.396.226	44.698.113	46.039.056	47.420.228	48.842.835
Tasa de Crecimiento		3%	3%	3%	3%
Servicio Telefonía Móvil-Perú	7.921.853	8.317.945	8.733.843	8.995.858	9.265.734
Tasa de Crecimiento		5%	5%	3%	3%
Servicio de Datos (incluye TI)	5.392.520	5.931.772	6.524.949	7.177.444	7.895.189
Tasa de Crecimiento		10%	10%	10%	10%
Telefonía Local	1.992.728	2.052.510	2.114.086	2.177.508	2.242.833
Tasa de Crecimiento		3%	3%	3%	3%
Larga Distancia	1.062.450	988.078	918.913	854.589	794.768
Tasa de Crecimiento		-7%	-7%	-7%	-7%
Internet	949.588	1.044.547	1.149.002	1.263.902	1.390.292
Tasa de Crecimiento		10%	10%	10%	10%
Servicio a Otros Operadores	905.886	914.945	924.094	933.335	942.669
Tasa de Crecimiento		1%	1%	1%	1%
Negocios de Tráfico	1.106.546	1.040.153	977.744	919.079	863.935
Tasa de Crecimiento		-6%	-6%	-6%	-6%
Servicio de TV	710.112	752.719	797.882	845.755	896.501
Tasa de Crecimiento		6%	6%	6%	6%
Americatel Perú	1.002.906	1.063.080	1.126.865	1.194.477	1.266.145
Tasa de Crecimiento		6%	6%	6%	6%
Servicios Call Center y Otros	315.255	288.607	264.211	241.878	221.432
Tasa de Crecimiento		-8%	-8%	-8%	-8%
Otros Ingresos	284.051	298.253	313.166	328.824	345.266
Tasa de Crecimiento		5%	5%	5%	5%

Fuente: Elaboración propia.

Evolución Internet Móvil (Conexiones 3G+4G)

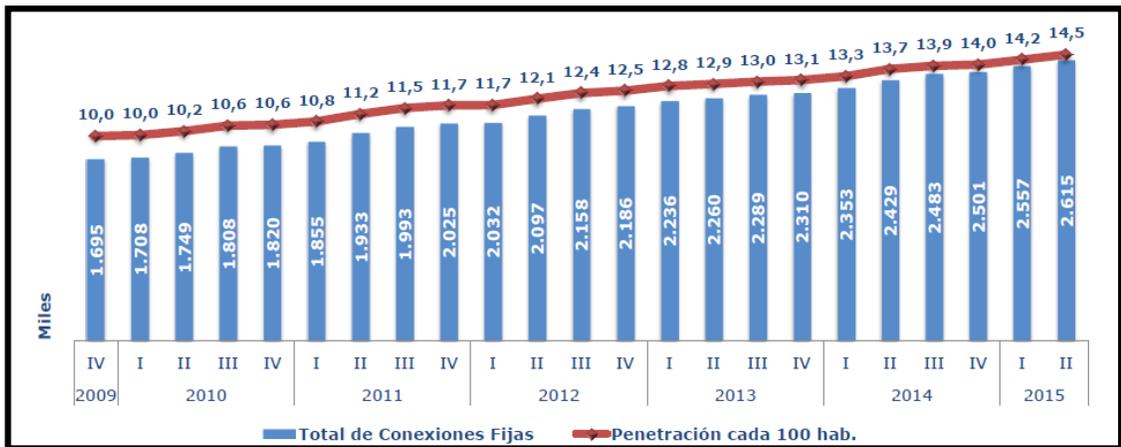
Penetración cada 100 habitantes.



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Evolución Internet Fijo.

Conexiones y Penetración cada 100 habitantes.



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Televisión:

La inclusión de hogares alcanza de 53,2% en junio 2015, crecimiento de 1 punto porcentual respecto a diciembre 2014.

Los suscriptores acumulan un incremento interanual de 5,6%.

Los accesos satelitales representan un 51,8% versus 48,2% del alámbrico.

Evolución Televisión Pagada.

Suscriptores y penetración de TV de pago.



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Telefonía (voz):

El tráfico de voz presenta una disminución del 1%, principalmente por el uso de aplicaciones vía datos.

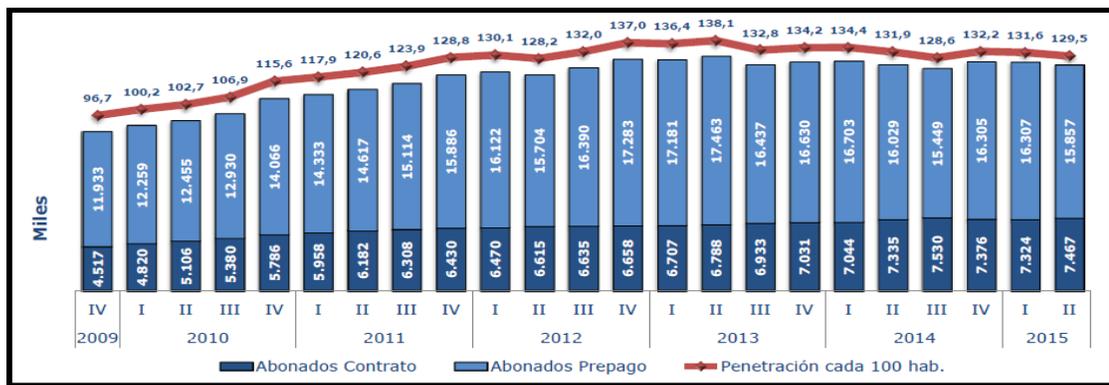
El tráfico móvil disminuyó en un 4,3% en el primer semestre 2015 respecto al primer semestre 2014.

El tráfico total local (local-local y local-móvil) presenta un alza de un 4,4% en el primer semestre 2015 respecto al primer semestre 2014 impulsado por el crecimiento del tráfico local-móvil y la absorción del tráfico de larga distancia nacional.

Las líneas fijas han aumentado un 1,9% en los últimos 12 meses.

Evolución Telefonía Móvil.

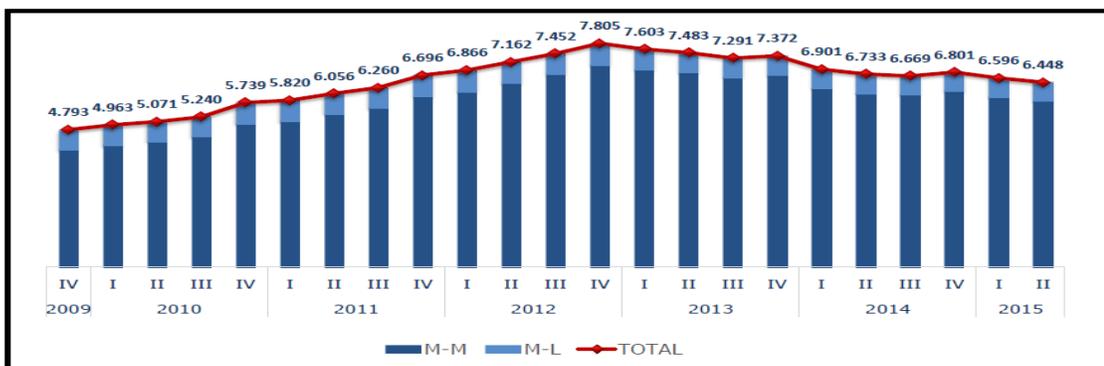
Abonados y penetración cada 100 habitantes.



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Evolución Telefonía Móvil.

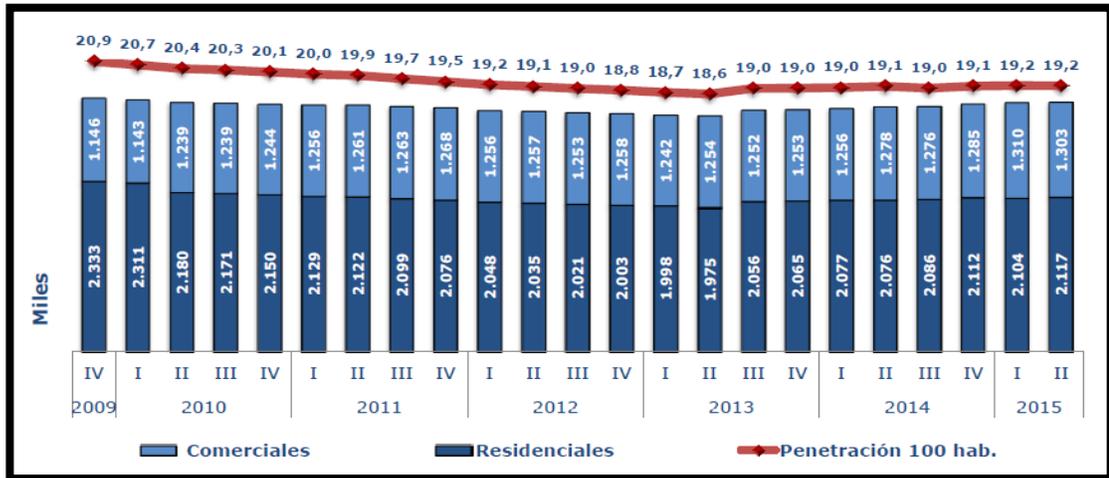
Tráfico de salida acumulado trimestral (Millones de Minutos).



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Evolución Telefonía Fija.

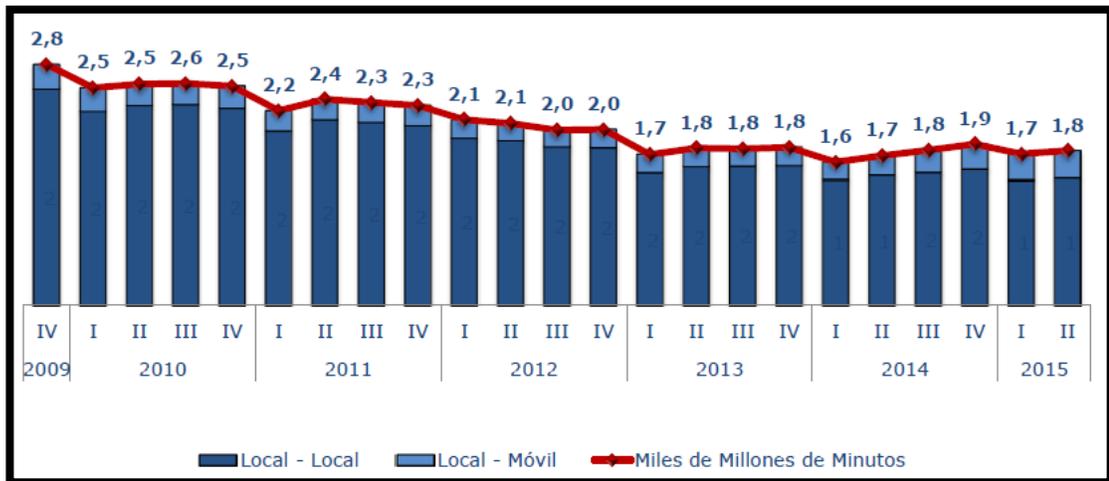
Abonados y penetración cada 100 habitantes.



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Evolución Telefonía Fija.

Tráfico de salida acumulado trimestral.

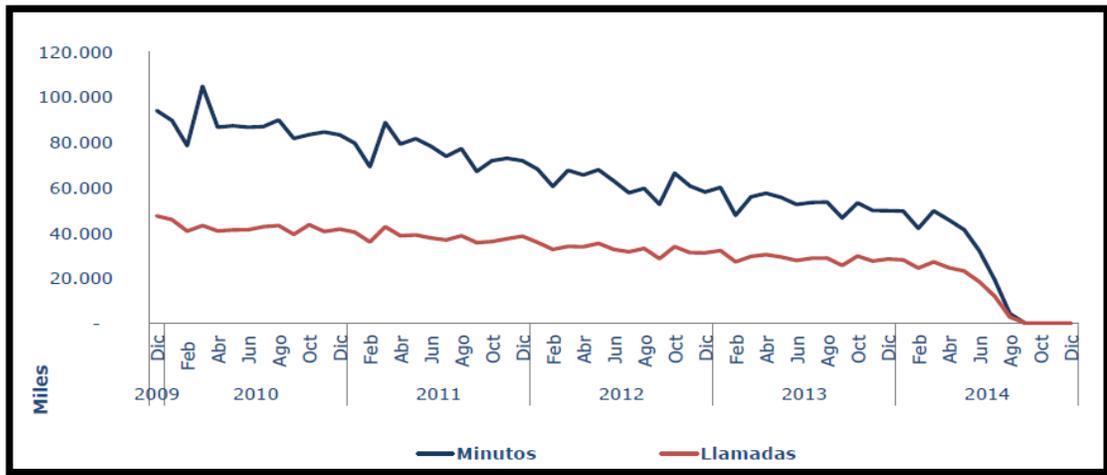


Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Larga Distancia:

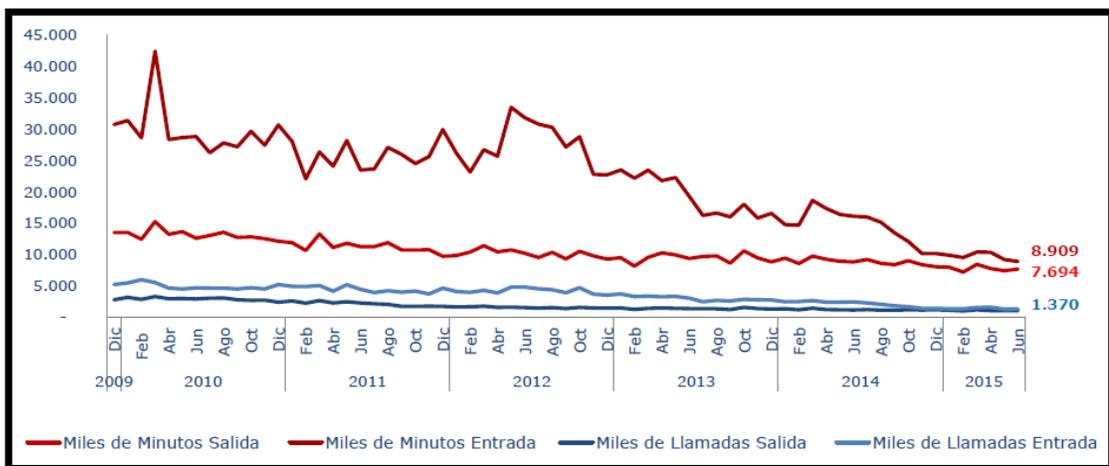
A contar de agosto 2014, el tráfico de larga distancia nacional se considera tráfico local. Se mantiene la tendencia a la baja del tráfico de larga distancia internacional.

Evolución Larga Distancia Nacional.



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

Evolución Larga Distancia Internacional.



Fuente: Subtel – División Política Regulatoria y Estudios.

7.4. Análisis de Costos de Operación

Los costos de operación de Entel consisten en los gastos que se relacionan directamente con el funcionamiento del negocio y que son necesarios para que la empresa exista.

La empresa separa sus costos de operación en 3 grupos:

Gastos por Beneficios a Empleados:

Esta cuenta considera los sueldos y salarios, beneficios a corto plazo a los empleados, gastos por obligación por beneficios post-empleo, beneficios por terminación y otros gastos de personal.

Referente a los beneficios post-empleo, la empresa clasifica en esta categoría a las indemnizaciones por años de servicio a la que tienen derechos los trabajadores, con contrato permanente y que sean socios de la Corporación Mutual, una vez hayan alcanzado los 8 años de servicio continuos afiliados a la Mutual. Estas obligaciones se valorizan a valor presente, descontado a tasas de interés de largo plazo y utilizando supuestos actuariales sobres rotaciones de personal, esperanza de vida y proyecciones de renta de los potenciales beneficiarios.

En cuanto a los beneficios por terminación, incluyen las indemnizaciones por cese (distintas a los beneficios post-empleo), se reconocen como gasto cuando existe un compromiso demostrable por parte de la empresa, sin posibilidad real de retirar la oferta, a un plan formal y detallado para terminar el empleo antes de la fecha normal de jubilación u ofertas para inducir las renunciaciones voluntarias.

Los beneficios corto plazo, son importes que se esperan pagar en bonos en efectivo al corto plazo y se reconocen como gasto cuando los servicios correspondientes se proporcionan.

En otros gastos, se considera el costo de vacaciones del personal se contabiliza en el ejercicio en que este derecho se devenga, independientemente de aquel en el cual los trabajadores hacen uso de él.

Pérdidas por Deterioro (Reversiones):

Esta cuenta considera los equipos afectados por cambios tecnológicos o disminuciones en sus valores recuperables debido a disminuciones de precios en determinados servicios, equipamiento con escasa probabilidad de ser reutilizados o enajenados.

Otros Gastos:

Esta cuenta incorpora los costos de venta y distribución, denominadas cargos de acceso y participaciones a corresponsales, outsourcing y materiales, publicidad, comisiones y gastos de venta, arriendos, mantenciones y otros.

Detalle de los Costos de Operación desde el año 2011 a Septiembre 2015.

De acuerdo a clasificación que realiza la empresa, separando en cada uno de ellos la depreciación del ejercicio y amortización de intangibles.

Ítem	Costos Operacionales (UF)				
	2011	2012	2013	2014	*2015
Gasto por Beneficios a los Empleados	5.619.362	6.206.167	7.392.600	9.023.591	7.259.070
Pérdidas por Deterioro	1.740.551	2.225.436	2.242.500	2.243.477	1.583.004
Otros Gastos	25.513.831	31.380.062	41.019.086	41.587.192	32.306.401
Total	32.873.744	39.811.666	50.654.186	52.854.260	41.148.476

Fuente: Elaboración propia.

Para tener una visión clara de lo que significa porcentualmente la participación de los costos operacionales sobre lo que es el ingreso total operacional, según la clasificación que utiliza la empresa, separando en cada uno de ellos la depreciación del ejercicio y la amortización de intangible para el período 2011 a septiembre 2015:

Participación de los Costos Operacionales sobre los Ingresos Operacionales					
Ítem	2011	2012	2013	2014	*2015
Gasto por Beneficios a los Empleados	10%	10%	11%	14%	14%
Pérdidas por Deterioro	3%	4%	3%	3%	3%
Otros Gastos	46%	50%	59%	62%	62%
Total	60%	64%	73%	79%	79%

Fuente: Elaboración propia.

Se puede concluir al evaluar el comportamiento de los costos operaciones para el ítem gastos por beneficios a los empleados y la cuenta otros gastos, entre el año 2011 y septiembre de 2015 existe una tendencia alcista en el año 2014 que se mantiene constante a lo que va del año 2015, esto dado que ya se comienza a notar el aumento en el costo asociado a los empleados, que se justifica por la adquisición de Nextel Perú en el año 2013 y que refleja sus resultados a contar del año 2014. Por este motivo, para las proyecciones futuras se utilizará el promedio de participación sobre los ingresos operaciones de los años 2013 y 2015.

En la partida pérdidas por deterioro, se observa que se han mantenido constantes entre el período 2011 y 2015 en su participación sobre los ingresos operacionales, por este motivo se considera el promedio en su proyección.

7.5. Análisis de Cuentas No Operacionales

Dentro de las cuentas que no pertenecen al negocio principal, se detectan 3 cuentas y su detalle es el siguiente:

Costos Financieros de Operación (Desde el año 2011 a Septiembre 2015).

Dentro del financiamiento de Entel existen préstamos y coberturas para estos préstamos, por lo que es una cuenta recurrente.

Ítem	Costos Financieros (UF)				
	2011	2012	2013	2014	*2015
Gastos por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	91.982	218.670	313.586	60.544	90.736
Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado	-	-	209.299	1.717.839	1.641.848
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	36.182	76.153	153.408	119.225	66.020
Cobertura de tasas (CCS)	220.107	135.440	67.645	151.700	133.375
Derivados de tasas- no designados de Cobertura	2.410	48.737	51.008	35.844	-
Gastos por Intereses, Arrendamientos Financieros	37.581	32.256	20.251	17.418	10.756
Gastos por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	21.797	22.292	22.467	15.028	13.877
Gastos por Intereses, Otros	40.626	57.891	38.963	50.801	46.620
Otros Costos Financieros	12.024	8.396	17.351	75.177	79.605
Total	462.710	599.835	893.977	2.243.577	2.082.838

Fuente: Elaboración propia.

Diferencias de Cambio (Desde el año 2011 a Septiembre 2015).

Esta cuenta toma los efectos en los resultados generados por las diferencias de cambio de los activos y pasivos, por lo tanto, no es una cuenta recurrente.

Ítem	Diferencias de Cambio (UF)				
	2011	2012	2013	2014	*2015
Otros Activos	51.244	- 43.546	123.219	550.935	276.911
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	- 100.623	58.433	- 92.238	- 291.717	- 535.479
Préstamos que devengan intereses	- 1.429.800	1.010.300	- 1.914.708	- 5.831.746	- 7.622.237
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (FW)	952.309	- 657.668	1.732.660	2.045.720	2.265.988
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	551.071	- 349.913	186.141	3.532.204	5.689.722
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (Call)	5.264	-	-	-	2.095
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (FW)	- 337.328	436.252	- 920.616	- 455.529	- 435.780
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (CCS)	- 1.393	41.988	- 19.659	- 8.795	-
Instrumentos derivados - efecto valor razonable (Call)	- 7.807	-	-	-	200
Otros Pasivos	32.262	- 8.426	929	2.396	10.201
Total	- 284.802	- 385.083	- 904.273	- 456.532	- 352.569

Fuente: Elaboración propia.

Resultados por Unidad de Reajuste (Desde el año 2011 a Septiembre 2015).

Esta cuenta toma los efectos en los resultados generados por las diferencias de unidades por reajuste de los activos y pasivos, por lo tanto, no es una cuenta recurrente.

Ítem	Resultados por Unidades de Reajuste (UF)				
	2011	2012	2013	2014	*2015
Otros activos	16.465	4.260	37.240	53.259	26.591
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	- 253.372	- 140.384	- 67.889	- 956.043	- 656.894
Otros pasivos	- 603	- 7.070	- 18.706	- 16.351	- 9.085
Total	- 237.511	- 143.193	- 49.355	- 919.135	- 639.389

Fuente: Elaboración propia.

7.6. Análisis de Activos

Activos Operacionales y No Operacionales a septiembre 2015.

Clasificación Activos (UF)	*2015
Activos Operacionales	
Efectivo y Equivalente al Efectivo	8.096.600
Otros Activos No Financieros Corrientes	1.308.717
Deudores Comerciales y Otras Cuentas Por Cobrar	10.987.739
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	36.061
Inventarios	3.410.915
Otros Activos No Financieros No Corrientes	117.860
Activos Intangibles	5.798.669
Plusvalía	1.865.368
Propiedades, Planta y Equipo	67.911.088
Total Activos Operacionales	99.533.017
Activos No Operacionales	
Otros Activos Financieros Corrientes	1.023.567
Activos por Impuestos Corrientes	3.296.167
Otros Activos Financieros No Corrientes	9.888.998
Derechos por Cobrar No Corrientes	362.151
Activos por Impuestos Diferidos	12.464.131
Total Activos No Operacionales	27.035.015
Total Activos	126.568.031

Fuente: Elaboración propia.

Activos No Operacionales a Septiembre 2015:

A continuación se presentan las cuentas clasificadas por la Compañía como activos no operacionales:

Otros Activos Financieros Corrientes: Los activos declarados en este ítem, son clasificados dependiendo del motivo por el cual fueron adquiridos. Se registran aquellos contratos de derivados que presentan valorizaciones a favor de las sociedades del Grupo. Activos financieros a valor razonable con cambio en resultados.

Activos por Impuestos Corrientes: Corresponden al impuesto a la renta provisionado por cada empresa del Grupo, se presenta compensado con los pagos provisionales mensuales obligatorios (PPM). Las compensaciones acumuladas de las empresas que arrojan saldos a favor.

Otros Activos Financieros No Corrientes: En este ítem el Grupo reúne los activos financieros mantenidos para negociar, derivados a valor razonable con cambio en resultado, que no cumplen los requisitos para aplicar contabilidad de cobertura.

Derechos por Cobrar No Corrientes: Los saldos que refleja esta cuenta incluyen valores con vencimiento a más de un año plazo. Dentro de la cartera de deudores comerciales, no se encuentran partidas securitizadas y se presentan netos de provisiones por deterioro (incobrabilidad).

Activos por Impuestos Diferidos: El gasto por impuesto a la renta se determina sobre la base de los resultados financieros. Las diferencias temporarias de impuesto entre las bases financieras y tributarias, son registradas como activos no corrientes. Los activos por impuestos diferidos, se reconocen según las tasas de impuesto que estarán vigentes en los períodos en que estos se esperan sean realizados o liquidados.

8. Proyección de EERR

Se realiza la proyección del Estado de Resultados, para el período entre los años 2015 y 2019, por área de negocio que tiene la empresa.

La proyección es en UF, utilizando el valor de la UF correspondiente al 30 de Septiembre 2015.

Para cerrar el último trimestre del año 2015, en todas las áreas de negocios y proyecciones que se detallan a continuación, se utiliza el supuesto de que no existe estacionalidad en esta industria, por lo tanto el resultado que se tiene a Septiembre se calcula como el 0,75 del período y se obtiene el 0,25 restante para obtener el año completo.

8.1. Ingresos Operacionales

Telefonía Móvil Chile:

Se proyecta un crecimiento igual al promedio de los períodos comprendidos entre el año 2011 y 2014, no se utiliza un valor más alto dado el incremento de la competencia en nuestro país.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Servicio Telefonía Móvil-Chile	43.396.226	44.698.113	46.039.056	47.420.228	48.842.835
Tasa de Crecimiento		3%	3%	3%	3%

Fuente: Elaboración propia.

Telefonía Móvil Perú:

El supuesto en esta área nace de la inserción que la empresa está logrando en Perú, considerando un crecimiento para el 2016 y 2017 del 5% y para los próximos años un crecimiento que se mantendrá constante en un 3%, de acuerdo al comportamiento promedio que ha presentado el mismo servicio en Chile.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Servicio Telefonía Móvil-Perú	7.921.853	8.317.945	8.733.843	8.995.858	9.265.734
Tasa de Crecimiento		5%	5%	3%	3%

Fuente: Elaboración propia.

Datos (Incluye TI):

Este negocio se proyecta en base al promedio de crecimiento entre los años 2011 al 2014, considerando el mismo crecimiento a perpetuidad, dado el camino que presenta el mercado en nuestro país.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Servicio de Datos (incluye TI)	5.392.520	5.931.772	6.524.949	7.177.444	7.895.189
Tasa de Crecimiento		10%	10%	10%	10%

Fuente: Elaboración propia.

Telefonía Local:

Se considera un crecimiento igual al promedio de los años 2011 al 2014, esto porque la telefonía local es un área ya insaturada en el mercado local, por lo que no debería sufrir mayores variaciones.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Telefonía Local	1.992.728	2.052.510	2.114.086	2.177.508	2.242.833
Tasa de Crecimiento		3%	3%	3%	3%

Fuente: Elaboración propia.

Larga Distancia:

Para esta área de negocios se considera el promedio de los años 2011 al 2014, con un decrecimiento en la proyección, dado que, la tendencia registrada indica menores tráficos y lo que es larga distancia nacional se eliminó en el año 2014 en su totalidad .

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Larga Distancia	1.062.450	988.078	918.913	854.589	794.768
Tasa de Crecimiento		-7%	-7%	-7%	-7%

Fuente: Elaboración propia.

Internet:

El área de internet se proyecta constante en base al promedio de los últimos años, este efecto se sostiene por crecimiento que ha mostrado la industria en el uso de datos móviles.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Internet	949.588	1.044.547	1.149.002	1.263.902	1.390.292
Tasa de Crecimiento		10%	10%	10%	10%

Fuente: Elaboración propia.

Servicio a Otros Operadores:

La proyección para esta área se mantiene el promedio de crecimiento que tuvo durante los últimos 4 años. Se considera que ingresos provenientes por arriendo de infraestructura en redes no tendrán mayores variaciones.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Servicio a Otros Operadores	905.886	914.945	924.094	933.335	942.669
Tasa de Crecimiento		1%	1%	1%	1%

Fuente: Elaboración propia.

Negocio de Tráfico:

Para esta área de negocios se considera el promedio de los años 2011 al 2014, con un decrecimiento en la proyección, dado que, la tendencia registrada indica menores minutos cursados dado la mayor competencia en el mercado local.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Negocios de Tráfico	1.106.546	1.040.153	977.744	919.079	863.935
Tasa de Crecimiento		-6%	-6%	-6%	-6%

Fuente: Elaboración propia.

Televisión:

La proyección en esta área tiene como justificación el crecimiento de la industria en el área de televisión de paga, que varía entre un 5% y 7%, por lo tanto en promedio, obtenemos un crecimiento de 6% para el período en proyección la penetración que la empresa está logrando, considerando un crecimiento para el 2016 del 20% y para los próximos años una disminución del 5% cada año, llegando a estabilizarse en el año 2019 en el 5% para mantenerse a perpetuidad en ese crecimiento.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Servicio de TV	710.112	752.719	797.882	845.755	896.501
Tasa de Crecimiento		6%	6%	6%	6%

Fuente: Elaboración propia.

Americatel Perú:

Para este negocio se considera el promedio de crecimiento que ha tenido durante los últimos 4 años en el mercado, proyectando que se mantendrán los ingresos constantes por los servicios integrados de voz, internet y datos.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Americatel Perú	1.002.906	1.063.080	1.126.865	1.194.477	1.266.145
Tasa de Crecimiento		6%	6%	6%	6%

Fuente: Elaboración propia.

Call Center y Otros:

La proyección para esta área considera el promedio de decrecimiento que ha tenido durante los últimos años, esto debido a la adquisición del principal cliente que tenía el negocio Nextel Perú.

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Servicios Call Center y Otros	315.255	288.607	264.211	241.878	221.432
Tasa de Crecimiento		-8%	-8%	-8%	-8%

Fuente: Elaboración propia.

Resumen Total Ingresos Operacionales:

Servicio (Ingresos en UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Total Ingresos Operacionales	64.756.071	67.092.470	69.570.645	72.024.054	74.622.332
Tasa de Crecimiento		6%	5%	5%	4%

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo a la proyección realizada para cada una de las áreas que componen el negocio de la Compañía, se presenta a continuación la participación por cada área de negocios sobre los ingresos totales:

Ingresos de Actividades Ordinarias por Área de Negocio					
Servicio	2015	2016	2017	2018	2019
Servicio Telefonía Móvil-Chile	67%	67%	66%	66%	65%
Servicio Telefonía Móvil-Perú	12%	12%	13%	12%	12%
Servicio de Datos (incluye TI)	8%	9%	9%	10%	11%
Telefonía Local	3%	3%	3%	3%	3%
Larga Distancia	2%	1%	1%	1%	1%
Internet	1%	2%	2%	2%	2%
Servicio a Otros Operadores	1%	1%	1%	1%	1%
Negocios de Tráfico	2%	2%	1%	1%	1%
Servicio de TV	1%	1%	1%	1%	1%
Americatel Perú	2%	2%	2%	2%	2%
Servicios Call Center y Otros	0%	0%	0%	0%	0%
Total Ingresos Operacionales	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

8.2. Proyección de Costos de Operación

Para cerrar el último trimestre del año 2015, se utiliza el supuesto de que los costos de operación van en concordancia con las ventas y no existe estacionalidad en esta industria, por lo tanto el resultado que se tiene a Septiembre se calcula como el 0,75 del período y se obtiene el 0,25 restante para obtener el año completo.

Considerando que en el año 2013 se adquirió Nextel Perú y los resultados comenzaron a verse en 2014, año en el que se eleva la tendencia tanto en los Gastos por Beneficios a Empleados y Otros Gastos en proporción a los ingresos, se considera el promedio de los años 2013 y septiembre 2015 para calcular el crecimiento de estos ítems, siempre asociado a los ingresos operacionales.

Referente a las Pérdidas por Deterioro, se considera su promedio entre los años 2011 y septiembre 2015, dado que permanecen constante en su crecimiento sobre los ingresos operacionales.

Crecimiento Costos Operacionales (UF) en Base a Ingresos Operacionales					
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019
Gasto por Beneficios a los Empleados	9.073.837	8.524.748	8.839.624	9.151.353	9.481.489
Tasa de Crecimiento		13%	13%	13%	13%
Pérdidas por Deterioro	1.978.756	2.012.774	2.087.119	2.160.722	2.238.670
Tasa de Crecimiento		3%	3%	3%	3%
Otros Gastos	40.383.002	41.016.816	42.531.842	44.031.728	45.620.178
Tasa de Crecimiento		61%	61%	61%	61%
Total Costos Operacionales	51.435.595	51.554.338	53.458.585	55.343.802	57.340.338

Fuente: Elaboración propia.

8.3. Proyección de Resultado No Operacional:

Existen cuentas del resultado que son no operacionales y además, son recurrentes para la empresa. Estas se proyectan en forma conservadora y las demás cuentas que no son recurrentes, se consideran constantes.

Para todas las cuentas se considera que la industria no presenta períodos de estacionalidad dentro del año, por lo tanto, el último trimestre del año 2015 se calcula en base al supuesto de que los 3 primeros trimestres del año representan el 0,75 de los valores, por lo tanto, para el último trimestre se considera como el 0,25 restante para completar el año.

Proyección Costos Financieros (UF)					
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019
Total	2.603.548	2.603.548	2.603.548	2.603.548	2.603.548

Fuente: Elaboración propia.

Proyección Diferencias de Cambio (UF)					
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019
Total	- 440.711	- 440.711	- 440.711	- 440.711	- 440.711

Fuente: Elaboración propia.

Proyección Resultados por Unidades de Reajuste (UF)					
Ítem	2015	2016	2017	2018	2019
Total	- 799.236	- 799.236	- 799.236	- 799.236	- 799.236

Fuente: Elaboración propia.

Cálculo de la Ganancia Antes de Impuestos.

A continuación, se presentan las cuentas involucradas en el cálculo de las ganancias antes de impuestos y sus proyecciones:

Estado de Resultados	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso Actividades Ordinarias	64.756.071	67.092.470	69.570.645	72.024.054	74.622.332
Otros Ingresos	284.051	298.253	313.166	328.824	345.266
Gastos por Beneficios a Empleados	- 9.073.837	- 8.524.748	- 8.839.624	- 9.151.353	- 9.481.489
Gastos Por Depreciación y Amortización	- 7.922.147	- 7.922.147	- 7.922.147	- 7.922.147	- 7.922.147
Pérdidas por Deterioro (Reversión), Neto	- 1.978.756	- 2.012.774	- 2.087.119	- 2.160.722	- 2.238.670
Otros Gastos	- 40.383.002	- 41.016.816	- 42.531.842	- 44.031.728	- 45.620.178
Otras Ganacias (Pérdidas)	- 4.502	- 4.502	- 4.502	- 4.502	- 4.502
Ganacias (Pérdidas de Actividades Operacionales)	5.677.878	7.909.737	8.498.577	9.082.427	9.700.611
Ingresos Financieros	597.665	597.665	597.665	597.665	597.665
Costos Financieros	- 2.603.548	- 2.603.548	- 2.603.548	- 2.603.548	- 2.603.548
Diferencias de Cambio	- 440.711	- 440.711	- 440.711	- 440.711	- 440.711
Resultados por Unidades de Reajuste	- 799.236	- 799.236	- 799.236	- 799.236	- 799.236
Ganancia (Pérdida) Antes de Impuestos	2.432.048	4.663.907	5.252.747	5.836.597	6.454.780

Fuente: Elaboración propia.

Cálculo del pago de impuestos.

El cálculo de los impuestos se realiza sobre el valor obtenido en las ganancias antes de impuesto, considerando como tasa de impuesto el 25%, porcentaje que proviene del cálculo semi integrado de las tasas presentadas de acuerdo al Servicio de Impuestos Internos, para los períodos proyectados.

Estado de Resultados (UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	- 608.012	- 1.165.977	- 1.313.187	- 1.459.149	- 1.613.695

Fuente: Elaboración propia.

Cálculo de la Ganancia o Pérdida.

De acuerdo al resultado obtenido de las ganancias antes de impuesto menos el impuesto, podemos determinar si la Compañía presentará ganancias o pérdidas durante el período proyectado.

En el siguiente cuadro se observa que durante el período proyectado la Compañía obtendrá ganancias:

Estado de Resultados (UF)	2015	2016	2017	2018	2019
Ganancia (Pérdida)	1.824.036	3.497.930	3.939.560	4.377.448	4.841.085

Fuente: Elaboración propia.

8.4. Supuestos utilizados y cuadro de EERR proyectado.

Las proyecciones para cada ítem consideran el valor Uf del 30 de septiembre 2015.

Para las proyecciones del último trimestre del año 2015, se considera que la industria de las telecomunicaciones no tiene estacionalidad durante el año, por lo tanto, a los resultados ya declarados a septiembre 2015, se calcula el 25% y este valor se suma al resultado que la empresa declara en la fecha señalada.

La proyección de los Ingresos Ordinarios corresponde a los ingresos consolidados por cada área de negocios. Contempla el crecimiento promedio de los años en evaluación (2011 al 2014), exceptuando los servicio de Telefonía Móvil Perú que se encuentra en proceso de penetración como Entel Perú, se determina una tasa de crecimiento de 5% para los años 2016 y 2017 y luego, se mantiene un crecimiento igual a la tasa promedio de Móvil Chile 3%.

Los Servicios de TV, que están ingresando en su nicho y presentan un crecimiento igual al promedio de crecimiento de la industria en esta área de negocios, lo que corresponde a un 6%².

²Fuente: Mediatelecom.com.mx

El ítem Otros Ingresos considera un crecimiento del 5% para cada año, supuesto conservador que es menor al promedio de los años en evaluación.

Los Gastos por beneficios a los empleados consideran un promedio de lo utilizado en el año 2013 y lo que va del 2015, esto dado que debería mantenerse constante este crecimiento sobre las ventas, considerando que ya se reflejan en estos años, lo que significó la adquisición de Nextel Perú, en cuanto a gastos de empleados.

Los Gastos por Depreciación y Amortización, se mantienen constantes al valor que existía en septiembre 2015.

Las Pérdidas por Deterioro consideran un crecimiento conservador y constante del 3% para cada año proyectado.

El ítem Otras Ganancias (Pérdidas) se mantienen constante durante todo el período proyectado.

La cuenta Otros Gastos, que incluye los costos de ventas y distribución asociados a las ventas, se proyectan con un crecimiento promedio a lo que fue el año 2014 y septiembre 2015, esto debido a que a contar del año 2014 incrementó este ítem producto de la adquisición de Nextel Perú y debería mantener su tendencia sobre las ventas hacia el futuro.

Las partidas correspondientes a Ingresos Financieros, Costos Financieros, Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de reajuste, se mantienen constantes durante todo el período proyectado, dado que son partidas no recurrentes que tienen cierta inestabilidad en el tiempo.

La tasa de impuesto considerada para el ejercicio de proyección implica un valor del 25%, dado la nueva reforma tributaria para el período en estudio.

Estado de Resultados Proyectado

El siguiente estado de resultados, incluye el año 2015 completo al año 2019, período explícito.

Estado de Resultados	2015	2016	2017	2018	2019
Ingreso Actividades Ordinarias	64.756.071	67.092.470	69.570.645	72.024.054	74.622.332
Otros Ingresos	284.051	298.253	313.166	328.824	345.266
Gastos por Beneficios a Empleados	- 9.073.837	- 8.524.748	- 8.839.624	- 9.151.353	- 9.481.489
Gastos Por Depreciación y Amortización	- 7.922.147	- 7.922.147	- 7.922.147	- 7.922.147	- 7.922.147
Pérdidas por Deterioro (Reversión), Neto	- 1.978.756	- 2.012.774	- 2.087.119	- 2.160.722	- 2.238.670
Otros Gastos	- 40.383.002	- 41.016.816	- 42.531.842	- 44.031.728	- 45.620.178
Otras Ganacias (Pérdidas)	- 4.502	- 4.502	- 4.502	- 4.502	- 4.502
Ganacias (Pérdidas de Actividades Operacionales)	5.677.878	7.909.737	8.498.577	9.082.427	9.700.611
Ingresos Financieros	597.665	597.665	597.665	597.665	597.665
Costos Financieros	- 2.603.548	- 2.603.548	- 2.603.548	- 2.603.548	- 2.603.548
Diferencias de Cambio	- 440.711	- 440.711	- 440.711	- 440.711	- 440.711
Resultados por Unidades de Reajuste	- 799.236	- 799.236	- 799.236	- 799.236	- 799.236
Ganancia (Pérdida) Antes de Impuestos	2.432.048	4.663.907	5.252.747	5.836.597	6.454.780
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	- 608.012	- 1.165.977	- 1.313.187	- 1.459.149	- 1.613.695
Continuadas	1.824.036	3.497.930	3.939.560	4.377.448	4.841.085
Discontinuadas	-	-	-	-	-
Ganancia (Pérdida)	1.824.036	3.497.930	3.939.560	4.377.448	4.841.085

Fuente: Elaboración propia.

9. Proyección de los Flujos de Caja Libres

De acuerdo a la metodología expuesta para esta valoración, se procede a ajustar el estado de resultados proyectado, comenzando desde el resultado obtenido en la utilidad neta.

En primer lugar, se deben sumar:

- Depreciación y amortización.
- Costos financieros después de impuestos, dado que el ahorro tributario está incorporado en la tasa de descuento.
- Diferencias de cambio.
- Resultados por Unidades de Reajuste.

Luego, se deben restar las cuentas:

- Otras Ganancias (Pérdidas), después de impuestos.
- Ingresos Financieros, después de impuestos.

Con los ajustes realizados obtenemos el Flujo de Caja Bruto, de acuerdo a cuadro adjunto:

Ajustes a Estados de Resultados (UF)	4Q 2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ganancia (Pérdida)	86.228	3.497.930	3.939.560	4.377.448	4.841.085	5.332.056
Depreciación y Amortización	1.980.537	7.922.147	7.922.147	7.922.147	7.922.147	7.922.147
Otras Ganancias (Pérdidas) (Desp. de Imp)	- 675	- 3.376	- 3.376	- 3.376	- 3.376	- 3.376
Ingresos Financieros (Después de Impuestos)	- 89.650	- 448.248	- 448.248	- 448.248	- 448.248	- 448.248
Costos Financieros (Después de Impuestos)	390.532	1.952.661	1.952.661	1.952.661	1.952.661	1.952.661
Diferencias de cambio	88.142	440.711	440.711	440.711	440.711	440.711
Resultados por Unidades de Reajuste	159.847	799.236	799.236	799.236	799.236	799.236
Flujo Caja Bruto	2.614.961	14.161.060	14.602.690	15.040.578	15.504.216	15.995.186

Fuente: Elaboración propia.

9.1. Inversión en Reposición

Para continuar con la metodología, se debe estimar la inversión en reposición. Debido a la industria en que participa la Compañía, un factor primordial es la tecnología, dado que debe estar constantemente adquiriendo nuevas tecnologías para ir mejorando sus servicios.

Esta inversión no permite aumentar nuevas inversiones, nuevas tecnologías, ni la capacidad instalada.

Se realiza una evaluación de los años anteriores desde el 2011 al año 2014, considerando el porcentaje de participación del total de la depreciación acumulada sobre el total propiedades, planta y equipos.

Propiedades, Planta y Equipo	2011	2012	2013	2014	Promedio
Total Propiedades, Planta y Equipo, Bruto	122.166.448	135.385.796	164.329.271	174.738.885	
Total Depreciación Acumulada y Deterioro de Valor, Propiedades, Planta y Equipo	74.774.610	86.462.261	107.087.996	109.161.594	
Porcentaje de Inversión en Reposición	61%	64%	65%	62%	63%

Fuente: Elaboración propia.

El promedio de los años analizados es de un 63%, por lo tanto, se utilizará ese valor para proyectar la inversión en reposición para los siguientes años.

Inversión en Reposición (UF)	2016	2017	2018	2019	2020
	- 4.990.953	- 4.990.953	- 4.990.953	- 4.990.953	- 7.922.147

Fuente: Elaboración propia.

9.2. Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)

La inversión en activo fijo le permite a la Compañía adquirir nueva tecnología o aumentar su actual capacidad instalada.

Para estimar las nuevas inversiones en activo fijo, se realiza una proyección en función de las inversiones históricas desde el año 2011 al 2014, sobre el total ingreso operacional, para determinar el porcentaje que se va a utilizar en los cálculos de las inversiones en activo fijo en la proyección.

Activo Fijo	2011	2012	2013	2014	Promedio
Total Propiedades, Planta y Equipo, Neto	47.391.838	48.923.534	57.241.274	65.577.291	
Total Ingresos Operacionales	55.207.470	62.612.436	69.858.676	66.725.964	
Porcentaje Total Prop., Planta y Equipo / Total Ingresos	86%	78%	82%	98%	

Fuente: Elaboración propia.

Al evaluar los valores históricos del activo fijo sobre los ingresos, nos da un promedio de 86%. Por lo tanto, la estimación para las nuevas inversiones en la proyección es la siguiente:

Estimación Activo Fijo	2015	2016	2017	2018	2019
Incremento en Ventas (UF)	2.336.400	2.478.175	2.453.408	2.598.278	2.752.088
Nuevas Inversiones en Activo Fijo (UF)	2.010.457	2.132.454	2.111.142	2.235.802	2.368.154

Fuente: Elaboración propia.

Se estima que estas inversiones son nuevas, dado que, por el negocio de la empresa y su expansión, tanto en negocios nacionales y de su adquisición en Perú, debe estar constantemente realizando nuevas inversiones en activo fijo y tecnologías, para poder soportar el crecimiento proyectado. Su cálculo es realizado sobre el incremento producido por las ventas en los años de proyección.

9.3. Inversión en Capital de Trabajo

La Compañía debe invertir fondos en capital de trabajo cuando proyecta aumento en las ventas, o por el contrario, puede retirar fondos destinados a capital de trabajo cuando proyecta una disminución en las ventas.

El cálculo que se necesita obtener para el flujo de caja libre es el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON), este valor representa a la diferencia entre activos y pasivos corrientes, que no devengan intereses.

Generalmente se define:

$$\text{CTON} = \text{Existencias} + \text{Cuentas por Cobrar} + \text{Valores Negociables} \\ - (\text{Proveedores} + \text{Acreedores Varios} + \text{Cuentas por Pagar})$$

Para estimar la inversión en capital de trabajo se analizan los años desde el 2011 al 2014 de operación normal de la empresa, con el objetivo de determinar un promedio de cuánto representa CTON de las ventas de la empresa.

$$\text{RCTON} = \frac{\text{CTON}}{\text{VENTAS}}$$

Como dato adicional, se realiza el cálculo de RCTON en días ventas, que consiste en la obtención del producto entre RCTON y 360.

Capital de Trabajo Operativo Neto (UF)	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015	Promedio
Otros activos financieros corrientes	242.541	55.943	661.951	533.811	1.023.567	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	11.268.920	12.117.332	14.017.460	12.205.707	10.987.739	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	32.419	16.617	22.384	19.979	36.061	
Inventarios	2.829.986	2.905.241	6.454.741	4.349.748	3.410.915	
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	- 14.632.831	- 16.352.812	- 20.014.507	- 21.480.784	- 17.249.269	
Total Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)	- 258.964	- 1.257.679	1.142.029	- 4.371.538	- 1.790.987	
Total Ingresos Operacionales	55.207.470	62.612.436	69.858.676	66.725.964	51.804.857	
RCTON	-0,47%	-2,01%	1,63%	-6,55%	-3,46%	-2,17%
RCTON Días Venta	- 1,69	- 7,23	5,89	- 23,59	- 12,45	- 7,81

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo a los resultados, el CTON es negativo, por lo tanto, el promedio de RCTON es -2,17% y si observamos al realizar el cálculo en días venta el valor también será negativo -7.81, lo que implica que durante casi todo el período de evaluación (exceptuando el año 2013) los pasivos corrientes han sido mayores que los activos corrientes, no necesitando inversión en capital de trabajo.

Una vez obtenidos los promedios de RCTON se debe utilizar la siguiente fórmula:

$$\Delta\text{CTON}_t = -\text{RCTON} (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

Proyección CTON	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019
Ingreso Actividades Ordinarias	64.756.071	67.092.470	69.570.645	72.024.054	74.622.332
Crecimiento Proyectado	2.336.400	2.478.175	2.453.408	2.598.278	2.752.088
Inversión en Capital de Trabajo	50.708	53.785	53.247	56.391	59.729

Fuente: Elaboración propia.

Al obtener valores positivos para los años de proyección explícita, la empresa no necesita inversión en capital de trabajo podría incluso recuperar capital de trabajo, pero en forma conservadora se supondrá que es cero.

Para continuar con la metodología de valoración, es fundamental determinar si al cierre del cuarto trimestre del año 2015 la Compañía presentará un déficit o exceso en CTON.

Se obtiene el valor de CTON conocido en Septiembre 2015, al calcular el CTON que necesito para llegar de Septiembre a Diciembre 2015 y luego el CTON necesario para cubrir el crecimiento completo que proyecto para el año 2016.

Con los resultados obtenidos se determina que en estricto rigor la empresa no requiere capital de trabajo, pues los pasivos corrientes (sin incluir deuda) son mayores que los activos corrientes operacionales. En conclusión el CTON para la fecha de valoración es 0. Y para los años siguientes de la proyección también.,

Con los resultados obtenidos, se determinan los flujos de caja libres para la proyección, tanto del período explícito como implícito.

Para el primer año de la proyección implícita (período T+1), se consideran los siguientes supuestos:

- La inversión en reposición es igual al 100% de la depreciación
- No se genera nueva inversión en nuevos proyectos
- No se generan inversiones en capital de trabajo

Flujos de Caja Libres (UF)	4Q 2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo Caja Bruto	2.614.961	14.161.060	14.602.690	15.040.578	15.504.216	15.995.186
Inversión en Reposición	- 1.247.738	- 4.990.953	- 4.990.953	- 4.990.953	- 4.990.953	- 7.922.147
Inversión Nuevos Proyectos	- 502.614	- 2.132.454	- 2.111.142	- 2.235.802	- 2.368.154	-
Inversión CTON	-	-	-	-	-	-
Flujo Caja Libre	864.609	7.037.654	7.500.596	7.813.824	8.145.109	8.073.039

Fuente: Elaboración propia.

10. Valoración Económica de la Empresa y de su precio de acción

10.1. Valor Terminal

Se considera que la empresa no crece a partir del año 2019 y mantiene su nivel de ventas constantes, en otras palabras, se considera valor terminal, como una perpetuidad sin crecimiento.

Para realizar la valoración económica de la empresa utilizando el método de flujos de caja descontados, se calcula el valor presente de una perpetuidad de los flujos a contar del año 2020 (T+1).

Se utiliza la tasa de costo capital ya calculada, que corresponde a un 6,97%:

$$V(T) = \frac{FCL(T+1)}{K_0}$$

$$V(T) = \frac{8.073.039}{6.97\%}$$

$$V(T) = 115.825.526$$

10.2. Valor Presente de los Activos

Obtener el valor terminal descontado a la tasa WACC, permitió traer el valor al último año de la proyección explícita. A continuación, se deben traer todos los flujos operacionales libres descontados utilizando la misma tasa, como se presenta a continuación:

	4Q 2015	2016	2017	2018	2019
Flujo Caja Libre	864.609	7.037.654	7.500.596	7.813.824	8.145.109
Valor Terminal	-	-	-	-	115.825.526
Valor Presente de Activos Operacionales	864.609	6.579.091	6.554.986	6.383.776	88.461.907

Fuente: Elaboración propia.

Una vez obtenidos el valor presente de los activos operacionales, debo traerlos a diciembre 2015, para lo cual utilizo K_0 .

Luego, para poder obtener el valor presente de los activos operacionales al 30 de septiembre 2015, utilizo el valor que tengo en diciembre 2015 y lo divido por $1+K_0$ elevado a $\frac{1}{4}$.

Total Activos Operacionales al 31/12/2015	108.844.368
Total Activos Operacionales al 30/09/2015	107.026.288

10.3. Activos Prescindibles

Para la valoración es necesario contar con el valor de los activos prescindibles al 30 de septiembre de 2015. Estos activos corresponden a los activos no operacionales de la empresa y se detallan en el siguiente cuadro:

Activos Prescindibles (UF)	30-09-2015
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	8.096.600
Otros Activos Financieros Corrientes	1.023.567
Otros Activos Financieros No Corrientes	9.888.998
Plusvalía	1.865.368
Total	20.874.533

Fuente: Elaboración propia.

10.4. Deuda Financiera

Al igual que en el punto anterior, para la valoración necesitamos obtener la deuda financiera de la empresa al 30 de septiembre de 2015.

Deuda Financiera (UF)	30-09-2015
Pasivos Corrientes	1.378.984
Pasivos No Corrientes	64.234.206
Total	65.613.189

Fuente: Elaboración propia.

10.5. Valor Total de los Activos Operacionales de la Empresa

Finalmente, con los datos ya obtenidos para realizar la valoración económica de la empresa se determinó el valor presente de los flujos proyectados, es decir, flujos de caja libres proyectados a tasa WACC, el valor de la deuda financiera, el valor terminal de la empresa, el valor de los activos prescindibles y el déficit de capital de trabajo. Con estos datos, más la información disponible del número de acciones, el valor de la UF al 30 de septiembre de 2015 y el precio de cierre de la acción de Entel S.A. a la misma fecha, podemos finalizar la valoración como se detalla en el siguiente cuadro

Valor Total de los Activos de la Empresa al 30/09/2015		
Activos Operacionales	(+)	107.026.288
Activos Prescindibles	(+)	20.874.533
Total	(=)	127.900.822
Deuda Financiera	(-)	65.613.189
Patrimonio Económico	(=)	62.287.633
<i>Número de acciones suscritas y pagadas</i>		236.523.695
Valor por Acción en UF		0,26
Valor por Acción en \$		6.675,01
Precio de la Acción al 30/09/2015		6.440,40
		3,64%

Fuente: Elaboración propia.

11. Conclusión

Al finalizar esta valoración a través de la metodología FCD, se demuestra la sensibilidad a los supuestos utilizados para estimar las proyecciones y la tasa de descuento. Sin embargo, ratificamos el motivo de que sea uno de los métodos más utilizados en la valoración de empresas, dado que se basa en las utilidades y el crecimiento de la empresa.

Los supuestos utilizados consideran el crecimiento de la industria y a la propia empresa, dada su característica de haber adquirido Nextel Perú en el año 2013, lo que genera diferencias en un endeudamiento normal para la industria, considerando que en los primeros años de inversión se deben realizar fuertes inyecciones de capital.

En términos de proveer liquidez para cubrir las obligaciones financieras en forma oportuna, la empresa se anticipa a futuros vencimientos buscando la alternativa de mercado que pueda proveer los fondos, como se detectó en el objetivo planteado al emitir bonos.

El valor obtenido para el patrimonio de la empresa fue de UF 62.287.633, equivalente a un precio por acción de \$ 6.675,016, un 3,643% mayor que los \$ 6.440,40 en que cerró la acción al 30 de septiembre de 2015.

12. Bibliografía

Finanzas Corporativas; Teoría y Práctica. Carlos Maquieira, Editorial Legal Publishing Chile, THOMSON-REUTERS, primera edición, 2015.

http://www.svs.cl/documentos/pueag/crcri/recri_2015030037875.pdf

http://web.sofofa.cl/informacion-economica/proyectos-de-inversion/sector_economico/telecomunicaciones/

<http://www.idclatin.com/>

<http://www.americamovil.com/2014/es/relevant-financial-data.html>

<http://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/deuda>

<http://ri.tim.com.br/Default.aspx?linguagem=en>

www.bolsantiago.com

www.subtel.cl

13. Anexos

Balance General del año 2011 al 30 de septiembre de 2015.

Estado Consolidado de Situación Financiera	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
Valor UF	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.346,89
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.034.540	2.358.806	825.859	15.386.277	8.096.600
Otros activos financieros corrientes	242.541	55.943	661.951	533.811	1.023.567
Otros activos no financieros corrientes	751.519	695.855	870.065	1.169.045	1.308.717
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	11.268.920	12.117.332	14.017.460	12.205.707	10.987.739
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	32.419	16.617	22.384	19.979	36.061
Inventarios	2.829.986	2.905.241	6.454.741	4.349.748	3.410.915
Activos por impuestos corrientes	245.146	362.634	1.527.449	2.126.932	3.296.167
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	16.405.072	18.512.429	24.379.908	35.791.499	28.159.766
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros activos financieros no corrientes	260.184	261.694	202.820	4.414.956	9.888.998
Otros activos no financieros no corrientes	211.657	157.206	169.781	121.517	117.860
Derechos por cobrar no corrientes	238.819	163.069	239.967	222.031	362.151
Activos intangibles	1.395.819	1.329.695	5.707.317	5.559.901	5.798.669
Plusvalía	2.058.636	2.009.360	2.020.418	1.916.339	1.865.368
Propiedades, planta y equipo	47.391.838	48.923.534	57.241.274	65.577.291	67.911.088
Activos por impuestos diferidos	1.922.784	2.863.659	6.863.594	9.666.987	12.464.131
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	53.479.736	55.708.217	72.445.171	87.479.020	98.408.265
TOTAL ACTIVOS	69.884.808	74.220.645	96.825.079	123.270.519	126.568.031
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Otros pasivos financieros corrientes	833.588	1.227.960	1.168.752	843.480	1.378.984
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	14.632.831	16.352.812	20.014.507	21.480.784	17.249.269
Otras provisiones	25.938	71.614	6.606	7.329	135.790
Pasivos por impuestos corrientes	356.643	250.357	57.752	522.457	734.084
Otros pasivos no financieros corrientes	1.835.620	1.331.421	857.921	956.580	862.407
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	17.684.620	19.234.164	22.105.538	23.810.630	20.360.533
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros pasivos financieros no corrientes	15.856.443	17.851.292	34.884.876	58.239.032	64.234.206
Otras provisiones a largo plazo	229.808	256.963	573.626	795.726	1.050.224
Pasivos por impuestos diferidos	525.176	398.107	852.005	811.697	821.392
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	346.195	350.571	337.307	415.243	414.384
Otros pasivos no financieros no corrientes	566.149	491.204	272.425	365.163	365.941
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	17.523.770	19.348.137	36.920.239	60.626.861	66.886.146
PATRIMONIO NETO					
Capital emitido	23.444.284	22.883.117	22.422.884	21.223.269	20.620.580
Ganancias (pérdidas) acumuladas	13.948.662	15.368.896	17.821.213	17.702.035	17.180.370
Otras reservas	- 2.716.528	- 2.613.669	- 2.444.795	- 92.276	1.520.402
Patrimonio neto atribuible a los tenedores de instrumentos de patrimonio neto de la controladora	34.676.417	35.638.345	37.799.303	38.833.028	39.321.352
Participación no controladoras	-	-	-	-	-
TOTAL PATRIMONIO NETO	34.676.417	35.638.345	37.799.303	38.833.028	39.321.352
TOTAL PASIVOS PATRIMONIO NETO	69.884.808	74.220.645	96.825.079	123.270.519	126.568.031

Fuente: Elaboración propia.

Estado de Resultados del año 2011 al 30 de septiembre de 2015.

Estados de Resultados	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	30-09-2015
UF	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.346,89
Ingresos de actividades ordinarias	55.207.526	62.612.467	69.858.698	66.725.980	51.804.874
Otros ingresos	519.105	480.951	562.888	763.498	227.241
Gastos por beneficios a los empleados	- 5.619.362	- 6.206.167	- 7.392.600	- 9.023.591	- 7.259.070
Gasto por depreciación y amortización	- 12.101.835	- 13.575.298	- 10.517.828	- 9.730.552	- 7.922.147
Pérdidas por deterioro (reversiones), neto	- 1.740.551	- 2.225.436	- 2.242.500	- 2.243.477	- 1.583.004
Otros gastos	- 25.513.831	- 31.380.062	- 41.019.086	- 41.587.192	- 32.306.401
Otras Ganancias (Pérdidas)	- 65.351	- 5.370	104.398	242.886	- 3.601
Ganancias (Pérdidas)	10.685.701	9.701.084	9.353.970	5.147.553	2.957.890
Ingresos financieros	137.225	123.605	83.523	439.301	478.132
Costos financieros	- 462.710	- 599.835	- 893.977	- 2.243.577	- 2.082.838
Diferencias de cambio	- 284.802	- 385.083	- 904.273	- 456.532	- 352.569
Resultados por unidades de reajuste	- 237.511	- 143.193	- 49.355	- 919.135	- 639.389
Ganancia (Pérdida) antes de impuestos	9.837.903	8.696.577	7.589.888	1.967.610	361.226
Ingreso (Gasto) por impuesto a las ganancias	- 1.729.605	- 1.372.207	- 1.284.954	325.413	64.917
Ganancia (Pérdida) de actividades continuadas después de impuesto	8.108.299	7.324.371	6.304.935	2.293.023	426.143
Ganancia (Pérdida) de operaciones discontinuadas, neta de impuesto	-	-	-	-	-
Ganancia (Pérdida)	8.108.299	7.324.371	6.304.935	2.293.023	426.143

Fuente: Elaboración propia.

Ingresos por área de negocios desde el año 2011 a septiembre de 2015.

Ingresos por Área	2011	2012	2013	2014	*2015
Valor UF	22.294,03	22.840,75	23.309,56	24.627,10	25.346,89
Servicio Telefonía Móvil-Chile	43.361.788	50.028.567	54.558.087	46.718.128	34.716.981
Servicio Telefonía Móvil-Perú	-	-	1.969.235	6.161.058	6.337.482
Servicio de Datos (incluye TI)	4.203.053	4.637.413	5.176.546	5.556.562	4.314.016
Telefonía Local	1.870.680	1.805.939	1.851.601	2.053.348	1.594.183
Larga Distancia	1.376.467	1.436.249	1.373.986	1.094.770	849.960
Internet	743.921	753.784	895.727	978.475	759.671
Servicio a Otros Operadores	908.135	956.842	895.255	933.443	724.709
Negocios de Tráfico	1.421.726	1.605.333	1.340.866	1.140.207	885.237
Servicio de TV	-	9.632	357.664	731.714	568.090
Americatel Perú	858.840	880.488	917.735	1.033.414	802.325
Servicios Call Center y Otros	462.859	498.189	521.975	324.845	252.204
Total Ingresos Operacionales	55.207.470	62.612.436	69.858.676	66.725.964	51.804.857

Fuente: Elaboración propia.

Emisiones de deuda

Bonos Vigentes al 30 de septiembre 2015

	<i>Observaciones</i>
Bono	144A/Reg S
Nemotécnico	Nemo Bolsa de Santiago
Fecha de Emisión	24 de octubre de 2013
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 1.000 millones
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	Octubre 2023
Tipo de Bono	Mixto
Tasa Cupón (k_d)	4,875% tasa nominal en dólares.
Periodicidad	
Número de pagos (N)	3 pagos
Tabla de Pagos	Amortizaciones: USD333 millones en los años 2022, 2023 y 2024 (por año).
Periodo de Gracia	Contempla período de gracia de 9 años.
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos (RP).
Clasificación de Riesgo	Baa2 por Moody's y BBB+ por S&P.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,966%. Sitio: entel.cl/inversionistas/memorias_interactivas

Fuente: Elaboración propia.

	<i>Observaciones</i>
Bono	Serie M

Nemotécnico	BENTE-M
Fecha de Emisión	10 de julio de 2014
Valor Nominal (VN o D)	UF 7.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	Julio 2035
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k _d)	UF + 3,5% tasa real.
Periodicidad	Paga intereses semestralmente a contar del 30/11/2014
Número de pagos (N)	43
Periodo de Gracia	Contempla período de gracia de 4 meses.
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos (RP).
Clasificación de Riesgo	AA- por Fitch Ratings y AA+ por ICR.

Fuente: Elaboración propia.

	<i>Observaciones</i>
Bono	144A/Reg S
Nemotécnico	Nemo Bolsa de Santiago
Fecha de Emisión	17 de julio de 2014
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 800 millones
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Extranjera
Fecha de Vencimiento	Octubre 2023
Tipo de Bono	Mixto
Tasa Cupón (k_d)	4,75% tasa nominal en dólares.
Número de pagos (N)	2 pagos
Tabla de Pagos	Amortizaciones: USD400 millones en los años 2025, 2026 (por año).
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos (RP) y Financiamiento de plan de inversiones (FI).
Clasificación de Riesgo	Baa2 por Moody's, BBB por S&P y BBB+ por Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,78%. Sitio: http://www.entel.cl/inversionistas/pdf/Release_Bono_Internacional_2014.pdf

Fuente: Elaboración propia.

Empresas Comparables

Nombre de la Empresa	Tim Participacoes S.A.												
Ticker o Nemo-técnico	TIMP3												
Clase de Acción	Identificar si existen más de una clase de acciones (ejemplo A, B o C)												
Derechos de cada Clase	Acciones comunes												
Mercado donde Transa sus acciones	BM&BOVESPA												
Descripción de la Empresa (profile)	Ofrece servicios de telecomunicaciones móviles en Brasil. A través de sus filiales opera móvil, telefonía fija y de larga distancia, transmisión de datos y servicios de banda ancha, servicios de voz y servicios de comunicación multimedia. Tecnologías 3G y 4G.												
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Información Bloomberg: Industria, Proveedor de telecomunicaciones. Información BM&BOVESPA: Industria Subsector Telecomunicaciones inalámbricas.												
Negocios en que se encuentra	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Negocios</th> <th>Participación</th> <th>Ebitda</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Servicio Móviles</td> <td>80,31%</td> <td rowspan="4">USD M\$ 14.805.</td> </tr> <tr> <td>Larga Distancia</td> <td>3,41%</td> </tr> <tr> <td>Otros Ingresos</td> <td>16,28%</td> </tr> <tr> <td></td> <td>100,00%</td> </tr> </tbody> </table>	Negocios	Participación	Ebitda	Servicio Móviles	80,31%	USD M\$ 14.805.	Larga Distancia	3,41%	Otros Ingresos	16,28%		100,00%
Negocios	Participación	Ebitda											
Servicio Móviles	80,31%	USD M\$ 14.805.											
Larga Distancia	3,41%												
Otros Ingresos	16,28%												
	100,00%												

Fuente: Elaboración propia.

Nombre de la Empresa	America Móvil SAB de CV														
Ticker o Nemo técnico	AMXL MM														
Clase de Acción	Serie A y Serie L														
Derechos de cada Clase	Acciones comunes y Acciones preferentes														
Mercado donde Transa sus acciones	NYSE y Nasdaq														
Descripción de la Empresa (profile)	Ofrece servicios de voz fija y móvil, incluyendo tiempo en el aire, local, nacional, y los servicios de larga distancia internacional, así como la interconexión de datos como la mensajería, acceso a internet, mensajería, entretenimiento móvil y los servicios de red corporativa, así como la transmisión de datos, servicios de correo electrónico, entre otras aplicaciones de internet.														
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Comunicaciones Inalámbricas														
Negocios en que se encuentra	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Negocios</th> <th>Participación</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Servicio Móviles</td> <td>40,00%</td> </tr> <tr> <td>Telefonía Local</td> <td>16,00%</td> </tr> <tr> <td>Internet Móvil</td> <td>23,00%</td> </tr> <tr> <td>Internet Fija</td> <td>12,00%</td> </tr> <tr> <td>TV</td> <td>9,00%</td> </tr> <tr> <td></td> <td>100,00%</td> </tr> </tbody> </table>	Negocios	Participación	Servicio Móviles	40,00%	Telefonía Local	16,00%	Internet Móvil	23,00%	Internet Fija	12,00%	TV	9,00%		100,00%
Negocios	Participación														
Servicio Móviles	40,00%														
Telefonía Local	16,00%														
Internet Móvil	23,00%														
Internet Fija	12,00%														
TV	9,00%														
	100,00%														

Fuente: Elaboración propia.

Nombre de la Empresa	Telefonica																
Ticker o Nemo-técnico	CTC-A y CTC-B																
Clase de Acción	Serie A y B																
Derechos de cada Clase	Serie A: Acciones comunes y Serie B: Acciones preferentes																
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA																
Descripción de la Empresa (profile)	Ofrece servicio de telecomunicaciones, banda ancha, televisión de pago, datos y servicios de telefonía fija, móvil y larga distancia.																
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Sector: Telecomunicaciones																
Negocios en que se encuentra	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Negocios</th> <th>Participación</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Telecomunicaciones fija</td> <td>35,77%</td> </tr> <tr> <td>Banda ancha</td> <td>24,60%</td> </tr> <tr> <td>Televisión</td> <td>20,03%</td> </tr> <tr> <td>Larga distancia</td> <td>4,99%</td> </tr> <tr> <td>Comunicación empresas</td> <td>14,54%</td> </tr> <tr> <td>Otros negocios</td> <td>0,08%</td> </tr> <tr> <td>Total</td> <td>100%</td> </tr> </tbody> </table>	Negocios	Participación	Telecomunicaciones fija	35,77%	Banda ancha	24,60%	Televisión	20,03%	Larga distancia	4,99%	Comunicación empresas	14,54%	Otros negocios	0,08%	Total	100%
Negocios	Participación																
Telecomunicaciones fija	35,77%																
Banda ancha	24,60%																
Televisión	20,03%																
Larga distancia	4,99%																
Comunicación empresas	14,54%																
Otros negocios	0,08%																
Total	100%																

Fuente: Elaboración propia.