



Precio objetivo de la acción de Entel S.A a diciembre 2015

Alumno:
Héctor Herrera Vásquez

Profesor Guía:
Mauricio Jara

Santiago, Diciembre de 2016

Dedicatoria

Este trabajo se lo dedico y agradezco a mis padres, a mi hermano, a mi polola, a mis amigos y a mi círculo más cercano de familiares, que me acompañaron y ayudaron en el proceso universitario que se termina con este trabajo. Además, soy hoy un agradecido de la confianza de los profesores que me ayudaron en mi proceso estudiantil, a través del trabajo como su ayudante o ayudante de investigación en donde compartí con cada uno de ellos y aprendí lo que me llevo de este proceso que es perseverancia y actitud.

Tabla de contenido

Resumen ejecutivo	5
Metodología	7
Descripción General Entel	8
Regulaciones de la Industria.....	9
Principales filiales de ENTEL S.A	10
Estructura de propiedad ENTEL S.A.....	11
Descripción de la industria	12
Empresas comparables industria de telecomunicaciones Latinoamérica.....	13
Políticas de la compañía	16
Proyección de Flujo Caja Libre.....	34
Depreciación	34
Inversión en nuevos activos (Capex):	34
Inversión en reposición:.....	35
Capital de trabajo:.....	36
Valorización Económica y precio objetivo de la acción.....	38
Conclusión	40
Bibliografía.....	40

Indice de cuadros

Cuadro N°1: Descripción General.....	8
Cuadro N°2: Principales Filiales	10
Cuadro N°3: Estructura de Propiedad	11
Cuadro N°4: Empresas Comparables	15
Cuadro N°5: Financiamiento	18
Cuadro N°6: Pasivo Corriente.....	19
Cuadro N°7: Pasivo No Corriente	19
Cuadro N°8: Deuda Financiera	19
Cuadro N°9: Patrimonio Económico	20
Cuadro N°10: Valor Económico	20
Cuadro N°11: Estimación Estructura de Capital.....	21
Cuadro N°12: Resumen Regresiones	22
Cuadro N°13: Resumen de estimación costo patrimonial y costo de capital	25
Cuadro N°14: Detalle de ingresos desde 2011 al 2015 Entel S.A.....	26
Cuadro N°15: Tasa de crecimiento de ingresos	27
Cuadro N°16: Resumen crecimiento de ingresos	28
Cuadro N°17: Detalle de costos operacionales.....	30
Cuadro N°18: Porcentajes de los costos respecto a los ingresos ordinarios	31
Cuadro N°19: Estado de resultado proyectado en millones de UF	33
Cuadro N°20: Proyección Depreciación	34
Cuadro N°21: Proyección Capex.....	34
Cuadro N°22: Proyección Inversión en Reposición	35
Cuadro N°23: Capital de Trabajo.....	36
Cuadro N°24: Estimación inversión en capital de trabajo	37
Cuadro N°25: Flujo de caja libre.....	37
Cuadro N°26: Valorización Económica de la empresa Entel S.A.....	38
Cuadro N°27: Activos Prescindibles	38
Cuadro N°28: Deuda Financiera 2015	38

Resumen ejecutivo

Esta tesis tiene como objetivo, encontrar el precio objetivo de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A (Entel), mediante la metodología de flujos de caja descontados.

Primero, se describirá la metodología que se utilizará para realizar la valorización de ENTEL y sus principales supuestos empleados. En segundo lugar, se realiza una descripción general de Entel que incluye las principales características de la empresa, además se presenta las regulaciones a la que Entel se ve expuesta en Perú y en Chile.

En tercer lugar, se presentan las principales filiales que tiene la firma en Chile y Perú. También, se encuentra la estructura de propiedad que tiene la empresa, en donde se pueden observar el número de acciones que tiene la propiedad por cada uno de sus 12 principales accionistas que van desde el controlador a bancos, corredoras de bolsa y AFPs.

En cuarto lugar, se hará una descripción de la industria en donde se encuentran los principales resultados que entrega la SUBTEL (Subsecretaría de Telecomunicaciones de Chile) para los segmentos de Telefonía Fija, Telefonía Móvil, Acceso a internet, Larga distancia y televisión pagada. Además, se presentan las principales compañías comparables de telecomunicaciones que se encuentran en Latinoamérica.

En quinto lugar, se encuentran los apartados que exponen las políticas de la compañía y la estructura de financiamiento que tiene la compañía. Por el lado de las políticas de la compañía, se describe las principales políticas que tienen que ver con directores, seguimiento de desempeño, política de remuneraciones de directivos, políticas de dividendo y financiamiento. Por otro lado, el apartado de estructura de financiamiento muestra los principales bonos nacionales e internacionales que se adquirieron para el financiamiento.

En sexto lugar, se habla de la estimación que se hizo sobre la estructura de capital objetivo, en donde se puede encontrar el desglose de la deuda financiera y del patrimonio económico, que finalmente entregan un valor de mercado de la empresa. Además, se encuentra un apartado de la estimación del costo patrimonial y de capital, en donde se puede encontrar los betas encontrados dadas las regresiones sobre el IPSA y la explicación de las tasas patrimoniales (K_p) y de capital (K_o) encontradas.

Por último, se desarrolla la proyección del estado de resultado, basado en un análisis operacional. Además, se explican las partidas de ajuste de depreciación, inversión en reposición y capital de trabajo. Finalmente, se presenta la valoración de la empresa y el precio de la acción objetivo.

Metodología

Bajo la metodología de flujo de caja descontados, se estimó el valor de los activos de ENTEL y posteriormente el precio objetivo de las acciones.

Se utilizaron los estados financieros entre el periodo de 2011-2015, tanto en pesos como convertidos en UF, dado el valor de la UF del servicio de impuestos internos.

Para determinar la tasa de costo de capital, primero se estimó el beta patrimonial de Entel bajo el modelo de mercado. Luego, de obtener el beta se calcula el beta de la deuda para poder ocupar el modelo de Rubinstein que sirve para desapalancar el beta patrimonial con deuda bajo la estructura de capital 2015 y luego apalancarlo a la estructura de capital objetivo. Luego de obtener el beta apalancado a la estructura objetivo, se saca el costo patrimonial bajo el CAPM y luego bajo el modelo de costo de capital promedio ponderado (WACC) se obtiene el costo de capital de los activos de la compañía.

Luego de un análisis de las variaciones de las partidas operacionales 2011-2015 y las variaciones en los segmentos de la industria de las telecomunicaciones entregadas para el año 2014 y 2015 por la SUBTEL, se encuentra una tasa conservadora que permite proyectar el estado de resultados para los años 2016-2021. Posteriormente, se estima la tasa de proyección y se argumenta cada partida del CAPEX, Inversión en reposición, depreciación y del capital de trabajo. Luego de estimar lo anterior, se incorporan los ajustes al estado de resultados, para encontrar el flujo de caja libre, hasta el año 2021 que será considerado una proyección implícita sin crecimiento desde la fecha.

Por último, se calculo el valor presente de los activos operacionales a diciembre 2015 (se valorizó la empresa), para luego sumar los activos prescindibles, la deuda financiera y restar el capital de trabajo. Las partidas anteriores se suponen constantes en el tiempo y se ocupan las medidas del 2015. Con lo anterior se obtuvo el patrimonio económico al 31 de diciembre de 2015. Finalmente, se divide el patrimonio a valor de mercado por el número de acciones y se obtiene el precio de la acción al 31 de diciembre de 2015.

Descripción General Entel

Entel es un referente en la región para la industria de las telecomunicaciones, que ofrece oferta distintiva a sus clientes tanto en Chile como en Perú, bajo una gama completa de servicios, incluidos comunicaciones móviles, fijas, Outsourcing TI y contact center, que le permiten entregar una experiencia de conectividad distintiva a Personas, Empresas, Corporaciones y Mayoristas.

En Chile, ENTEL S.A. opera como una de las mayores sociedades anónimas del país, con una capitalización bursátil de USD 2.112 millones al cierre de 2015. Su socio controlador es Inversiones ALTEL.Ltda, que es una filial de Almendral S.A. En Perú, ENTEL S.A. opera a través de sus sociedades ENTEL PERÚ S.A., AMERICANTEL PERÚ S.A. y SERVICIOS DE CALL CENTER DEL PERÚ S.A

Cuadro N°1: Descripción General

Razón Social	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A (Entel Chile S.A)
Rut	92.580.000-7
Nemotécnico	ENTEL
Industria	Telecomunicaciones
Clase de Acción	Acciones Comunes
Mercado	IPSA
Tipo de Entidad	Sociedad Anónima Abierta, Inscrita en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros bajo el N°0162 y regida por las normas de la Ley N° 18046 y su reglamento.

Fuente: Memoria 2015

Regulaciones de la Industria

Perú: Toda la industria se encuentra regulada y normalizada mediante la Ley de Telecomunicaciones, además el Organismo Supervisión de Inversión Privada en Telecomunicaciones (Osiptel) es una institución que regula y supervisa el mercado de servicios públicos de telecomunicaciones; y vela por los derechos del usuario mediante su labor normativa y sancionadora. El Ministerio de Transporte y Comunicaciones, cuenta con distintos organismos que se encargan de las autorizaciones, control, supervisión, regulación y concesión que se realizan en la industria de telecomunicaciones de Perú.

Chile: Toda la industria se encuentra regulada mediante la ley n° 18.168, Ley General de Telecomunicaciones, de la cual la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL) se encuentra a cargo de revisar su efectiva realización. El Ministerio de Economía, Fomento y Turismo junto al Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones se encargan de dictar, regular y supervisar el decreto Tarifario de la industria de telecomunicaciones. Otra institución a cargo de la regulación es la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). En el caso de ENTEL S.A, al ser una empresa de sociedad anónima y emitir sus acciones al público, es deber de la SVS supervisar y entregar al público en general la información que posee la empresa. Finalmente, el Tribunal de la Libre Competencia (TDLC) y la Fiscalía Nacional Económica (FNE) se encargan de velar por la libre competencia dentro de la industria.

Principales filiales de ENTEL S.A

En el Cuadro N°2 se presentan las principales filiales de la compañía que se encuentran en Perú y Chile a diciembre 2015.

Cuadro N°2: Principales filiales

Entel PCS Telecomunicaciones S.A. y filiales	La sociedad tiene por objeto el estudio, construcción y explotación de un sistema para prestar toda clase de servicios de transmisión, computación, comunicación, medición, facturación y cobranzas de telecomunicaciones móviles; importar, exportar, comercializar, distribuir, vender, arrendar y proporcionar en cualquier otra forma, toda clase de equipos que sean necesarios para la prestación de servicios de comunicaciones móviles y servicios complementarios y suplementarios.
ENTEL Perú S.A.	La sociedad tiene por objetivo prestar servicios finales y de valor añadido de telecomunicaciones, incluyendo el servicio troncalizado, el servicio de busca personas unidireccional y bidireccional, servicios de transmisión, almacenamiento y procesamiento de datos y cualesquiera otros servicios de telecomunicaciones de conformidad con la legislación peruana.
ENTEL Inversiones S.A. y filiales	Su objetivo es realizar inversiones que estratégicamente se consideren convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionadas con el negocio de las telecomunicaciones.
Micarrier Telecomunicaciones S.A	Su objetivo es instalar, operar, explotar y prestar servicios de telecomunicaciones públicos y privados, en el país y en el extranjero, directamente o por intermedio de personas.
Entel Servicios Teléfonicos	Su objetivo es la prestación de servicios de Telecomunicaciones; comercialización, distribución, representación de equipos y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

Fuente: Memoria 2015

Estructura de propiedad ENTEL S.A

Al 31 de diciembre de 2015, ENTEL S.A., se distribuye en 236.523.695 acciones, totalmente suscritas y pagadas por sus 1915 accionistas. A continuación, en el Cuadro N°3, se presentan la nómina de los 12 mayores accionistas de ENTEL S.A., el número de acciones que ellos poseen y su participación.

Cuadro N°3: Estructura de propiedad

	Nombre o Razón Social	Acciones al 31/12/2015	Participación (%)
1	INVERSIONES ALTEL LTDA	129.530.284	54.76%
2	BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	25.719.008	10.87%
3	BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	20.013.828	8.46%
4	AFP PROVIDA S.A.	8.557.517	3.62%
5	AFP CUPRUM S.A.	6.563.708	2.78%
6	AFP CAPITAL S.A.	6.606.203	2.71%
7	BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	6.141.804	2.60%
8	AFP HABITAT S A	4.440.416	1.88%
9	LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	3.291.195	1.39%
10	BANCHILE C DE B S.A.	2.694.575	1.14%
11	SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	1.585.401	0.67%
12	BANCO SANTANDER-HSBC BANK PLC LONDON CLIENT ACCOUN	1.421.048	0.60%
	OTROS	20.158.708	8.52%
	Total	236.523.695	100.00%

Fuente: Memoria 2015

Descripción de la industria

El mercado chileno, ejerce un claro liderazgo a nivel latinoamericano. Chile, fue uno de los primeros países que incorporo nuevas regulaciones, privatización de empresas de telecomunicaciones y nuevos sistemas de operación. Además, fue pionero en integrar nuevas tecnologías móviles y de internet. La industria que tiene Chile en las telecomunicaciones se divide en los siguientes segmentos en donde existen operadores a nivel local o internacional: Telefonía Fija, Telefonía Móvil, Acceso a internet, Larga distancia y televisión pagada.

La industria creció 3,5% a diciembre de 2015, impulsada por TV paga, banda ancha y servicios TI, alcanzado por un mayor grado de madurez, marcado por una nueva dinámica competitiva creada por un nuevo operador. Con respecto a los segmentos, Telefonía móvil fue impulsada positivamente por el sector de los datos móviles, creciendo los ingresos alrededor de un 13,5% impulsado por el uso de conexiones a Internet móvil a través de las redes 3G y 4G.

Moderados crecimientos junto a la nueva dinámica en el mercado provocaron una reducción en la tasa de penetración de la telefonía móvil (en conexiones sobre población), la que llegó a un peak de 138% en junio de 2013 y se redujo a Competencia en Chile 132,2% en diciembre de 2014 y cerró en 127,2% en septiembre 2015, según datos de la Subtel. La telefonía fija residencial en Chile disminuyó desde 15,4 líneas por cada 100 habitantes en diciembre de 2010, a 11,7 líneas por cada 100 habitantes al 31 de septiembre de 2015. En tanto, el acceso de banda ancha fija alcanzó una tasa de penetración sobre cada 100 habitantes de 14,95% al 30 de septiembre de 2015, lo que representa un incremento del 50% del número de suscriptores desde diciembre de 2009, con 9,96% de penetración sobre cada 100 habitantes. Asimismo, la penetración de suscriptores de TV paga sobre la población del país fue de 16,2% a septiembre 2015, aumento de 76% en el número de abonados respecto de diciembre de 2009, cuando la penetración era de 9,8%. Es decir, el crecimiento de la penetración ha sido un 66% en el período 2015.

Empresas comparables industria de telecomunicaciones Latinoamérica

Dado el reducido tamaño del mercado en Chile, la selección de empresas comparables se realizó en el sector Latinoamericano, además como foco se seleccionaron las empresas que cuenta con servicios de comunicación móvil que corresponde al fuerte de ENTEL S.A (77%)

American Móvil SAB de CV

Empresa mexicana de telecomunicaciones, fue creada en el 2000, sus principales servicios son voz móvil, voz fija, datos móviles, datos fijos, televisión de paga, venta de equipos, accesorios, y computadores. Se encuentra presente en 18 países Latinoamérica y 8 países Europa, dentro de sus marcas se encuentra Telcel, Telmex, Claro, Embratel, Net, TracFone, Straight Talk, A1, Velcom, Mobitel, Vipnet, Vip Operator, Vip Mobile y Si.mobil. Sus acciones se transan en México a través de la Bolsa Mexicana de Valores, Estados Unidos de América a través de New York Stock Exchange y NASDAQ National Market, finalmente en España a través del Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros. Su principal accionista es la familia Slim, quienes poseen el 19,8% de manera directa y el 25,5% mediante un fideicomiso.

Telefónica Brasil S.A

Empresa brasileña de telecomunicaciones es líder en el servicio telefónico móvil del país, además ofrece servicios de red fija, televisión de paga, junto a servicios digitales y de redes para negocios B2B. Su principal marca es VIVO, la cual es líder en el mercado móvil.

La sociedad se encuentra controlada por Telefónica S.A mediante distintas sociedades que poseen acciones de Telefónica Brasil S.A.

Tim Participacoes S.A

Empresa de telecomunicaciones que entrega sus servicios en Brasil, entrega servicios de red fija y móvil e internet, su mayor segmento de clientes son los de prepago, que corresponden al 83,5% de sus ingresos. Es controlada por TIM Brasil Serv. E Part. SA, de la cual es dueña la empresa Telecom Italia International N.V, a la vez TIM Participacoes S.A es dueña de TIM Celular S.A e Intelig Telecomunicaciones Ltda, las cuales se encargan de entregar los servicios de telecomunicaciones en Brasil.

Telecom Argentina S.A

La Sociedad presta servicios de telefonía fija, larga distancia internacional, transmisión de datos e Internet en Argentina y, a través de sus controladas, servicios de telefonía móvil en Argentina y Paraguay y servicios de telefonía internacional en los Estados Unidos de Norteamérica. Nortel es la empresa controladora con el 54,75% de las acciones de Telecom.

Telefónica Chile S.A

Empresa Chilena que ofrece servicio de banda ancha, televisión de paga, telefonía local y larga distancia internacional, además para mayoristas entrega servicio de interconexión, y arriendo de medios. Se dirige a tres tipos de clientes, persona, empresa y PYMEs. La propiedad en un 97,9% está en manos de Inversiones Telefónica Móviles Holding S.A, por medios directos e indirectos.

A modo de resumen, se presenta el siguiente el Cuadro N°4 de las empresas comparables que tiene Entel S.A.

Cuadro N°4: Empresas Comparables

Identifier	Company Name	Company Market Cap (Millions, USD)	Beta Estimado	P/E (Daily Time Series Ratio)
ENT.SN	ENTEL S.A	3,056.14	0.46	100.87
AMXL.MX	America Movil SAB de CV	40,871.67	0.98	28.87
VIVT4.SA	Telefonica Brasil S.A	22,899.72	0.51	19.94
TIMP3.SA	Tim Participacoes S.A	6,333.81	0.54	19.54
TEC2.BA	Telecom Argentina S.A	1,769.25	0.94	16.44
CTCa.SN	Telefonica Chile S.A	754.68	0.46	14.84

Fuente: Elaboración Propia

Políticas de la compañía

Dentro de la política de estructura se encuentra que el directorio constituido por nueve miembros, quienes no desempeñan cargos ejecutivos en la compañía y cuyo ejercicio se extiende por dos años, con la posibilidad de ser reelegidos. Existe un comité de directores con 3 integrantes, en donde su función radica en la representación de los accionistas minoritarios, además se encuentra un comité de Ética integrado por seis ejecutivos de la empresa, designados por el gerente general, que tiene a su cargo resolver diversos aspectos relacionados con sus normas y, especialmente, dar respuesta a las denuncias que se formulen a través de los canales creados para este propósito.

Otra política de la empresa es el seguimiento continuo al desempeño de la compañía, cada mes el gerente general presenta los aspectos más destacados de la gestión y, por medio de evaluaciones, se plantean los pasos a seguir en virtud del cumplimiento de las metas y objetivos corporativos.

Dentro de la política de remuneraciones, la Junta Ordinaria de Accionistas se encarga de aprobar la remuneración de los directores, además como política ninguno de los miembros del Directorio ni los ejecutivos de la organización son remunerados con acciones o participación en el patrimonio de la compañía ni por su desempeño como directores en sociedades filiales.

Las políticas de dividendos desde el 25 de abril del 2013, establecen la distribución de hasta un 50% de las utilidades distribuibles de cada ejercicio y, en caso de ser necesario, la capitalización de parte de las referidas utilidades acumuladas al término del ejercicio. Todo queda condicionado a los resultados y requerimientos de inversión que señale la proyección que efectúa la Sociedad.

Como política de financiamiento, las inversiones que se realicen deben tener una tasa de retorno acorde a su riesgo y vigencia tecnológica en el tiempo y que sean, a lo menos, igual al costo de capital de la estructura de financiamiento. Dentro de las fuentes de recursos de financiamiento que ENTEL S.A usa tanto en Chile como el extranjero son: recursos propios, recursos generados por aumentos del Capital Social por medio de la emisión y colocación de acciones, créditos de proveedores, préstamos de bancos e instituciones financieras, derechos de aduana diferidos, emisión y colocación de instrumentos de oferta pública o privada, operaciones de leasing, leaseback y venta de activos no esenciales.

Estructura de financiamiento

Actualmente Entel cuenta con 8 bonos vigentes, la mayoría fueron emitidos durante el 2014, con el fin principal de refinanciar pasivo. Durante el 2015 la empresa no ha realizado ninguna emisión de bonos. En el cuadro N°5, se detalla el financiamiento de Entel S.A

Cuadro N°5: Financiamiento

Bono Nacional 2011	Dentro de las series emitidas (H, I, J), actualmente se encuentra vigente la serie con nemotécnico BENTE-J, el cual posee madures hasta el año 2032, el monto total colocado en el mercado fue de \$ 105.000.000.000 (serie H) más UF 10.000.000 (serie I y J). El fondo obtenido fue destinado en un noventa por ciento aproximadamente, al refinanciamiento de pasivos actuales del Emisor; un cinco por ciento aproximadamente, a solventar el pago de operaciones propias del giro del Emisor; y un cinco por ciento aproximadamente, a solventar el financiamiento de inversiones propias del giro del Emisor.
Bonos Nacionales 2014	Son 3 bonos que fueron inscritos durante ese año, se clasificaron con el nemotécnico BENTE-K, BENTE-L Y BENTE-M. Las series K y L fueron inscritas, pero no colocadas el 30 de Mayo del 2014, mientras que la serie M fue inscrita y colocadas el 10 de julio del 2014. La maduración de los bonos serie K y L se encuentra para el 2019, mientras que la serie M es para el 2035. La empresa logró colocar en el mercado UF 7.000.000 (M), estos fondos fueron usados con fines de refinanciamiento de pasivos, operaciones del giro y al financiamiento de inversiones del emisor o sus filiales.
Bonos internacionales 2013	El bono fue colocado en el mercado de Estados Unidos y Eurobond, la madures se cumple el 2016, el monto colocado fue de US\$1.000.000.000, con un plazo de vencimiento hasta el 2024, con una tasa del 4,97%. El fondo recaudado fue utilizado para prepagar deudas financieras, principalmente el crédito por la compra de Nextel, además de destinar para refinanciamiento.
Bonos internacionales 2014	Entel colocó bono por US\$ 800.000.000 en el mercado internacional (Estados Unidos y Eurobond), con madures hasta el 2026. Obtuvo una tasa de colocación de 4,78% y el fondo recaudado fue destinado para el prepago de deuda y financiamiento del plan de inversiones.

Fuente: Elaboración Propia

Estimación estructura de capital

Para calcular la estructura de capital de la empresa, se debe ver su financiamiento y el nivel de endeudamiento financiero que necesita soportar para mantener su operación. Luego, se procederá a valorar su Patrimonio y finalmente el Valor de la Empresa. Se calculará la estructura de capital objetivo en base a 5 años entre el periodo 2011-2015, basándose en la información histórica de la empresa, cuyos datos fueron obtenidos de acuerdo a norma IFRS. A continuación, se presentan los cuadros N° 6, N° 7 y N° 8 que muestran el desglose de la deuda financiera y el N° 9 que expone el patrimonio económico, y finalmente en el Cuadro N° 10 se observan las partidas que nos permitirán calcular el valor de la empresa.

Cuadro N°6: Pasivo Corriente

Corriente\ En Miles	2011 \$M	2012 \$M	2013 \$M	2014 \$M	2015 \$M
Prestamos que devengan intereses	\$ 987.193	\$ 3.130.589	\$ 494.033	\$ 482.431	\$ 417.699
Obligaciones con los tenedores de bonos	-	-	\$ 4.262.456	\$ 15.611.596	\$ 17.532.996
Acreedores por Leasing Financiero	\$ 1.644.813	\$ 1.785.360	\$ 2.900.629	\$ 1.152.325	\$ 1.305.085
Derivados - Cubertura	\$ 15.952.035	\$ 23.131.580	\$ 865.480	\$ 2.911.658	\$ 2.328.716
Total Corriente	\$ 18.584.041	\$ 28.047.529	\$ 8.522.598	\$ 20.158.010	\$ 21.584.496

Fuente: Thomson Reuters.

Cuadro N°7: Pasivo No Corriente

No Corriente\ En miles	2011 \$M	2012 \$M	2013 \$M	2014 \$M	2015 \$M
Prestamos que devengan intereses	\$ 311.422.507	\$ 380.418.653	\$ 287.219.648	\$ 181.302.042	\$ 210.199.317
Obligaciones con los tenedores de bonos	-	-	\$ 515.681.614	\$ 1.249.373.917	\$ 1.441.510.445
Acreedores por Leasing Financiero	\$ 8.239.236	\$ 6.655.929	\$ 4.498.076	\$ 3.582.507	\$ 2.425.360
Derivados - Cubertura	\$ 33.842.271	\$ 20.597.548	\$ 5.751.774	-	-
Total No Corriente	\$ 353.504.014	\$ 407.672.130	\$ 813.151.112	\$ 1.434.258.466	\$ 1.654.135.122

Fuente: Thomson Reuters.

Cuadro N°8: Deuda Financiera

Deuda Financiera	\$ 372.088.055	\$ 435.719.659	\$ 821.673.710	\$ 1.454.416.476	\$ 1.675.719.618
------------------	----------------	----------------	----------------	------------------	------------------

Fuente: Thomson Reuters.

En las notas de la memoria se encuentran el número de acciones suscritas y pagadas al cierre de cada año, y desde la Bolsa de Comercio se obtuvo el precio de cierre de la acción. Luego se calcula el Patrimonio Económico de la empresa para el mismo periodo de años, el cual se considera como el $n^{\circ} Acciones_t * Precio Acción_t$.

Cuadro N° 9: Patrimonio Económico

Patrimonio Económico Entel S.A / En miles	2011 \$M	2012 \$M	2013 \$M	2014 \$M	2015 \$M
Acciones suscritas y pagadas	\$ 236.523.695	\$ 236.523.695	\$ 236.523.695	\$ 236.523.695	\$ 236.523.695
Precio acción a diciembre	\$ 9.496	\$ 9.672	\$ 6.967	\$ 5.957	\$ 6.195
Patrimonio Economico/En miles	\$ 2.246.019.073,725	\$ 2.287.615.076,822	\$ 1.647.800.269,523	\$ 1.408.854.571,886	\$ 1.465.355.825,195

Fuente: Thomson Reuters.

Dado los datos anteriores, el valor de la empresa es:

Cuadro N°10: Valor Económico

Valor de la Empresa Entel S.A / En miles	2011 \$M	2012 \$M	2013 \$M	2014 \$M	2015 \$M
Deuda Financiera (1)	\$ 372.088.055	\$ 435.719.659	\$ 821.673.710	\$ 1.454.416.476	\$ 1.675.719.618
Patrimonio Economico (2)	\$ 2.246.019.073,725	\$ 2.287.615.076,822	\$ 1.647.800.269,523	\$ 1.408.854.571,886	\$ 1.465.355.825,195
Valor de la empresa (1) + (2)	\$ 2.618.107.128,72	\$ 2.723.334.735,82	\$ 2.469.473.979,52	\$ 2.863.271.047,89	\$ 3.141.075.443,19

Fuente: Thomson Reuters.

Con los datos que contamos se puede calcular la estructura de capital de la empresa. A continuación, se presentan los ratios de razón de endeudamiento de la empresa (B/V), la razón de patrimonio de la empresa (P/V) y la razón deuda patrimonio en el Cuadro N ° 11.

Las ratios serán analizados bajo estadísticas descriptivas, para luego proponer una estructura de capital objetivo de largo plazo.

Cuadro N°11: Estimación estructura de capital

Indicador	2011	2012	2013	2014	2015
B/V	0,14	0,16	0,33	0,51	0,53
P/V	0,86	0,84	0,67	0,49	0,47
B/P	0,17	0,19	0,50	1,03	1,14
Estadísticas	Mediana	D. Estándar	Máximo	Mínimo	Promedio
B/V	0,33	0,19	0,53	0,14	0,34
P/V	0,67	0,19	0,86	0,47	0,66
B/P	0,50	0,46	1,14	0,17	0,61

En este caso se propone como Estructura de Capital Objetivo en el largo plazo, el promedio del ratio B/V entre los años 2014 y 2015, ya que se acerca más a la situación actual de la empresa, debido al aumento del nivel de endeudamiento que hay desde el año 2011, además debido a la gran volatilidad del ratio B/P, es mejor tomar una estructura más apalancada. Así, se definen como objetivos entre los promedios de los años 2014 y 2015: B/V= 0,52; B/P= 0,52; P/V= 0,48.

Estimación costo patrimonial y costo del capital

Estimación de la beta patrimonial de la deuda: El beta patrimonial con deuda de Entel S.A fue estimado con los retornos logarítmicos que proporcionan los precios de cierre históricos diarios que proporciona la bolsa de comercio para el periodo de 2015, tanto para la empresa como para el Índice IPSA. Mediante la regresión lineal que se define como:

$$R_{Entel,t} = \alpha + \beta_{Entel} * R_{ipsa,t} + \varepsilon_t$$

Los resultados obtenidos se presentan como resumen en Cuadro N° 12 , que se presenta a continuación:

Cuadro N°12: Resumen regresiones

Estimación de beta con deuda					
	2011	2012	2013	2014	2015
Beta	0.5972708	0.73529041	0.81722526	0.74741187	0.83406369
P-Value	1.5659E-19	3.5437E-11	3.6077E-18	1.0829E-09	5.8416E-15
Presencia Bursatil	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia.

Se obtiene que el Beta patrimonial con deuda de Entel se encuentra entre 0,59 (2011) y 0,83 (2015), en todos los casos los valores son significativamente distintos de cero y la presencia es 100% en todos los períodos lo que permite validar la representatividad y consistencia de la estimación. A continuación, se ocupará el beta más actual que es de 0,83 y la estructura objetivo de endeudamiento de la empresa para obtener el costo de capital y poder tener la tasa exigida a los activos (k_o o WACC).

Para la estimación del costo de capital de la empresa, se usaron los siguientes datos:

- Costo de la Deuda (K_b): Este valor se estimó en base al bono más largo que tiene ENTEL S.A cuya fecha de término es 2035. Este bono tiene una colocación nacional a una tasa exigida de 3,53%. Por lo tanto, K_b será igual a 3,53%.
- Tasa de impuestos corporativos: El impuesto de primera categoría en Chile para el año 2015 es de un 21%.
- Tasa libre de Riesgo R_f : Es de 1,87% (BTU- 30 al 27 de agosto de 2015).
- Premio por Riesgo: Existen diferentes metodologías para su cálculo, las cuales dan un rango de valor desde 3,9 a 10,6% para 2015. Ahora se recurrirá a una cifra de 7% que es la que utiliza el equipo de Santander GBM en la valorización de empresas para 2015¹.

La estimación del costo de capital se calculo de la siguiente manera:

Beta con deuda: Se calcula el beta con deuda de la empresa en función de modelo CAPM.

$$R_{deuda} = R_f + \beta_{Deuda} * PRM$$

Por lo tanto, se obtiene un beta con deuda:

$$\beta_{Deuda} = \frac{R_{Deuda} - R_f}{PRM} = \frac{3,53\% - 1,87\%}{5,5\%} = 0,30$$

¹http://www.subtel.gob.cl/images/stories/articles/procesostarifarios/asocfile/anexo_i_costo_capital_gtd_manquehue_publico.pdf

Para efectos de obtener el beta patrimonial sin deuda se debe desapalancar el beta patrimonial con deuda, con la estructura de capital actual vigente (al 31.12.2015). Posteriormente, para obtener el nuevo beta patrimonial con deuda y estimar el WACC se utilizó la estructura de capital objetivo B/V= 0,52; B/P= 0,48; P/V= 0.65.

Beta patrimonial sin deuda desapalancado a la estructura de capital de 2015: Para encontrar el beta se debe ocupar la fórmula de Rubinstein, ya que la deuda es riesgosa.

La fórmula de Rubinstein es:

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

Dado los valores, el beta sin deuda bajo la estructura de capital del año 2015 es:

$$\beta_p^{\frac{S}{D}} = 0,5809$$

A continuación, se vuelve a apalancar bajo la deuda riesgosa, pero a la estructura objetivo dando un beta patrimonial con deuda de:

$$\beta_p^{\frac{C}{D}} = 0,8217$$

Ahora que contamos con el beta patrimonial con deuda de ENTEL S.A, a través del CAPM se calculará el costo patrimonial, para ser nuestro último insumo del WACC.

$$K_p = R_f + PRM * \beta_p^{\frac{C}{D}}$$

Por lo tanto, el valor de K_p es de :

$$K_p = 0,087$$

Costo de capital promedio ponderado (Wacc): Con la tasa de costo patrimonial (K_p) y la tasa de la deuda (K_b), además de la estructura de capital objetivo se obtiene el WACC. El valor del costo de capital es de:

$$K_0 = K_p \left(\frac{P}{V} \right) + K_b \left(\frac{B}{V} \right) (1 - t_c) = 5,65\%$$

En el Cuadro N° 13 se resumen los valores encontrados:

Cuadro N°13: Resumen de estimación costo patrimonial y costo de capital

Resultados de estimación costo patrimonial y costo del capital	
Beta con deuda	0.3
Beta sin deuda y estructura objetivo	0.05809
Beta con deuda y estructura objetivo	0.8217
Costo patrimonial	0,0875
Costo capital promedio ponderado	5,65%

Fuente: Elaboración propia.

Análisis Operacional del negocio e Industria

Análisis de crecimiento de ENTEL S.A:

De la información disponible de las memorias 2011 al 2015, se extrajeron los datos de los ingresos y costos de la empresa, disponibles en los cuadros N° 14 y N° 15. En el cuadro N° 16 se encuentra la variación que han tenido las partidas para la variación 2011-2015 y la variación de la industria por segmento dado los datos de la SUBTEL. En el cuadro mencionado anteriormente se integra una tasa conservadora para esbozar la tasa que se ocupará para el crecimiento.

Cuadro N°14: Detalle de ingresos desde 2011 al 2015 Entel S.A

Ingreso Ordinario (MILLONESDE\$)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Servicio Movil	\$ 966.709	\$ 1.142.690	\$ 1.317.628	\$ 1.302.261	\$ 1.383.727
Telefonía Movil-Chile	\$ 966.709	\$ 1.142.690	\$ 1.271.725	\$ 1.150.532	\$ 1.144.828
TelefoníaMóvil-Perú	\$ -	\$ -	\$ 45.902	\$ 151.729	\$ 238.899
Servicio Fijo	\$ 234.624	\$ 255.935	\$ 277.188	\$ 307.556	\$ 363.651
Servicios de Datos (incluye TI)	\$ 93.703	\$ 105.922	\$ 120.663	\$ 136.842	\$ 150.668
Telefonía Local (*)	\$ 41.705	\$ 41.469	\$ 43.160	\$ 50.568	\$ 60.830
Larga Distancia	\$ 30.688	\$ 32.805	\$ 32.027	\$ 26.961	\$ 19.152
Internet (**)	\$ 16.585	\$ 17.217	\$ 20.879	\$ 24.097	\$ 28.698
Servicios a Otros Operadores	\$ 20.246	\$ 21.855	\$ 20.868	\$ 22.988	\$ 55.279
Negocios de Tráfico	\$ 31.696	\$ 36.667	31.255	\$ 28.080	\$ 26.607
Servicio TV	\$ -	\$ -	\$ 8.337	\$ 18.020	\$ 22.418
Otros Servicios	\$ 29.466	\$ 31.490	\$ 33.559	\$ 33.450	\$ 37.234
Americatel Perú	\$ 19.147	\$ 20.111	\$ 21.392	\$ 25.450	\$ 26.379
Servicios Call Center y Otros	\$ 10.319	\$ 11.379	12.168	\$ 8.000	\$ 10.855
Total Ingresos Ordinarios	\$1.230.798	\$1.430.116	\$1.628.376	\$1.643.267	\$1.784.613
Otros Ingreso (MILLONESDE\$)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos por Arriendos	\$ 2.896	\$ 6.682	\$ 8.724	11.221	\$ 2.006
Reembolso por pérdidas o robos de equipos	\$ 6.921	\$ 1.519	\$ -	\$ 522	\$ 1.247
Ingresos por Intereses Comerciales	\$ 1.264	\$ 1.800	2.208	\$ 3.691	\$ 1.501
Otros Ingresos	\$ 492	\$ 984	\$ 2.188	\$ 2.382	\$ 3.530
Total Otros Ingresos	\$ 11.573	\$ 10.985	\$ 13.121	\$ 17.816	\$ 8.285
Ingresos financieros	3059,293	2823,225	1946,886	10818,705	12183,865

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N°15: Tasa de crecimiento de ingresos

Crecimiento Real Ingreso Ordinarios(%)					
	2012	2013	2014	2015	Promedio Anual
Servicio Móvil	15%	13%	-6%	2%	6%
Telefonía Móvil-Chile	15%	9%	-14%	-4%	1%
Telefonía Móvil-Perú	-	-	213%	51%	132%
Servicio Fijo	6%	6%	5%	14%	8%
Servicios de Datos (incluye TI)	10%	12%	7%	6%	9%
Telefonía Local (*)	-3%	2%	11%	16%	6%
Larga Distancia	4%	-4%	-20%	-32%	-13%
Internet (**)	1%	19%	9%	14%	11%
Servicios a Otros Operadores	5%	-6%	4%	131%	34%
Negocios de Tráfico	13%	-16%	-15%	-9%	-7%
Servicio TV	-	-	105%	20%	62%
Otros Servicios	4%	4%	-6%	7%	3%
Americatel Perú	3%	4%	13%	0%	5%
Servicios Call Center y Otros	8%	5%	-38%	30%	1%
Crecimiento Real Otros Ingresos (%)					
	2012	2013	2014	2015	Promedio Anual
Ingresos por Arriendos	125%	28%	22%	-83%	-23%
Reembolso por pérdidas o robos de equipos	-79%	-	-	129%	25%
Ingresos por Intereses Comerciales	39%	20%	58%	-61%	14%
Otros Ingresos	95%	118%	3%	42%	65%
Total Otros Ingresos	-7%	17%	29%	-55%	-4%

Fuente: Elaboración propia

Cuadro N°16: Resumen crecimiento de ingresos

Crecimiento Ingresos Entel S.A			
	Variación 2011-2015	Variación industria 2014-2015	Tasa Conservadora
Telefonía Movil-Chile	1,42%	-1,30%	1,4%
Telefonía Móvil-Perú	132,08%	10,48%	2,0%
Servicios de Datos (incluye TI)	8,77%	8,80%	8,8%
Telefonía Local	6,38%	0,50%	0,50%
Larga Distancia	-13,02%	-1,19%	-13,02%
Internet	10,96%	14,10%	10,96%
Servicios a Otros Operadores	33,56%	5,00%	5,00%
Negocios de Tráfico	-6,87%	-	-6,88%
Servicio TV	62,06%	4,70%	4,70%
Americatel Perú	4,74%	-	4,74%
Servicios Call Center y Otros	1,26%	1,26%	1,26%
Ingresos por Arriendos	-23,02%	-	-23,02%
Reembolso por pérdidas o robos de equipos	25,41%	-	25,41%
Ingresos por Intereses Comerciales	14,12%	-	14,12%
Otros Ingresos	64,60%	-	64,60%

Fuente: Elaboración propia.

Para la proyección de crecimiento de la empresa, se hizo un análisis respecto a los crecimientos reales (UF) que presentan los datos históricos, junto a un ajuste según la industria, para finalmente establecer una tasa de crecimiento conservadora.

En el caso de Telefonía Movil Chile, la tasa se disminuyó a 1.4% debido a que esta unidad de negocio ha disminuido su nivel de ingreso (Cuadro N° 14 y N° 15) y además la estimación de crecimiento para esta industria es negativa. En el caso de Telefonía en Perú, la tasa de crecimiento no es creíble, ya que es un negocio relativamente nuevo (2013) con lo cual no hay suficientes datos para calcular una tasa de crecimiento, además Entel solo posee una participación de mercado del 7% aproximado en Perú, por estas razones se estableció una tasa de crecimiento menor a la de la industria en un 2%. Los servicios de datos, los servicios de TV, internet, los servicios de Call Center, ocuparon la variación 2014-2015 debido a que en el negocio que se encuentran cambia continuamente.

En otros casos como Servicios a otros operadores, Telefonía local y larga distancia, Negocio de Tráfico, se utilizó la variación 2011-2015, debido a que son negocios que se han mantenido constantes en el tiempo por el segmento de trabajo. Para Americantel Perú, también se ocupó la variación 2011-2015 que toma el intervalo 2013-2015, debido a que es una tasa más conservadora para un negocio que esta recién partiendo.

Para el caso de los costos operacionales y otros costos de Entel (Cuadro N°17) se decidió anclar estos a los ingresos ordinarios, bajo el supuesto conservador que a medida que los negocios de Entel crecen los costos necesarios para cubrir estos también deben crecer en similar nivel, es decir se estableció el porcentaje que cada costo representa de los ingresos ordinarios, tal como se observa en el Cuadro N°18, y se estableció que ese porcentaje se mantendrá a lo largo de la proyección.

Cuadro N°17: Detalle de costos operacionales

Costos Operacionales (MILLONESDE\$)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Gastos por Beneficios a los Empleados	-\$ 125.278	-\$ 142.205	-\$ 173.925	-\$ 222.225	-\$ 247.006
Sueldos y Salarios	-\$ 87.409	-\$ 101.277	-\$ 121.580	-\$ 165.671	-\$ 175.794
Beneficios a Corto Plazo a los Empleados	-\$ 12.444	-\$ 15.296	-\$ 12.744	-\$ 14.448	-\$ 17.368
Gasto por Obligacion por Beneficios Post-Empleo	-\$ 644	-\$ 226	-\$ 803	-\$ 792	-\$ 202
Beneficios por Terminación	-\$ 7.402	-\$ 5.422	-\$ 12.650	-\$ 9.978	-\$ 21.759
Otros Gastos de Personal	-\$ 17.379	-\$ 19.984	-\$ 26.147	-\$ 31.335	-\$ 31.882
Gasto por Depreciación	-\$ 230.132	-\$ 265.526	-\$ 305.803	-\$ 241.210	-\$ 234.033
Gasto por Amortización	-\$ 3.068	-\$ 3.068	-\$ 4.267	-\$ 3.956	-\$ 5.602
Otros Gastos	-\$ 568.806	-\$ 716.744	-\$ 956.137	-\$ 1.024.172	-\$ 1.137.593
Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales	-\$ 182.665	-\$ 210.154	-\$ 220.111	-\$ 127.851	-\$ 128.725
Outsourcing y Materiales	-\$ 26.321	-\$ 32.908	-\$ 40.322	-\$ 45.873	-\$ 51.926
Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta	-\$ 180.048	-\$ 253.155	-\$ 412.324	-\$ 485.788	-\$ 540.463
Arriendos y Mantenciones	-\$ 90.091	-\$ 104.707	-\$ 149.178	-\$ 194.671	-\$ 227.620
Otros	-\$ 89.681	-\$ 115.819	-\$ 134.203	-\$ 169.989	-\$ 188.858
Costos No Operacionales (MILLONESDE\$)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Costos Financieros	-\$ 10.316	-\$ 13.701	-\$ 20.838	-\$ 55.253	-\$ 70.978
Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	-\$ 2.051	-\$ 5.329	-\$ 7.310	-\$ 1.491	-\$ 3.241
Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado	\$ -	\$ -	-\$ 4.879	-\$ 42.305	-\$ 56.830
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	-\$ 807	-\$ 1.739	-\$ 3.576	-\$ 2.936	-\$ 2.330
Coberturas de tasas (CCS)	-\$ 4.907	-\$ 3.094	-\$ 1.577	-\$ 3.736	-\$ 3.407
Derivados de tasas- no designados de Cobertura	-\$ 54	-\$ 1.113	-\$ 1.189	-\$ 883	\$ -
Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros	-\$ 838	-\$ 737	-\$ 472	-\$ 429	-\$ 354
Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	-\$ 486	-\$ 509	-\$ 524	-\$ 370	-\$ 486
Gasto por Intereses, Otros	-\$ 906	-\$ 988	-\$ 908	-\$ 1.251	-\$ 1.630
Otros Costos Financieros	-\$ 268	-\$ 192	-\$ 404	-\$ 1.851	-\$ 2.701
Diferencias de Cambio	-\$ 6.349	-\$ 8.796	-\$ 21.078	-\$ 11.243	-\$ 12.946
Otros activos	\$ 1.142	-\$ 995	\$ 2.872	\$ 13.568	\$ 7.164
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	-\$ 2.243	\$ 1.335	-\$ 2.150	-\$ 7.184	-\$ 20.196
Préstamos que devengan intereses	-\$ 31.876	\$ 23.076	-\$ 44.631	-\$ 143.619	-\$ 217.164
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre	\$ 33.634	-\$ 23.014	\$ 44.726	\$ 137.368	\$ 231.127
Instrumentos derivados - efecto valor razonable	-\$ 7.726	-\$ 9.005	-\$ 21.917	-\$ 11.435	-\$ 14.154
Otros pasivos	\$ 719	-\$ 192	\$ 22	\$ 59	\$ 278
Resultados por Unidades de Reajuste	-\$ 5.295	-\$ 3.271	-\$ 1.150	-\$ 22.636	-\$ 22.986
Otros activos	\$ 367	\$ 97	\$ 868	\$ 1.312	\$ 975
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-\$ 5.295	-\$ 3.206	-\$ 1.582	-\$ 23.545	-\$ 23.248
Otros pasivos	-\$ 13	-\$ 161	-\$ 436	-\$ 403	-\$ 713

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N°18: Porcentajes de los costos respecto a los ingresos ordinarios

Costos Operacionales en % de ingresos ordinarios						
	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Gastos por Beneficios a los Empleados	-10%	-10%	-11%	-14%	-14%	-12%
Sueldos y Salarios	-7%	-7%	-7%	-10%	-10%	-8%
Beneficios a Corto Plazo a los Empleados	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Gasto por Obligación por Beneficios Post-Empleo	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Beneficios por Terminación	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%
Otros Gastos de Personal	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%
Gasto por Depreciación	-19%	-19%	-19%	-15%	-13%	-17%
Gasto por Amortización	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otros Gastos	-46%	-50%	-59%	-62%	-64%	-56%
Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales	-15%	-15%	-14%	-8%	-7%	-12%
Outsourcing y Materiales	-2%	-2%	-2%	-3%	-3%	-3%
Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta	-15%	-18%	-25%	-30%	-30%	-23%
Arriendos y Mantenciones	-7%	-7%	-9%	-12%	-13%	-10%
Otros	-7%	-8%	-8%	-10%	-11%	-9%
Costos No Operacionales (MILLONESDE\$)						
	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Costos Financieros	-0,84%	-0,96%	-1,28%	-3,36%	-3,98%	-2,08%
Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	-0,17%	-0,37%	-0,45%	-0,09%	-0,18%	-0,25%
Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado	0,00%	0,00%	-0,30%	-2,57%	-3,18%	-1,21%
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	-0,07%	-0,12%	-0,22%	-0,18%	-0,13%	-0,14%
Coberturas de tasas (CCS)	-0,40%	-0,22%	-0,10%	-0,23%	-0,19%	-0,23%
Derivados de tasas- no designados de Cobertura	0,00%	-0,08%	-0,07%	-0,05%	0,00%	-0,04%
Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros	-0,07%	-0,05%	-0,03%	-0,03%	-0,02%	-0,04%
Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	-0,04%	-0,04%	-0,03%	-0,02%	-0,03%	-0,03%
Gasto por Intereses, Otros	-0,07%	-0,07%	-0,06%	-0,08%	-0,09%	-0,07%
Otros Costos Financieros	-0,02%	-0,01%	-0,02%	-0,11%	-0,15%	-0,06%
Diferencias de Cambio	-0,52%	-0,62%	-1,29%	-0,68%	-0,73%	-0,77%
Otros activos	0,09%	-0,07%	0,18%	0,83%	0,40%	0,29%
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	-0,18%	0,09%	-0,13%	-0,44%	-1,13%	-0,36%
Préstamos que devengan intereses	-2,59%	1,61%	-2,74%	-8,74%	-12,17%	-4,93%
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre	2,73%	-1,61%	2,75%	8,36%	12,95%	5,04%
Instrumentos derivados - efecto valor razonable	-0,63%	-0,63%	-1,35%	-0,70%	-0,79%	-0,82%
Otros pasivos	0,06%	-0,01%	0,00%	0,00%	0,02%	0,01%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,43%	-0,23%	-0,07%	-1,38%	-1,29%	-0,68%
Otros activos	0,03%	0,01%	0,05%	0,08%	0,05%	0,04%
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-0,43%	-0,22%	-0,10%	-1,43%	-1,30%	-0,70%
Otros pasivos	0,00%	-0,01%	-0,03%	-0,02%	-0,04%	-0,02%

Fuente: Elaboración propia.

Proyección de EERR

Luego de establecer las tasas de crecimiento, tanto de los ingresos como de los costos, se realizaron los siguientes supuestos: No existe estacionalidad en los ingresos de la empresa, por lo cual se puede usar una tasa promedio de los datos históricos y realizar la proyección de crecimiento para los próximos 5 años (2016-2020). El mismo supuesto se usó para calcular los costos en base a la razón costos/ingresos ordinarios.

El gasto por depreciación y amortización se proyectaron en vez de mantenerse constantes debido a que tanto en la empresa como en la industria es clave el uso de activos fijos. En general, se proyectaron las cuentas en base a los ingresos ordinarios. Las cuentas no recurrentes como ingresos financieros se mantuvieron constantes, considerando el 2015 como el año base.

Todos los valores fueron transformados de pesos a UF, de modo de realizar cálculos reales, finalmente se obtuvo el siguiente EERR proyectado en millones de UF, que se presenta a continuación en el cuadro N° 19:

Cuadro N°19: Estado de resultado proyectado en millones de UF

Tasa impositiva	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	22,50%	24%	25%	25,5%	27,0%	27,0%
EE.RR Proyectado (MILLONES UF)						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Telefonía Movil-Chile	45,29	45,93	46,57	47,22	47,88	47,88
Telefonía Móvil-Perú	9,51	9,70	9,89	10,09	10,29	15,34
Servicios de Datos (incluye TI)	6,39	6,96	7,57	8,23	8,95	8,96
Telefonía Local (*)	2,39	2,40	2,41	2,42	2,43	2,81
Larga Distancia	0,65	0,57	0,49	0,43	0,37	0,70
Internet (**)	1,28	1,46	1,66	1,90	2,17	2,02
Servicios a Otros Operadores	2,26	2,38	2,50	2,62	2,75	9,17
Negocios de Tráfico	0,97	0,90	0,84	0,78	0,73	0,73
Servicio TV	0,92	0,96	1,00	1,05	1,10	1,10
Americatel Perú	1,08	1,13	1,18	1,24	1,30	1,55
Servicios Call Center y Otros	0,43	0,43	0,44	0,45	0,45	0,45
Ingresos Ordinarios totales	71,16	72,80	74,56	76,43	78,43	90,72
Ingresos por Arriendos	0,060	0,046	0,036	0,027	0,021	0,086
Reembolso por pérdidas o robos de equipos	0,061	0,077	0,096	0,120	0,151	0,056
Ingresos por Intereses Comerciales	0,067	0,076	0,087	0,099	0,113	0,065
Otros Ingresos	0,227	0,373	0,614	1,011	1,664	0,152
Otros Ingresos totales	0,415	0,572	0,833	1,258	1,950	0,360
Gastos por Beneficios a los Empleados	- 8,28	- 8,47	- 8,67	- 8,89	- 9,12	- 8,79
Gasto por Depreciación	- 11,93	- 12,21	- 12,50	- 12,81	- 13,15	- 12,67
Gasto por Amortización	- 0,18	- 0,19	- 0,19	- 0,20	- 0,20	- 0,19
Otros gastos	- 40,01	- 40,93	- 41,92	- 42,97	- 44,09	- 42,48
Ganancia(Perdida) de actividad operacional	11,17	11,58	12,11	12,81	13,81	11,78
Ingresos Financieros	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
Costos Financieros	- 1,48	- 1,52	- 1,55	- 1,59	- 1,63	- 1,57
Diferencias de Cambio	- 0,55	- 0,56	- 0,57	- 0,59	- 0,60	- 0,58
Resultados por Unidades de Reajuste	- 0,48	- 0,49	- 0,51	- 0,52	- 0,53	- 0,51
Ganancia (Perdida) antes de impuesto	9,14	9,49	9,95	10,59	11,52	9,59
Gasto por impuesto a las ganancias	- 2,06	- 2,28	- 2,49	- 2,70	- 3,11	- 2,59
Ganancia (Perdida)	7,08	7,21	7,46	7,89	8,41	7,00

Fuente: Elaboración propia

Proyección de Flujo Caja Libre

Luego de tener la proyección del EERR, se procedió a calcular las cuentas necesarias para formar el flujo de caja libre de Entel.

Depreciación: Mediante los datos históricos se estableció la tasa $\frac{\text{Depreciación}_{\text{año } t}}{\text{Ingresos Ordinarios}_{\text{año } t}}$. A continuación, en la siguiente el Cuadro N° 20 se expone la proyección de la tasa de crecimiento promedio de depreciación en base a los ingresos.

Cuadro N°20: Proyección Depreciación

Depreciación (Millones \$)						
	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Ingresos ordinarios	\$ 1.230.798	\$ 1.430.116	\$ 1.628.376	\$ 1.643.267	\$ 1.784.613	
Depreciación	\$ 269.799	\$ 310.070	\$ 245.166	\$ 239.635	\$ 273.625	
Razón (Depreciación/Ventas)	22%	22%	15%	15%	15%	18%

Fuente: Elaboración propia.

Inversión en nuevos activos (Capex): Considerando que los activos son una importante cuenta para la empresa, se calculó en base a los activos fijos que la empresa posee y los ingresos que cada año se percibe, estableciéndose el ratio $\frac{\text{Activos fijo}_{\text{año } t}}{\text{Ingresos Ordinarios}_{\text{año } t}}$. Esto con el supuesto conservador de que la empresa que en promedio necesita mantener una razón de 12% entre sus activos fijos y sus ingresos, durante los años 2016 y 2020. Desde el 2021 se realiza el supuesto que Entel no realizará más inversión en nuevos activos, sino que se mantiene de forma constante la cantidad de activos. En el cuadro N° 21, se presenta la proyección hecha para el Capex.

Cuadro N°21: Proyección Capex

Capex (Millones \$)						
	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Activo Fijo	\$ 1.056.555	\$ 1.117.450	\$ 1.334.269	\$ 1.614.979	\$ 1.785.575	
Ventas	\$ 1.230.798	\$ 1.430.116	\$ 1.628.376	\$ 1.643.267	\$ 1.784.613	
Ratio (ACTF/VTA)	0,86	0,78	0,82	0,98	1,00	
Diferencia a invertir	5%	15%	17%	10%	10%	12%

Fuente: Elaboración propia.

Inversión en reposición: Como se ha mencionado el uso de los activos fijos es importante para la industria por ello, se ha establecido que esta cuenta no se puede mantener constante, sino que debe ser calculada en base a la información disponible en el Estado de Flujo Efectivo de Entel y el nivel de depreciación que poseen sus activos. La estimación de una tasa de reinversión se puede observar en el Cuadro N° 22. El promedio se calcula bajo la suma ponderada de los años para el ratio $\frac{\text{Gasto por depreciación}_{\text{año } t}}{\text{Inversiones permanentes}_{\text{año } t}}$. Concluyéndose que cada año proyectado para Entel, se debe realizar una reinversión constante del 55,9% respecto al año de referencia que es el 2015, lo cual cambia desde el año 2021, donde realiza el supuesto de que la reinversión será exactamente la misma que el nivel de depreciación de sus activos, es decir la empresa se mantiene de manera perpetua con la capacidad de activos constantes.

Cuadro N°22: Proyección Inversión en Reposición

Reinversión de activos (Millones \$)						
	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio
Inversiones permanentes	\$ 407.532	\$ 400.827	\$ 463.306	\$ 523.595	\$ 523.595	
Gasto por Depreciación	\$ 230.132	\$ 265.526	\$ 305.803	\$ 241.210	\$ 234.033	
Tasa	56,5%	66,2%	66,0%	46,1%	44,7%	55,9%

Fuente: Elaboración propia.

Capital de trabajo: Esta corresponde a los recursos e insumos que la empresa necesita para cubrir sus cambios en demanda y desfases de caja. Para la estimación de esta cuenta fue necesario calcular el CTON y RCTON, de modo de establecer cuanto déficit de capital tendrá Entel. En el Cuadro N° 23 se encuentra disponible el cálculo de CTON y RCTON, de esto se estableció que en promedio Entel necesita cada año los ingresos de ventas correspondientes a 14 días para cubrir su necesidad de capital de trabajo.

Cuadro N°23: Capital de Trabajo

Tabla cálculo CTON (En millones de CLP)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 28,471	\$ 55,155	\$ 19,250	\$ 378,919	\$ 136,492
Deudores Comerciales y otras cuentas por cobrar	\$ 251,230	\$ 276,769	\$ 306,005	\$ 288,948	\$ 300,781
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	\$ 723	\$ 380	\$ 522	\$ 339	\$ 698
Inventario corriente	\$ 63,092	\$ 66,358	\$ 150,457	\$ 107,122	\$ 94,435
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 326,225	\$ 373,510	\$ 466,528	\$ 529,010	\$ 525,129
CTON (En millones de CLP)	\$ 17,291	\$ 25,152	\$ 9,706	\$ 246,318	\$ 7,277
Ingresos Ordinarios	\$ 1,230,798	\$1,430,116	\$ 1,628,376	\$ 1,643,267	\$1,784,613
Ratio CTON/VENTAS	1.40%	1.76%	0.60%	14.99%	0.41%
Días de Ventas	5	6	2	54	1
Promedio Días ventas					14

A continuación, se presenta la estimación de inversión en Capital de trabajo para los años 2016-2020, donde tal como se observa el capital de trabajo es una cuenta desfasada, es decir el déficit del año 2020 debe ser invertido el año anterior para responder al aumento de demanda del 2020. Bajo el supuesto de que desde el año 2021 la empresa se mantiene con ingresos constantes y sin inversiones nuevas, no se requiere invertir más en capital de trabajo. El cuadro N° 24 resume lo anteriormente expuesto.

Cuadro N°24: Estimación inversión en capital de trabajo

Déficit de capital de trabajo (Millones \$)							
Promedio Días ventas				14			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos Ordinarios totales	\$ 1.784.613	\$ 1.893.905	\$ 1.984.896	\$ 2.080.259	\$ 2.180.204	\$ 2.284.950	\$ 2.284.950
Ingresos Ordinarios diarios	\$ 4.889,35	\$ 5.189	\$ 5.438	\$ 5.699	\$ 5.973	\$ 6.260	\$ 6.260
Capital necesario t	\$ 7.277	\$ 72.643	\$ 76.133	\$ 79.791	\$ 83.624	\$ 87.642	\$ 87.642
Deficit Capital Trabajo	-\$ 65.366	-\$ 3.490	-\$ 3.658	-\$ 3.833	-\$ 4.018		

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, mediante todas las cuentas previamente explicadas se estimó el siguiente flujo de caja libre (Cuadro N°25), donde desde las ganancias del EE.RR se reversan las cuentas gastos por depreciación, ingresos financieros, costos financieros, resultado por unidad de reajuste, reversión de pérdidas por deterioro de valor reconocidas en el resultado del periodo y diferencias de cambio, cuentas que no son una salida o ingreso de dinero para la empresa.

Cuadro N°25: Flujo de caja libre

Flujo caja proyectado (Millones UF)						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ganancia (Pérdida)	7,079	7,202	7,450	7,874	8,382	7,002
Gasto por depreciación	11,926	12,194	12,479	12,781	13,103	12,668
Ingresos Financieros	- 0,475	- 0,475	0,475	0,475	0,475	0,475
Costos Financieros	1,482	1,515	1,550	1,588	1,628	1,574
Resultado por unidad de reajuste	0,483	0,494	0,505	0,518	0,531	0,513
Reversión de pérdidas por deterioro de valor reconocidas en el resultado del periodo	- 1,649	- 1,649	1,649	1,649	1,649	- 1,000
Diferencias de cambio	0,546	0,558	0,571	0,585	0,599	0,579
Flujo de caja bruto	19,392	19,839	20,431	21,221	22,119	20,861
Inversión en reposición	- 11,420	- 11,420	11,420	11,420	11,420	- 12,668
Inversión en activo fijo (CAPEX)	- 8,267	- 8,452	8,649	8,859	9,082	-
Inversión capital de trabajo	- 0,136	- 0,143	0,150	0,157	-	-
Flujo de caja libre	- 0,431	- 0,176	0,213	0,785	1,617	8,193

Fuente: Elaboración propia.

Valorización Económica y precio objetivo de la acción

Finalmente, luego de obtener el flujo de caja de la empresa, solo falta calcular cuánto vale la empresa, para poder obtener el precio objetivo de la acción. Para ello es necesario establecer su patrimonio económico el cual se calculó como se expone en el Cuadro N° 26.

Cuadro N°26: Valorización Económica de la empresa Entel S.A

Valorización Económica de la empresa		
(+)	VP Activos Operacionales	111,739
(+)	Activos Prescindibles	12,436
(-)	Deuda Financiera	- 65,389
(-)	Deficit de Capital de trabajo	- 0,526
=	Patrimonio económico	58,260
	Numero de acciones	236.523.695
	Precio en UF	0,246
	Precio en \$	\$ 6.313

Fuente: Elaboración propia.

Donde VP Activos Operacionales corresponde al valor presente los flujos de cajas proyectados, para su descuento se usó como tasa $K_0 = 5,65\%$ calculado de manera previa en este informe. Los valores de los activos Prescindibles (Cuadro N° 27) y deuda financiera (Cuadro N° 28) se asumen constantes para la valoración y se presenta su composición en los siguientes cuadros:

Cuadro N°27: Activos Prescindibles

Activos prescindibles (Millones \$)	
Otros activos financieros corrientes	\$ 23.820
Otros activos financieros no corrientes	\$ 247.686
Plusvalia	\$ 47.228
Total activo prescindible	\$ 318.734

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro N°28: Deuda Financiera 2015

Deuda Financiera (Millones \$)	
Otros Pasivos Financieros	-\$ 21.736
Otros Pasivos Financieros	-\$ 1.654.135
Total	-\$ 1.675.872

Fuente: Elaboración propia.

Desde el año 2021 se asume un flujo perpetuo que también fue descontado a la tasa K_0 , el cual se llamó valor terminal de empresa Entel S.A. El número de acciones fue extraído de la información de la SVS, con ello se logró estimar el precio objetivo de la acción de Entel S.A en \$6.313, valor que es esta muy cercano al valor del 30-12-2015 que se encuentra disponible en la Bolsa de Santiago a \$6195.

Conclusión

Entel S.A, es una empresa que tiene actividades tanto en Chile como Perú, que es controlada por el Almedral S.A. Sus Filiales son 5 pero la principal de mayor tamaño Entel PCS en Chile que se regula por Subtel y en Perú es ENTEL Perú S.A. regulada por el Osiptel. La compañía principalmente es controlada por su controladora Almendral, bancos y corredores de bolsa, en donde encontramos con las mayores participaciones al Banco De Chile y al Banco ITAU. Entel S.A, es uno de los líderes Latinoamericanos desempeñándose en una industria que posee crecimiento en los segmentos de TV paga, banda ancha y servicios TI, solo bajando en la telefonía fija. Con respecto a su financiamiento, posee 8 bonos que principalmente se ocuparon para refinanciar pasivos, que hicieron aumentar su razón de endeudamiento desde el año 2011, llegando en 2015 a una razón deuda-patrimonio de 1,14. La tasa de costo de capital fue de un 5,65% y dado la proyección llegamos a un precio de 6313\$ solo a 118 pesos del valor comercial.

Bibliografía

Publicaciones de Entel S.A :

- “Memoria Anual 2011”, Entel S.A., 2011
- “Memoria Anual 2012”, Entel S.A., 2012
- “Memoria Anual 2013”, Entel S.A., 2013
- “Memoria Anual 2014”, Entel S.A., 2014
- “Memoria Anual 2015”, Entel S.A., 2015