



VALORIZACIÓN DE EMPRESA

ENTEL GROUP S.A.

*Mediante Método de Flujo Descontado de Caja
PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS*

Alumno:

Raúl Andrés Cepeda Barahona

Profesor Guía:

Marcelo González

Santiago, Junio 2020

Dedicatoria

Dedicado a mi Familia, por todo el apoyo y fuerza que me han dado para seguir mi pasión por el trabajo y desarrollo profesional.

Agradecimientos

Agradezco a nuestro profesor guía y demás profesores, por la paciencia y sabiduría compartida, necesaria para fortalecer los conocimientos y crecer profesionalmente.

ÍNDICE

1.	METODOLOGÍA	9
1.1.	Principales Métodos de Valoración	9
1.2.	Modelo de descuento de dividendos	9
1.3.	Método de Flujos de Caja Descontados	10
1.4.	Método de múltiplos	13
2.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	15
2.1.	Descripción de la Empresa	15
2.2.	Descripción de la Industria.....	18
2.3.	Principales Competidores	22
3.	DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	23
4.	ESTRUCTURA DE CAPITAL DE ENTEL SA.	24
4.1.	Estructura de Capital Objetivo (ECO)	24
5.	COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE ENTEL SA.	27
5.1.	Beta de la Acción.....	27
5.2.	Costo de la Deuda, Beta de la Deuda y Beta sin Deuda	28
5.3.	Beta Patrimonial con Deuda y sin Deuda	28
5.4.	Determinación del Costo Patrimonial y Costo de Capital	30
6.	ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO.....	30
6.1.	Evolución de los Ingresos Operacionales.....	30
6.2.	Análisis de los Costos de Operación.....	35
6.3.	Análisis de los Ingresos y Gastos Financieros	38
6.4.	Análisis de Activos	38
7.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS	40
7.1.	Proyección de los Ingresos Operacionales	40
7.2.	Proyección de los Costos Operacionales	41
7.3.	Proyección Ingresos No Operacionales, Resultado Antes de Impuestos y Utilidad Neta	42
7.4.	Proyección del Estado de Resultados	43
8.	PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE	43
8.1.	Ajustes	43
8.2.	Gastos Financieros e Ingresos Financieros	44
8.3.	Inversión de Reposición, Nuevas Inversiones y Capital de Trabajo	45

8.4.	Valor Terminal de la Empresa.....	47
8.5.	Activos Prescindibles y Deuda Financiera	48
9.	VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y PRECIO DE ACCIÓN	49
10.	CONCLUSIONES.....	50
11.	BIBLIOGRAFÍA.....	51
12.	ANEXOS.....	52

Índice de Tablas

Tabla 1: Mayores Accionistas de Entel SA.....	16
Tabla 2: Filiales de Entel SA.....	17
Tabla 3: Participación de mercado (conexiones 3G + 4G. Fuente Subtel)	19
Tabla 4: Participación de mercado (Internet Fijo. Fuente Subtel)	20
Tabla 5: Abonados y Penetración (Telefonía Móvil -Fuente Subtel).....	21
Tabla 6: Estado de la Deuda Financiera MUF.....	24
Tabla 7: Estado del Patrimonio Económico MUF	24
Tabla 8: Estructura de Capital Histórica	24
Tabla 9: Medidas Estadísticas de la ECO	25
Tabla 10: Beta de la acción de Entel SA.....	27
Tabla 11: Ingresos Operacionales históricos MUF	31
Tabla 12: Participación relativa de cada uno de los Ingresos de Entel SA.....	32
Tabla 13: Ingresos Operacionales agrupados por Segmentos MUF.....	33
Tabla 14: Proyecciones de los principales servicios de telecomunicaciones en Chile	34
Tabla 15: Costos Operacionales MUF.....	35
Tabla 16: Costos Operacionales %	35
Tabla 17: Evolución % de Gastos.....	36
Tabla 18: Gastos en Personal MUF.....	37
Tabla 19: Depreciación y Amortización MUF	37
Tabla 20: Ingresos No Operacionales MUF	38
Tabla 21: Clasificación de Activos.....	39
Tabla 22: Proyección de los Ingresos Operacionales MUF.....	40
Tabla 23: Proyección de los Costos Operacionales MUF.....	41
Tabla 24: Proyección de los Ingresos No Operacionales y Utilidad Neta MUF	42
Tabla 25: Proyección del Estado de Resultado MUF	43
Tabla 26: Proyección del Flujo Caja Bruto MUF	44
Tabla 27: Proyección de Inversión de Reposición MUF	45
Tabla 28: Proyección de Nuevas Inversiones MUF	45
Tabla 29: Estimación de RCTON Promedio histórico MUF.....	46
Tabla 30: Proyección de Capital de Trabajo MUF	47
Tabla 31: Inversión de Reposición, Nuevas Inversiones y Capital de Trabajo MUF	47
Tabla 32: Valor Terminal MUF.....	48
Tabla 33: Activos Prescindibles y Deuda Financiera MUF.....	49
Tabla 34: Estimación del Precio Acción UF y CLP	49

RESUMEN EJECUTIVO

La tesis tiene como objetivo determinar el Valor Económico de la Empresa Entel SA. utilizando el método de Flujos de Caja Descontado (FCD) y por Múltiplos.

El método de FCD es de uso común cuando el objetivo es realizar un análisis profundo y detallado de una empresa y se sustenta en 3 elementos claves: analiza la capacidad de la empresa de generación de Flujos Futuros, analiza la cantidad de recursos necesarios para nuevas Inversiones y cuantifica el riesgo subyacente de la empresa y por lo tanto, el retorno exigible a los recursos que se buscan generar.

A su vez, la valorización por Múltiplos tiene como propósito aproximarse a un valor de la empresa, estimando distintos tipos de ratios financieros a partir de la información financiera de la Industria en la que está inserta. Si bien es un método aceptado y utilizado, en ningún caso refleja un nivel de profundidad y rigurosidad metodológica mayor que el método de Flujo de Caja Descontado.

La Industria de las Telecomunicaciones actualmente se caracteriza por un alto nivel de competencia, dada la entrada de nuevos actores al mercado a partir del año 2012 y nuevos cambios a la normativa regulatoria que busca que los operadores incrementen sus inversiones en infraestructura para dar servicios de mayor calidad y cobertura. Estos cambios han provocado en el tiempo, una caída en los precios de los planes, por ejemplo, de telefonía e internet móvil y una pérdida de participación de mercado de los dos principales líderes, Entel SA. y Movistar, viéndose obligadas a redefinir sus estrategias de desarrollo. En este nuevo y desafiante contexto, Entel SA. ha buscado salir a conquistar otros mercados, acción que lleva ejecutando a partir del año 2014 con la compra de Nextel Perú, diversificar su parrilla de servicios y evitar gradualmente la sobreexposición de sus Ingresos operacionales a la telefonía e internet móvil Chile.

A partir del análisis económico financiero realizado podemos concluir que Entel SA, es una empresa intensiva en CAPEX (Capital Expenditure). La relación Patrimonio a Activos de la estructura de capital objetivo es igual a 49,8% mientras que la tasa de descuento apropiada se estimó igual a 6,5%.

Agregando los Activos Prescindibles, el valor total de los Activos se calculó en MUF 128.379 mientras que la Deuda Financiera se estimó en MUF 65.861 lo que arroja un valor de Patrimonio Económico igual a MUF 62.518 y un valor Acción de UF\$ 0,21 (CLP\$ 5.706) 6,0 % de desviación por sobre el precio de cotización bursátil de diciembre del 2018 de la acción igual a CLP\$ 5.382.

Por último, la Tesis está estructurada como sigue: Punto 2: Descripción de la Empresa y de la Industria, Punto 3: Descripción del Financiamiento de la Empresa, Punto 4: Estructura de Capital, Punto 5: Costo Patrimonial y Costo Capital de la Empresa, Punto 6: Análisis Operacional del Negocio, Punto 7: Proyección del Estado de Resultado, Punto 8: Proyección del Flujo Caja Libre, Punto 9: Valorización Económica de la Empresa y de la acción, 10: Conclusiones.

1. METODOLOGÍA

1.1. 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 fondos¹. 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. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan 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 comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

1.2. 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 valoración de bancos e instituciones financieras. Para

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

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 DPA₁ son los dividendos por acción del próximo periodo.³

1.3. 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.

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

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.⁴

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, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, 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.

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en 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, simplemente se hace 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.

1.4. 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 son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, 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 podría 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 ellos⁵:

⁵ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

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 cuales están subvalorados y cuales 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 industria Específica:

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

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Descripción de la Empresa

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (Rut 92.580.000-7), en adelante “Entel S.A.”, es una sociedad constituida y domiciliada en la República de Chile. Sus oficinas principales se encuentran ubicadas en Avenida Costanera Sur 2760, piso 22, Las Condes, Santiago, Chile. Esta sociedad, representa la matriz del Grupo de empresas Entel.

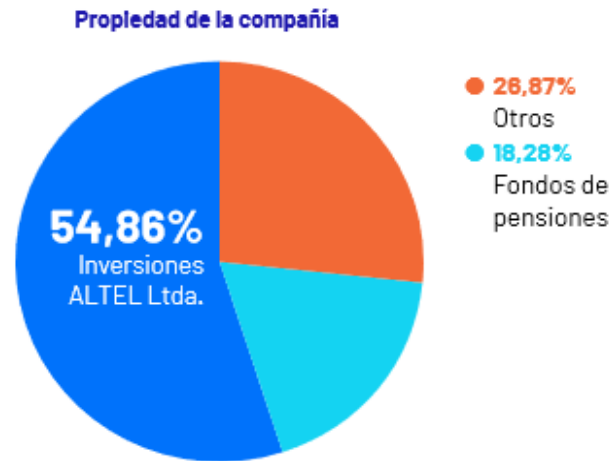
Entel S.A. es un operador líder de telecomunicaciones en Chile y cuenta con la infraestructura más moderna de la industria. Ofrece una gama completa de servicios, incluidos servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo voz, datos, banda ancha e Internet móvil, así como servicios de red fija, básicamente 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 TV, servicios de tecnologías de la información (data center, Externalización de Procesos de Negocio (BPO) y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. También provee servicios de call center para el mercado corporativo y para las empresas del propio Grupo.

Las actividades antes descritas se desarrollan principalmente en Chile. Las actividades en el exterior son desarrolladas por tres sociedades operativas en Perú, donde también desde una posición de liderazgo ofrece principalmente servicios móviles de voz y datos, sobre redes 2G, 3G y 4G, cubriendo las principales ciudades del país.

En ambos países se destaca por su foco en la experiencia de clientes, una infraestructura de red y de servicios propia, sólida y de última generación.

Entel S.A. se encuentra constituida como una Sociedad Anónima Abierta, de duración indefinida, sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero. Sus acciones se encuentran inscritas en el Registro de Valores de la citada Comisión y se transan en el mercado nacional.

El accionista controlador de Entel S.A según consta en sus Estados Financieros del 2018, es Inversiones Altel Ltda. (Rut 76.242.520-3), sociedad que es titular del 54,86% 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).



Razón social Razón social de la compañía	% de participación Porcentaje de participación accionistas	% Acumulado Porcentaje acumulado de accionistas
Inv Altel Ltda	54,86%	54,86%
Banco de Chile por cuenta de terceros	9,17%	64,03%
Banco Itau Corpbanca por cuenta de terceros	5,87%	69,90%
banco santander por cuenta de terceros	2,28%	72,18%
AFP Provida S.A. para fdo. pension c	1,97%	74,15%
AFP Provida S.A. para fdo. pension b	1,49%	75,64%
AFP Capital s a fondo de pension tipo c	1,20%	76,84%
Banchile C de bolsa S.A.	1,19%	78,03%
AFP Capital s a fondo de pension tipo b	1,15%	79,18%
AFP Habitat s a para fdo pension c	1,12%	80,30%
Otros	19,70%	100,00%

Tabla 1: Mayores Accionistas de Entel SA.

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.

Las filiales corresponden a empresas domiciliadas tanto en Chile como en el extranjero. Las filiales constituidas en el país están representadas por Sociedades Anónimas Cerradas, no sujetas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado de Valores; sus acciones no se transan, ni se encuentran inscritas en el Registro de Valores.

RUT	Nombre	País
96806980-2	Entel PCS Telecomunicaciones S.A.	Chile
76479460-5	Entel Comercial S.A.	Chile
96561790-6	Entel Inversiones S.A.	Chile
96554040-7	Entel Servicios Telefonicos S.A.	Chile
96563570-K	Entel Call Center S.A.	Chile
96697410-9	Entel Telefonía Local S.A.	Chile
96548490-6	Micarrier Telecomunicaciones S.A.	Chile
96553830-5	Entel Contact Center S.A.	Chile
96672640-7	Entel Servicios Empresariales S.A.	Chile
79637040-8	Soc.de Telecomunicaciones Instabeep Ltda	Chile
96652650-5	Transam Comunicación S.A.	Chile
96833480-8	Will S.A.	Chile
0-E AMERIC	Americatel Perú S.A.	Peru
0-E SERVIC	Servicios de Call Center del Perú S.A.	Peru
0-E Entel	Entel del Perú S.A.	Peru
0-E EUSA W	EUSA WHolesale Inc.	USA
0-E Entel	Entel Internacional B.V.I. Corp	Islas Virg.Brita.

Tabla 2: Filiales de Entel SA.

No obstante, lo anterior, las filiales Entel PCS Telecomunicaciones S.A., Micarrier Telecomunicaciones S.A. y Transam Comunicaciones S.A., por disposición legal, en su condición de concesionarias de servicios públicos de telecomunicaciones, se encuentran inscritas en el Registro Especial que para estos efectos lleva la Comisión para el Mercado de Valores; se encuentran inscritas bajo los números 33, 247 y 232, respectivamente. En materia de información y difusión al mercado, las sociedades inscritas en este registro especial están sometidas a las mismas normas de las Sociedades Anónimas Abiertas, salvo en lo que se refiere a la presentación obligatoria de estados financieros trimestrales intermedios.

2.2. Descripción de la Industria

Debido a las características intrínsecas de las telecomunicaciones a nivel global, la industria chilena de telecomunicaciones presenta un alto nivel de competitividad, presionando a las compañías a realizar esfuerzos comerciales y económicos para mantener sus posiciones competitivas y participaciones de mercado. Por otra parte, la característica de la industria expone a las compañías a realizar fuertes inversiones para mantener su competitividad, asociadas tanto a mantener la calidad y cobertura de sus redes, como a implementar nuevos productos y tecnologías explotables comercialmente y explorar las distintas áreas de desarrollo futuro.

Una de las características relevantes de la industria de telecomunicaciones, a nivel global, es una evolución y cambio constante, viéndose reflejado en la actualización permanente de las regulaciones y del marco normativo nacional. Actualmente, los cambios que enfrenta la industria apuntan principalmente a un mayor nivel de competitividad, calidad de servicio y mejoras tecnológicas.

Las estadísticas⁶ a diciembre de 2018 nos muestran un sector dinámico y en constante crecimiento, alcanzando casi a los 532 millones de servicios. En ese contexto, los usuarios de telecomunicaciones cada día exigen mayores y mejores prestaciones que vayan a la par con sus expectativas de digitalización y eso incluye factores fundamentales como la velocidad de navegación y conectividad.

Internet móvil

De acuerdo con las estadísticas de Subtel, un 84,8% de los accesos totales a internet son móviles, destacando el crecimiento de los smartphones (11,3% de crecimiento en el último año). Del total de accesos móviles, un 93,4% corresponde a navegación por smartphones (79,2% del total de accesos). La penetración total, fijo y móvil (3G+4G), pasa de 104,3 accesos cada 100 habitantes en diciembre 2017 a 112,9 accesos cada 100 habitantes a diciembre 2018 (con un crecimiento interanual de +8,6 pp). En tanto, los accesos 4G a diciembre 2018 alcanzan los 14,6 millones de conexiones, de los

⁶ Estadísticas de la industria. Fuente Subtel

cuales 3,79 millones corresponden a nuevos accesos del último año. Actualmente representan el 80,4% de los accesos de internet móvil.

En Chile la internet móvil está impulsado principalmente por tres empresas líderes en el mercado: Movistar Chile, Entel y Claro. A diciembre del 2018 según los datos de la Subsecretaria de Telecomunicaciones de Chile (Subtel), estos 3 operadores poseen el 78% del mercado de la telefonía móvil (incluyendo los servicios de Internet 3G y 4G). Los otros operadores en su conjunto alcanzan el 22% del mercado, donde destaca el crecimiento de WOM, que pasa de un 14,8% a un 19,4%, lo que representa un aumento del 45,2% en los últimos 12 meses. Entel creció un 12,7% en los últimos 12 meses y Claro un 10,2%. Movistar bajó un 7,8%. El resto de los operadores móviles logran sólo un 2,5% de participación.

%Participación Conexiones 3G+4G	Dic 17	Dic 18
Movistar	28,6%	23,7%
Grupo Entel	32,6%	33,2%
Claro	21,3%	21,2%
Wom	14,8%	19,4%
VTR Móvil	1,2%	1,3%
Virgin	1,0%	1,0%
Falabella	0,2%	-
Otros	0,3%	0,2%

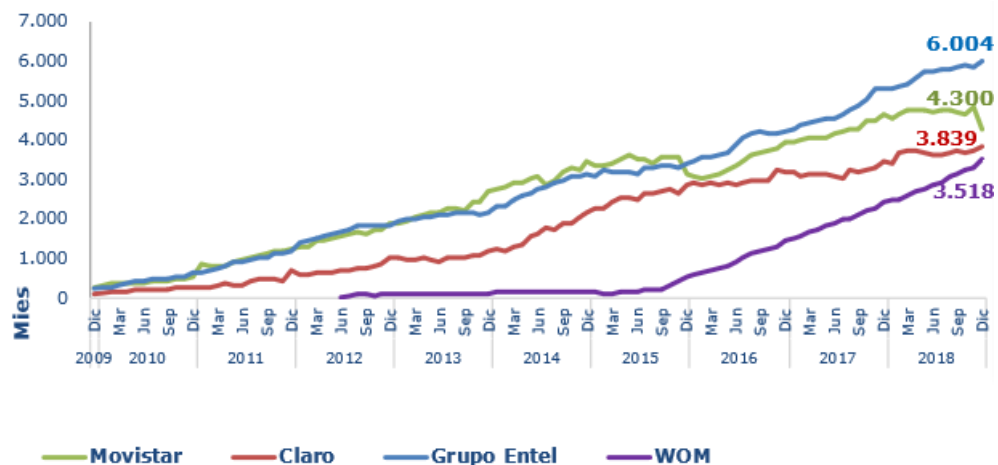


Tabla 3: Participación de mercado (conexiones 3G + 4G. Fuente Subtel)

Internet Fija

De acuerdo a los datos publicados por Subtel, apenas un 49,4% de los hogares del país posee internet fija. Pese a que esta cifra subió levemente respecto del año pasado (1,7 puntos porcentuales), el 50,6% de los hogares aún no cuenta con este tipo de tecnología, evidenciando la brecha digital existente en el país. Además, cerca de la mitad de las conexiones fijas se encuentran en la Región Metropolitana, lo que evidencia una brecha respecto del resto de las zonas geográficas del país. La penetración de Internet fijo al hogar creció un 6,1% en los últimos 12 meses. A diciembre 2018, las principales tecnologías son: HFC (54,8%), Fibra Óptica (21,6%) y ADSL (18,1%). A diciembre del 2018, los 3 operadores que poseen en conjunto el 84,3% del mercado de la Internet Fija son: VTR con un 38,7%, Movistar con un 31,5% y Claro con un 14,1%, destacándose que desde marzo 2016 VTR supera a Movistar en conexiones fijas. VTR presentó un crecimiento en los últimos 12 meses de 6,6% mientras que Movistar creció en un 0,1% en igual período.

Participación de mercado	Dic 17	Dic 18
Movistar	33,3%	31,5%
VTR	38,5%	38,7%
Claro	13,9%	14,1%
Grupo GTD	8,5%	8,1%
Grupo ENTEL	1,3%	1,8%
Otros	4,5%	5,8%

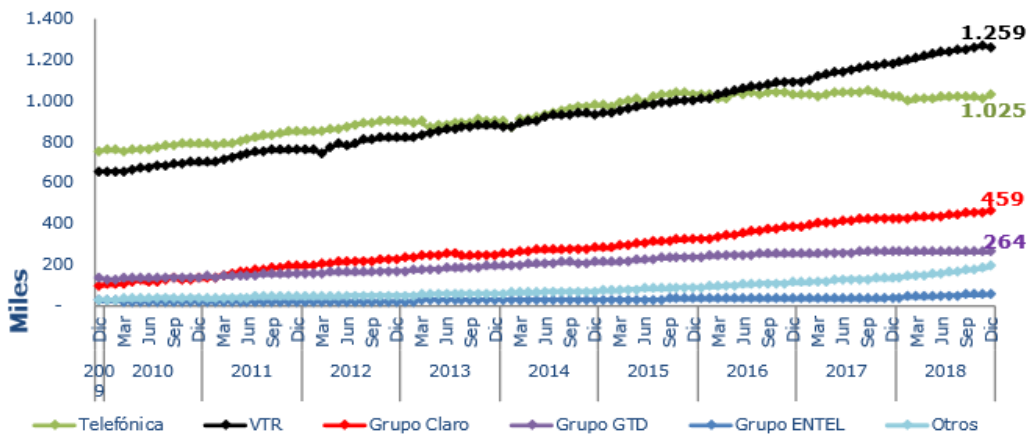


Tabla 4: Participación de mercado (Internet Fijo. Fuente Subtel)

Telefonía Móvil

La telefonía móvil alcanzó a diciembre del 2018, una penetración de 133 abonados cada 100 habitantes, lo que representa un 6,9% más que el año 2017, alcanzando a una cifra de 25.2 millones de abonados. El tráfico de voz acumulado del año 2018 (fija y móvil) presenta un alza de 7,8% respecto a igual período del año 2017. El tráfico de voz móvil acumulado del año 2018 aumentó en un 13,3% respecto a igual período del año 2017. El tráfico de voz local acumulado del año 2018 (local-local y local-móvil) muestra una baja de un 25,2% respecto a igual período del año 2017, explicado por una caída de 30,7% del tráfico local y una caída del tráfico local-móvil de 12,5%. Desde el cuarto trimestre 2016 el tráfico móvil Off-net supera al tráfico móvil On-Net, tendencia que sigue acentuándose. Las líneas fijas disminuyeron un 6,3% en los últimos 12 meses.

Miles de abonados, penetración cada 100 habitantes

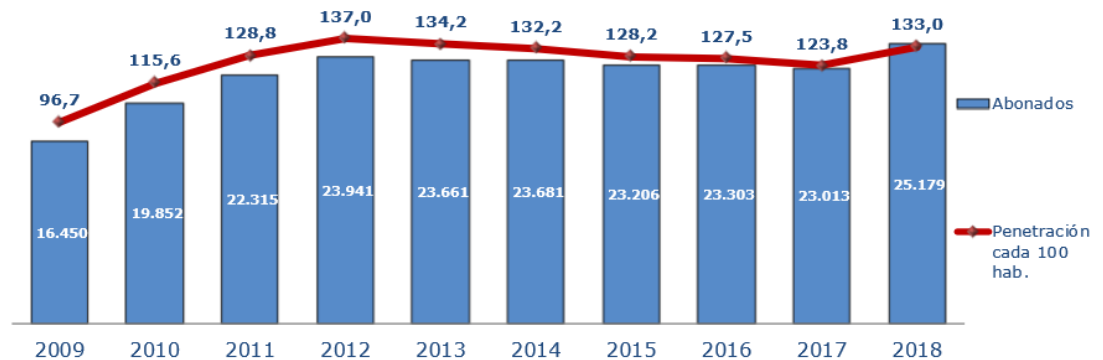


Tabla 5: Abonados y Penetración (Telefonía Móvil -Fuente Subtel)

2.3. Principales Competidores

Los principales competidores de Entel SA. son: Movistar y Claro.

Nombre de la Empresa	Movistar Chile (legalmente Telefónica Chile S.A.)
Ticker o Nemo-técnico	CTC-A y CTC-B
Clase de Acción	Series A y B
Derechos de cada Clase	Serie A: Acciones comunes Serie B: Acciones preferentes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa Comercio Santiago Chile Bolsa Electrónica de Chile
Descripción de la Empresa (profile)	Es la mayor compañía de Telecomunicaciones de Chile proveyendo de servicios móviles y fijos, de banda ancha y de televisión digital, con presencia en el 100% de las comunas del país. Movistar es hoy la mayor comunidad de clientes de Chile, con más de 10 millones de clientes y sobre 14 millones de accesos.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Telecomunicaciones
Principales Negocios en que se encuentra	Telefonía. Celular, Telefonía Fijo, Televisión, Datos e Internet.

Nombre de la Empresa	America Movil Claro Chile (es filial de Americ Móvil)
Ticker o Nemo-técnico	AMX US y AMXL MM
Clase de Acción	ADR y Common Stock (acciones comunes)
Derechos de cada Clase	
Mercado donde Transa sus acciones	BMV México, Nasdaq y NYSE USA.
Descripción de la Empresa (profile)	Es una empresa mexicana de telecomunicaciones con presencia en 18 países de América, con más de 260 millones de usuarios, y actualmente la cuarta compañía de telecomunicaciones más grande e importante del mundo. Opera en varios países con el nombre de Claro y junto a Telmex son controladas por el Grupo Carso, cuyo accionista mayoritario es el multimillonario Carlos Slim.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Telecomunicaciones
Principales Negocios en que se encuentra	Telefonía. Celular, Telefonía Fijo, Televisión, Datos e Internet.

3. DESCRIPCION DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Entel S.A. financia parte de sus operaciones con préstamos que devengan Intereses y obligaciones con tenedores de Bonos emitidos en el mercado local e internacional, lo cual representa más del 80% de la deuda, que corresponden a las siguientes colocaciones vigentes, según consta en los Estados Financieros de la compañía al cierre del 2018

- Colocación de bonos en octubre del 2013 en el mercado internacional por USD 1.000 millones, con un plazo de vencimiento promedio de 10 años y una tasa fija anual de 4,875%.
- Colocación de bonos en julio del 2014 en el mercado local por UF 7 millones, con un plazo de vencimiento a 21 años y a una tasa fija anual de 3,50%.
- Colocación de bonos en julio del 2014 en el mercado internacional por USD 800 millones, con un plazo de vencimiento promedio de 11,5 años y una tasa fija anual de 4,750%.

Entel S.A. mantienen una política de cobertura para el 100% del pasivo en moneda extranjera. Para más detalle de los bonos emitidos y colocados ver anexo 1.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE ENTEL SA.

La estructura de capital de la empresa, vale decir, tanto Pasivos como Patrimonio, es analizada a partir de la información contable contenida en los Estados Financieros históricos⁷ y contabilizados bajo normativa IFRS.

Deuda Financiera (MM UF)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Pasivos Financieros (Corrientes)	1,17	0,84	0,85	0,94	1,36	0,75
Otros Pasivos Financieros (No corrientes)	34,88	58,24	64,54	59,85	59,37	65,11
Total Deuda Financiera	36,05	59,08	65,39	60,79	60,73	65,86

Tabla 6: Estado de la Deuda Financiera MUF

Patrimonio Económico (M UF)	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
N° Acciones M	10,15	9,60	9,23	11,46	11,27	10,96
Precio Acción	0,31	0,25	0,25	0,27	0,26	0,20
Patrimonio Económico	72.355	58.553	58.520	81.464	77.913	58.962

Tabla 7: Estado del Patrimonio Económico MUF

4.1. Estructura de Capital Objetivo (ECO)

A partir de la información de la evolución tanto de los Pasivos como del Patrimonio de los últimos años, se hace necesario estimar cual será la Estructura de capital hacia el futuro, esto por cuanto será información de insumo para estimar la tasa de descuento apropiada de la empresa.

ECO	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Deuda / Activos B/V	33,3%	50,2%	52,8%	42,7%	43,8%	52,8%
Patrimonio / Activos P/V	66,7%	49,8%	47,2%	57,3%	56,2%	47,2%
Deuda / Patrimonio B/P	49,8%	100,9%	111,7%	74,6%	77,9%	111,7%

Tabla 8: Estructura de Capital Histórica

Para estimar la Estructura de Capital Objetivo nos basamos en las estadísticas descriptivas como el mínimo, máximo, mediana, desviación estándar de las razones financieras, la situación actual y las proyecciones de la empresa. En esta línea hemos

⁷ Fuente: Estados Financieros anuales Grupo Entel

podido determinar que el aumento en el nivel de endeudamiento del año 2015 y las pérdidas en el ejercicio 2015 se relacionan principalmente por la expansión de la infraestructura y oferta comercial necesaria para el desarrollo de la estrategia de largo plazo para abordar el mercado peruano a través de la filial Entel Perú, hoy Entel Perú es un operador líder en cobertura de servicios 4G, alcanzando 7,8 millones de abonados, con una tasa de crecimiento anual de 18,4% a Diciembre 2018.

ECO		Promedio	Mediana	Máximo	Mínimo	D_Standar
Deuda / Activos	B/V	48,5%	50,2%	52,8%	42,7%	4,9%
Patrimonio / Activos	P/V	51,5%	49,8%	57,3%	47,2%	4,9%
Deuda / Patrimonio	B/P	95,4%	100,9%	111,7%	74,6%	18,0%

Tabla 9: Medidas Estadísticas de la ECO

Analizando los resultados del 2016, podemos señalar que marcan un punto de inflexión, los ingresos consolidados de Entel crecieron un 5% por sobre 2015. Entel Perú, con un incremento de 46% en sus ingresos, fue el principal impulsor de este desempeño. En Chile, en cambio, los ingresos registraron una leve disminución de 0,7%, con resultados mixtos, en que la reducción en servicios móviles se vio casi compensada por los avances en servicios TI, fijos empresariales y Hogar, que en total crecieron un 13%. Por otra parte, el EBITDA de Entel Perú mostró una mejora de 48 mil millones respecto de las cifras de 2015. Esta disminución de pérdidas fue impulsada por mejor margen directo de servicios, unido al sólido crecimiento de los ingresos, dada la fuerte expansión de la base de clientes. Así, y tras un fuerte período de inversión y despliegue comercial en Perú, la evolución del EBITDA consolidado de la compañía alcanzó los \$424.781 millones, lo que representa un alza de 19% respecto de 2015, marcando de esta manera un claro punto de inflexión en el EBITDA consolidado. Gracias a un aumento en la utilidad operacional de 42%, Entel registró una utilidad de \$34.158 millones en 2016, lo que da *cuenta de una mejora significativa respecto del año 2015*. Respecto a los resultados 2017 se observa un incremento de 4% en los ingresos consolidados de 2017 versus 2016, al totalizar \$1.955.171 millones. Esta variación fue impulsada principalmente por Entel Perú, cuyos ingresos aumentaron 31% en el mismo período. Así, Chile y Perú aportaron 76% y 24%, respectivamente, de los ingresos consolidados. El EBITDA consolidado, por su parte, alcanzó los \$437.103 millones, 3% sobre el año anterior. Se destaca la menor pérdida en Entel Perú, que se redujo en \$45.500 millones. En los negocios en Chile, pese al alto nivel de intensidad competitiva y un ambiente económico débil, si bien el

EBITDA mostró una baja, se alcanzó un buen margen EBITDA, el que llegó al 34% de los ingresos durante el año 2017. La utilidad operacional, por su parte, fue de \$117.385 millones, con un aumento de 3% en 12 meses, y la utilidad final de la compañía totalizó \$43.410 millones, 27% por sobre la de 2016. *Respecto a los resultados 2018*, el EBITDA consolidado alcanzó los \$426.921 millones, cifra que representa una disminución del 2,3% respecto al año anterior. Sin la aplicación de la NIIF 15, el EBITDA habría aumentado un 4,4%, impulsado por una mejora respecto del cierre 2017 de \$51.419 millones en Perú, en parte compensado por menores márgenes en Chile. Es importante destacar la mejora de EBITDA y márgenes que logra obtener la compañía a nivel consolidado a partir del tercer y cuarto trimestre del año, aumentos donde contribuyen ambas operaciones en Chile y Perú. Un hito muy relevante en la operación en Perú es que logro alcanzar el punto de equilibrio de EBITDA en el cuarto trimestre, al excluir el efecto de la norma contable NIIF 15, empujado por una mayor escala en la base de clientes, menores costos de adquisición de clientes y a los planes de eficiencias implementados. Con todo, este año Entel dio pasos decisivos para cumplir con el objetivo propuesto de ser un actor relevante en el mercado de Perú, una marca valorada y preferida por los peruanos, siendo un motor de cambio para ayudar a transformar la oferta a los clientes y la conectividad en el país.

En resumen, Entel SA. continúa abocada a los focos de trabajo principales de los últimos años, que son: la transformación de la compañía en la era digital y de los datos, como estrategia hacia los próximos años, seguirán trabajando y mejorando en el mercado móvil tanto en Chile cómo en Perú, ampliándonos en el segmento hogar y servicios digitales, consolidando la operación en Perú.

Con todo lo anterior nos hace sentido proponer como Estructura de Capital Objetivo de largo plazo, la mediana de la muestra, ya que refleja de mejor forma la situación actual de la empresa, la que esperamos se mantenga para los próximos años.

Así, se definen como objetivos: Deuda a Activos: B/V= 50,2%; Patrimonio a Activos: P/V= 49,8%; Deuda a Patrimonio: B/P= 100,9%.

5. COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE ENTEL SA.

El objetivo de determinar el Costo Patrimonial y el Costo de Capital, es aplicar una tasa de descuento adecuada a la realidad de la industria y de la empresa, considerando su estructura de capital e implícitamente su nivel de riesgo. Para ello, previamente es necesario estimar el beta de la Acción.

5.1. Beta de la Acción

Para calcular los betas, se utilizaron los precios semanales históricos de dos años, tanto de la empresa como del índice bursátil referente del mercado nacional, calculando los retornos para cada uno de ellos y estimando el beta según el modelo de mercado $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{m} + \varepsilon$, con fecha de cierre el último día hábil de cotización de marzo, donde:

R_{it} : Retorno semanal del precio de la acción Entel SA.

R_m : Retorno semanal del mercado (IGPA).

Beta Acción	2014 2013	2016 2015	2018 2017
Beta de la Acción	1,12	0,84	1,27
p-value (significancia)	0,00	0,00	0,00
Presencia Bursátil (%)	100,00	100,00	100,00

Tabla 10: Beta de la acción de Entel SA.

Cabe destacar que los betas calculados son estadísticamente significativos y los resultados nos muestran que Entel SA. es una acción con un nivel de riesgo similar al mercado, reflejado por betas ligeramente mayor 1 y con correlación positiva con el índice, es decir, la acción se mueve casi en la misma magnitud y sentido que el mercado. Los datos son comparables al mantener la misma presencia bursátil por todo el periodo de análisis.

5.2. Costo de la Deuda, Beta de la Deuda y Beta sin Deuda

El Costo de la deuda fue recogido de la TIR del bono de más largo plazo que ha emitido la empresa y que se mantiene vigente, por lo que la tasa de la deuda la asumimos igual a 2,99%.

5.3. Beta Patrimonial con Deuda y sin Deuda

La información en tabla resume los inputs necesarios para estimar el Beta de la deuda.

Datos de Mercado

r_f	1,94%	BCU-30 al 28-12-2018
PRM	6,96%	Damodaran a enero 2019
BENTE-M	2,99%	RiskAmerica al 28-12-2018

La Prima Riesgo de Mercado se recogió de las estimaciones provistas por Damodaran, a enero del 2019. A su vez, la Tasa Libre de Riesgo se tomó de la TIR de un Bono del Banco Central de Chile⁸ a 30 años.

A partir de la fórmula:

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

y despejando β_d , obtenemos:

$$\beta_d = \frac{(2,99\% - 1,94\%)}{6,96\%} = 0,15$$

El Beta de la deuda (β_d) se estimó igual a 0,15. A su vez, según la información obtenida en el cálculo del beta de la acción, al 28 de diciembre del 2018 la beta patrimonial con deuda es igual:

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

⁸ Bono emitido por el Banco Central de Chile en UF de más largo plazo (BCU0300241) vigente a diciembre del 2018.

Ahora bien, previo al cálculo del costo del capital es necesario estimar el Beta desapalancado, para lo cual utilizamos la estructura de capital promedio de los años 2017 y 2018, con un valor de deuda a patrimonio de la empresa (B/P) de 94,8%, y una tasa de Impuestos corporativos promedio de esos dos años, equivalente a 26,25%, aplicando la fórmula se obtiene:

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

Donde:

Costo de la Deuda

K_b	2,99%	
β_d	0,15	Beta de la deuda
$\beta_P^{C/D}$	1,27	Beta Acción
t_c	26,3%	Tasa de Impuestos
$\beta_P^{S/D}$	0,81	Beta desapalancado
B/P	94,8%	Deuda / Patrimonio

$$\beta_P^{S/D} = \frac{1,27 + 0,15 * (1 - 0,26) * 94,8\%}{[1 + (1 - 0,26) * 94,8\%]} = 0,81$$

El Beta desapalancado ($\beta_P^{S/D}$) igual a 0,81

Con el Beta desapalancado y la Estructura de Capital Objetivo (ECO, distinta de la histórica) de la empresa, se estima el Beta patrimonial de la empresa con deuda, donde:

Estructura de Capital Objetivo		
B/V	50,2%	Deuda / Activos
P/V	49,8%	Patrimonio / Activos
B/P	100,9%	Deuda / Patrimonio

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,81 * [1 + (1 - 0,27) * 100,9\%] - 0,15 * (1 - 0,27) * 100,9\% = 1,29$$

Finalmente, dada la información del cuadro, el nuevo Beta apalancado con la ECO $\beta_p^{C/D}$ se estimó igual a 1,29

5.4. Determinación del Costo Patrimonial y Costo de Capital

El Costo Patrimonial de la empresa es el resultado de:

$$K_p = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_p^{C/D}$$

$$K_p = 1,94\% + 6,96\% * 1,29 = 10,93\%$$

La tasa WACC adecuada es el resultado de la resolución de la fórmula:

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

$$K_0 = 10,93\% * 49,8\% + 2,99\% * (1 - 0,27) * 50,2\% = 6,54\%$$

Así, la tasa WACC, que aplica para descontar los flujos de caja de Entel SA. es igual a 6,54%.

6. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO

6.1. Evolución de los Ingresos Operacionales

Entel S.A. actualmente mantiene un diversificado set de productos y servicios, entre los que destacan Servicio de telefonía móvil, Internet y negocios de tráficos, Servicio de telefonía fija y de larga distancia, Servicio de datos, incluye TI y TV y, Servicios de Call Center. Del Total de los Ingresos Operacionales, los servicios de mayor relevancia son:

Servicios de Telefonía Móvil Chile, que representan un 54%, Servicios de Telefonía Móvil Perú con un 24% y Servicios de Datos y TI con un 10%. Ellas tres, explican casi el 90% de los Ingresos Operacionales Totales.

Ingresos Operacionales	%	2014	2015	2016	2017	2018
Telefonía Móvil Chile	54%	46.718	44.669	41.072	39.196	36.338
Telefonía Móvil Perú	23%	6.161	9.321	13.219	17.054	17.157
Servicios Privados (TI)	10%	5.557	5.879	6.653	7.050	7.126
Telefonía Local	3%	2.053	2.373	2.411	2.136	1.917
Larga Distancia	1%	1.095	747	622	461	380
Internet	2%	978	1.120	1.331	1.636	1.791
Serv_Otros operadores	2%	933	2.157	2.003	1.620	1.256
Negocio de Tráfico	1%	1.140	1.038	1.019	746	858
Serv_TV	2%	732	875	1.052	1.237	1.325
Americatel Perú	1%	1.033	1.029	913	885	742
Serv_Call Center y Otros	1%	325	424	590	485	515
Otros	1%	0	0	0	452	355
Total	100%	66.726	69.632	70.886	72.959	69.759

Tabla 11: Ingresos Operacionales históricos MUF

Los Ingresos por Servicios de Telefonía móvil Chile han disminuido, como resultado de menores ingresos por servicios, explicados en gran parte por una disminución en los ingresos mensuales en servicios de voz y de valor agregado en el segmento de prepago, debido a la continua migración de cliente al segmento de postpago y menor ARPU registrado en el periodo. De igual forma, los ingresos de servicios de postpago disminuyeron a raíz de la caída en los ingresos excedidos de voz y datos, luego del cambio tarifario impulsado en el segundo semestre del 2017 y a banda ancha móvil, en parte compensados por mayores ingresos en cargos fijos mensuales y cargos de acceso, pese a ello arroja un nivel de penetración por cada 100 habitantes igual a 133,0. Pese a ello, la cobertura en el sub ítem Internet móvil, continua creciendo, sobre todo en el segmento de red 4G (el que está en proceso de sustitución del acceso 3G), el cual a diciembre 2018 alcanza los 14,6 millones de conexiones, de los cuales 3,79 millones corresponden a nuevos accesos del último año. Actualmente representan el 80,4% de los accesos de internet móvil.

Cabe destacar que a partir del 1° de enero del 2018 entró en vigor la nueva norma contable sobre reconocimiento de ingresos (NIIF 15). La aplicación de la nueva norma contable significó efectuar un ajuste inicial al 1° de enero de 2018, donde se determinó retrospectivamente el pasado más cercano que se ve afectado por el cambio total del ajuste inicial, el cual se reconoció en patrimonio. Este ajuste inicial ascendió a MM\$100.779 neto de impuestos. Así mismo, este ajuste inicial significó anticipar Ebitda futuro por MM\$140.842, por lo que el futuro EBITDA (resultados antes de impuestos, intereses, reajustes y fluctuaciones de cambio, depreciaciones, amortizaciones e ítems extraordinarios) se verá disminuido en esta cifra por los próximos 18 meses desde el 1° de enero del presente año. Cabe señalar, que este cambio de norma contable afecta la temporalidad del reconocimiento de los ingresos y gastos relacionados al negocio señalado anteriormente.

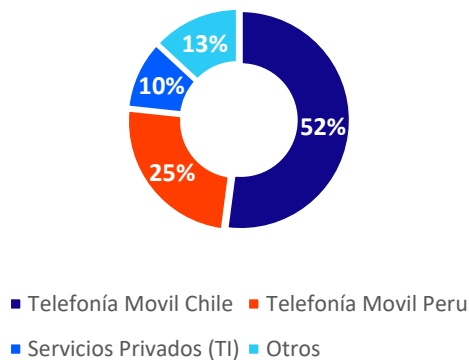


Tabla 12: Participación relativa de cada uno de los Ingresos de Entel SA.

Respecto a los servicios de Telefonía Móvil Perú, Entel SA. continúa consolidando su posición después de su entrada hace ya 4 años. La base de suscriptores de telefonía móvil alcanzó los 7,8 millones de clientes el 2018, un 19,4% mayor al registrado en 2017, reflejando un aumento de los Ingresos de 3,9%, el crecimiento de ingresos se atribuyó, principalmente, a un aumento en los ingresos por ventas de equipos (+80%), asociado al cambio contable y una fuerte actividad de ventas por una mayor disponibilidad de planes de financiamiento para clientes y ventas de dispositivos a través de tiendas y plataformas digitales, cabe notar que este aumento se produjo a pesar de que en el

período hubo una disminución del 67% de los ingresos por cargos de acceso, lo que repercutió en una caída del 3% en los ingresos de la industria al cierre de 2018.

Respecto al ítem Servicios de Datos y TI, pasa por importantes avances. Las nuevas redes de información y el desarrollo de nuevos dispositivos exigiendo mayores velocidades de transmisión y conectividad desde cualquier ubicación, han hecho evolucionar los Data center y servicios de TI. Ejemplo de ello son los servicios de externalización de TI, preferencias por solución con proveedor único, búsqueda de servicios innovadores, trabajos remotos, mercado Cloud entre otros.

Reagrupando los Ingresos Operacionales por Segmentos, Telefonía móvil Perú, ha crecido a una tasa promedio anual de 34%, seguida de Servicios Privados (TI) con un 10%, luego Otros negocios, con un 19% en los últimos 5 años, mientras que Personas y Empresas han disminuido en un 0,9% y 1,2% promedio anual. En el global, los Ingresos Operacionales han crecido a una tasa promedio anual de 3,7%.

Ing. Agrupados Segmentos	2014	2015	2016	2017	2018
Personas	36.345	35.375	33.567	33.237	31.244
Empresas	12.039	12.003	11.508	10.965	10.209
Corporaciones	8.579	8.616	8.467	8.461	8.155
T_Movil Perú	6.398	9.572	13.569	17.561	17.741
Otros Negocios	17.616	21.483	26.253	29.388	31.769
Eliminaciones	-13.663	-17.416	-22.479	-27.105	-29.714
TOTAL	67.315	69.632	70.886	72.508	69.404

Tabla 13: Ingresos Operacionales agrupados por Segmentos MUF

En resumen, para Entel el negocio móvil, tanto en Chile como en Perú, continúa siendo la principal fuente de ingresos. Adicionalmente, se mantiene un progresivo aumento de los ingresos de redes fijas asociadas a clientes empresariales, en especial para la provisión de soluciones integradas de voz, datos e internet, así como servicios de tecnología de la información (TI) y servicios digitales. También los servicios de Entel Hogar asociados a internet y televisión presentan un constante crecimiento en ingresos.

Para Chile, Se espera que el crecimiento en los próximos tres años de la industria sea impulsado por servicios TI, datos móviles y servicios hogar tales como TV paga y banda ancha, de acuerdo con IDC. Al contrario, y como consecuencia de las nuevas tecnologías y tendencias de los consumidores, los servicios de voz fija y móvil, se proyecta que sigan disminuyendo.

%	Internet		Telefonía				Televisión	
	Conexiones Móvil	Tráfico de Datos Móvil	Conexiones Fija	Abonados Móviles	Tráfico Móvil Salida (Miles de Minutos)	Tráfico Local Fija (Miles de Minutos)	Larga Distancia Intern. Entrada + Salida (Miles de Minutos)	Total Suscrip.
2014	11%		8%	0%	-9%	-4%	-19%	10%
2015	6%		9%	-2%	-1%	-5%	-27%	5%
2016	21%		7%	0%	8%	-20%	-27%	4%
2017	20%		5%	-1%	6%	-22%	-15%	8%
2018	11%	84%	6%	9%	13%	-31%	-26%	1%
2019E	15%	70%		5%	20%	-30%	-25%	1%
2020E	15%	70%		0%	20%	-50%	-50%	0%
2021E	20%	100%		0%	25%	-75%	-75%	0%
2022E	20%	70%		0%	25%		-	-1%
2023E	30%	50%		0%	30%		-	-10%
2024E	30%	30%		0%	30%		-	-20%

Tabla 14: Proyecciones de los principales servicios de telecomunicaciones en Chile

El porcentaje de crecimiento de Telefonía fija corresponde al crecimiento del número de líneas de servicio que llegaron a 2.997 miles al cierre del 2018 y un índice de penetración por cada 100 habitantes de 15,8. El porcentaje de líneas de servicio presenta una caída de -2,06% en 2016, de -2,42% en 2017 y de -6.3% en 2018. Las líneas han disminuido en un 6,3% en los últimos 12 meses. Se mantiene la tendencia a la baja del tráfico de larga distancia internacional. La Telefonía Fija ha comenzado su etapa de declinación en 2016.

En tráfico local se considera el indicador de miles de minutos, valor que viene con un decrecimiento constante desde el inicio del indicador (año 2000) y que se acentúa a partir del año 2009, observándose que el año 2016 el indicador presenta un decrecimiento de -19,8%, de -21,8% para 2017 y de -31,4% para el 2018.

El índice de Abonados Móviles es medido por el número de abonados, para el cierre del 2018, el número de abonados era 25.178.981, lo representa un aumento del 9% respecto del 2017 y la penetración por cada 100 habitantes llegó a 133,0. Entre el 2013 y 2017 se presentan números estables de abonados por sobre los 23.000.000, sin embargo, el 2018 se presenta un crecimiento en línea con la caída experimentada de la telefonía fija.

Finalmente, todos los índices asociados a tráfico de datos, acceso a internet fija y conexiones de internet móvil presentan valores positivos con perspectiva de crecimiento para los próximos años principalmente por la expansión de los planes multimedia y el aumento de la penetración de datos móviles y teléfonos inteligentes.

Con respecto a Suscriptores de Televisión de Pago los valores han sido positivos en los últimos años con crecimientos cada vez menos expresivos. Creemos que con el aumento de los planes multimedia y acceso a internet fija el crecimiento de este segmento debería disminuir de forma importante en los próximos años dada la consolidación en el mercado de plataformas streaming como Netflix y HBO GO entre otras.

6.2. Análisis de los Costos de Operación

Conforme a los Estados Financieros de la empresa, los Costos Operacionales son:

Costos Operacionales (UF M)	2014	2015	2016	2017	2018
Publicidad, comisiones y gastos de venta	19.726	21.088	20.386	20.591	19.662
Depreciación y Amortización	9.883	10.759	11.780	11.931	12.189
Gastos beneficios empleados	9.024	9.638	9.322	9.298	9.438
Arrendos y Mantenciones		8.881	8.576	8.194	7.856
Cargos de acceso y participaciones corresponsales	5.191	5.331	5.821	6.315	5.039
Perdidas por deterioro	2.091	2.016	1.826	1.800	2.327
Servicios Profesionales y Consultoría		2.072	1.965	2.169	1.897
Outsourced y materiales	1.863	2.026	2.029	2.206	1.878
Participación a otros operadores de servicios		1.362	1.613	1.780	1.763
Energía y otros		1.215	1.307	1.280	1.311
Otros	14.807	2.411	2.665	3.014	3.101
Total	62.585	66.800	67.288	68.579	66.461

Tabla 15: Costos Operacionales MUF

Costos Operacionales (%)	2014	2015	2016	2017	2018
Publicidad, comisiones y gastos de venta	32%	32%	30%	30%	30%
Depreciación y Amortización	16%	16%	18%	17%	18%
Gastos beneficios empleados	14%	14%	14%	14%	14%
Arrendos y Mantenciones		13%	13%	12%	12%
Cargos de acceso y participaciones corresponsales	8%	8%	9%	9%	8%
Perdidas por deterioro	3%	3%	3%	3%	4%
Servicios Profesionales y Consultoría		3%	3%	3%	3%
Outsourced y materiales	3%	3%	3%	3%	3%
Participación a otros operadores de servicios		2%	2%	3%	3%
Energía y otros		2%	2%	2%	2%
Otros	24%	4%	4%	4%	5%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Tabla 16: Costos Operacionales %

Los principales costos al cierre del 2018 corresponden a Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta con un 30% del total de Gastos, seguidos de Depreciación y Amortización con 18%, Gastos beneficios de empleados con 14% y Arriendo y Mantenciones con 12%. Estos porcentajes explican más 70% de los costos y han mantenido como las principales partidas en los últimos 4 años.

Evolución Costos Operacionales (%)	2014	2015	2016	2017	2018
Publicidad, comisiones y gastos de venta	17,8%	11,3%	-0,6%	2,7%	-1,8%
Depreciación y Amortización	-2,4%	13,3%	12,6%	3,0%	5,1%
Gastos beneficios empleados	29,0%	11,2%	-0,6%	1,4%	4,4%
Arriendos y Mantenciones			-0,7%	-2,8%	-1,4%
Cargos de acceso y participaciones corresponsales	-41,9%	6,9%	12,2%	10,4%	-17,9%
Perdidas por deterioro	6,9%	0,3%	-6,9%	0,3%	33,0%
Servicios Profesionales y Consultoría			-2,5%	12,3%	-10,1%
Outsourced y materiales	13,8%	13,2%	2,9%	10,6%	-12,4%
Participación a otros operadores de servicios			21,7%	12,3%	1,9%
Energía y otros			10,6%	-0,4%	5,3%
Otros	28,7%	-83,1%	13,6%	15,0%	5,8%
Total	8,1%	11,1%	3,6%	3,7%	-0,3%

Tabla 17: Evolución % de Gastos

Respecto al resultado acumulado del año 2018 en comparación con 2017 podemos destacar primeramente la disminución del costo consolidado de -0,3%, totalizando totalizó 1.832 mil millones de pesos, lo que se presentada en el resultado global que como podemos observar es en la tabla 17, es el mejor resultado de los últimos seis años. Excluyendo el efecto de NIIF 15, se produce un aumento del +0,3%.

La disminución de los gastos principalmente en el año de 2018 es explicada por los menores gastos de interconexión y transporte, menores costos de captura de clientes, y menores costos de mantención y servicios profesionales. Estos menores costos fueron parcialmente compensados por mayores depreciaciones asociadas al desarrollo en el nivel de inversiones en infraestructura de red y de nuevas plataformas comerciales relacionadas con la implementación del Plan de Transformación Digital. Según los datos publicados en su memoria anual de 2018, el 92% del relacionamiento con los clientes se hace mediante autoatención tanto digital por web y app como por el canal telefónico IVR. Estos menores costos fueron parcialmente compensados por mayores depreciaciones asociadas al desarrollo en el nivel de inversiones en infraestructura de red y de nuevas plataformas comerciales relacionadas con la transformación digital, mayores gastos por

incobrables asociados a la mayor actividad principalmente en Perú, mayores gastos por cierres de procesos de negociación colectiva, procesos de reestructuración organizacional.

El crecimiento en “Participaciones a Otros Operadores de Servicios” en los últimos 3 años se explica principalmente por un mayor costo de proveedores de servicios de valor agregado (VAS) para servicios de datos móviles en Chile y Perú.

Respecto a la cuenta Gastos en Personal, los sub ítem Sueldos y Salarios y Otros Gastos de Personal explican el 86% de la cuenta, cifra que se mantiene constante en los últimos 5 años y que aumenta en el último año por una reclasificación de Servicios Tercerizados a Salarios resultado de la incorporación del Call Center a la nómina de empleados de Entel.

Gastos de Personal (UF M)	2014	2015	2016	2017	2018
Sueldos y salarios	6.727	6.859	6.822	6.942	6.885
Beneficios a Corto Plazo a los empleados	587	678	592	734	499
Gasto por Oblig. por Beneficios Post-empleo	32	8	12	-24	-116
Beneficios por terminación	405	849	644	396	924
Otros Gastos de personal	1.272	1.244	1.252	1.250	1.246
Total	9.024	9.638	9.322	9.298	9.438

Tabla 18: Gastos en Personal MUF

La cuenta Depreciación y Amortización representa alrededor del 18% de los Ingresos operacionales, cifra alta pero esperable dado que Entel SA. es una empresa intensiva en CAPEX. La depreciación considera básicamente la pérdida de valor por uso de edificios, plantas, equipos, equipamientos de TI e instalaciones fijas y accesorios. La amortización de activos se refiere principalmente a patentes, marcas registradas, derechos, softwares y otros activos intangibles.

Depreciación y Amortización (UF M)	2014	2015	2016	2017	2018
Depreciación	9.655	10.496	11.529	11.612	11.811
Amortización	227	263	251	319	379
Propiedad, planta y equipo	9.883	10.759	11.780	11.931	12.189

Tabla 19: Depreciación y Amortización MUF

Entel SA. mantiene una estructura de costos que representa más del 90% de los Ingresos Operacionales. Es esperable observar márgenes estrechos y utilidades acotadas, lo que coloca presión sobre la administración de la empresa en cómo

financiará la Inversión en infraestructura que necesita hacer año a año para mantenerse como la empresa líder del mercado.

6.3. Análisis de los Ingresos y Gastos Financieros

Los principales Ingresos No Operacionales son: Ingresos Financieros, Gastos Financieros, Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de reajuste, de los que Gastos Financieros representa un 83% de la cuenta.

Ingresos no Operacionales (UF M)	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Financieros	439	475	226	195	69
Costos Financieros	-2.244	-2.769	-3.121	-2.987	-2.819
Diferencias de Cambio	-457	-505	-609	-260	-36
Resultados por Unidad de Reajuste	-919	-897	-605	-358	-594
Total	-3.180	-3.696	-4.109	-3.410	-3.380

Tabla 20: Ingresos No Operacionales MUF

A su vez, dentro de Gastos Financieros, la mayor relevancia lo tienen los Gastos por Intereses por Bonos emitidos en mercados financieros con un 67% y Gastos por Intereses, Prestamos con un 13% del peso total de la cuenta.

Ingresos Financieros está explicado principalmente por Intereses por depósitos a plazo e intereses devengados, representando el 60% y el 40% del total de los ingresos financieros respectivamente. Por último, todas las cuentas de Ingresos no operacionales son recurrentes.

6.4. Análisis de Activos

A diciembre del 2018, los principales Activos Operacionales y No Operacionales de Entel SA. son:

Activos Operacionales	Activos No Operacionales
Efectivo y Equivalente; representa 2% de los Activos Totales	Otros Activos Financieros no corrientes; representa 2,2% de los Activos Totales
Deudores Comerciales y Cuentas por Cobrar; representa 11% de los Activos Totales	Plusvalía; representa 1,2% de los Activos Totales
Inventarios; representa el 3% de los Activos Totales	Otros Activos No Financieros no Corrientes; representa 4% de los Activos Totales
Otros Activos Financieros corrientes; representa 0,4% de los Activos Totales	Derechos por cobrar no corrientes; representa el 0,3% de los Activos Totales
Propiedades Plantas y Equipos; representa el 51% de los Activos Totales	
Activos Intangibles; representa el 8% de los Activos Totales	
Activos por Impuestos corrientes; Representa el 1,3% de los Activos Totales	

Tabla 21: Clasificación de Activos

Los Activos No Operacionales son principalmente de tipo no financiero o no corriente como Derechos por cobrar no corrientes, Activos financieros no corrientes, Plusvalía y, aquellos generadores de otros ingresos como Otros Activos No Financieros.

Por último, agregar que Entel SA. cumple con las características naturales de ser una Empresa Intensiva en CAPEX. Posee una Cuenta de Activos Fijos que representa el 51% del Total de Activos, una relación de Activos Corrientes a No Corrientes de 20/80 (Activos No corrientes > Activos corrientes), y dos importantes cuentas de Activos

corrientes: Cuentas por cobrar relacionadas con las ventas a plazo e Inventarios (almacenamiento de equipos) que en suma explican el 69% de los Activos de corto plazo.

Por ser intensiva en CAPEX, Entel SA. se mantiene año a año realizando nuevas inversiones con el fin de ampliar la cobertura, incrementar la calidad y mejorar la experiencia de los servicios que presta.

7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

7.1. Proyección de los Ingresos Operacionales

La proyección se hace a partir de la información actual acerca de la evolución de la Industria de las telecomunicaciones en Chile, Latinoamérica y de las tasas de crecimiento históricas de la empresa según los distintos segmentos de negocios.

El Estado de Resultado está proyectado a partir de 2019, por los próximos 5 años, tomando el precio de la UF a diciembre del 2019.

Ingresos Operacionales	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Personas	30.931	30.622	30.316	30.013	29.713
Empresas	9.903	9.606	9.317	9.038	8.767
Corporaciones	8.155	8.155	8.155	8.155	8.155
T_Movil Perú	20.935	24.284	27.684	31.006	34.107
Otros Negocios	35.898	40.565	45.839	51.798	58.531
Eliminaciones	-33.577	-37.942	-42.874	-48.448	-54.746
Total	72.246	75.291	78.437	81.562	84.527

Tabla 22: Proyección de los Ingresos Operacionales MUF

Los Ingresos Operacionales, para los Segmentos Personas, Empresas y Corporaciones están proyectados a promedio aritmético de los últimos 2 años, a tasa igual a -1%, -4% y 0% para todo el horizonte de proyección y reflejan la evolución más estrecha y acotada de los Ingresos, reflejo de la fuerte competencia existente desde el año 2014 y que se ha intensificado en los últimos dos años con crecimiento negativo para los dos primeros segmentos y crecimiento negativo para el tercer segmento en el último año.

Para los segmentos Telefonía Móvil Perú y Otros Negocios, los más dinámicos, se proyectan a tasa de crecimiento del año 2018 igual a 18% y 13% respectivamente, para el año 2019 y considerando un declinando anualmente por un factor de ajuste de 2%

para el segmento Telefonía Móvil Perú que converge a un crecimiento de 10% en el último periodo.

Este factor de ajuste responde al hecho que año a año la base de proyección es mayor, produciendo que la tasa de retorno sea cada vez más pequeña en comparación con la tasa inicialmente estimada, lo que es coherente con el crecimiento geométrico que han experimentado los ingresos en estos segmentos desde el año 2014.

Además, la aplicación del factor de ajuste hace converger la evolución de los Ingresos Operacionales Totales en el horizonte de proyección, en coherencia con la evolución histórica que han tenido los Ingresos Brutos Totales de la Industria.

7.2. Proyección de los Costos Operacionales

Cada cuenta de los Gastos Operacionales fue proyectada individualmente. Los Gastos de Ventas fueron proyectados a -0,5% para todo el período considerando un ahorro resultante de la exitosa implementación del plan de digitalización de la empresa, principalmente con respecto a un incremento en las ventas por internet y una disminución en el número de sucursales.

Gastos Operacionales	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Gastos de Venta	42.295	42.083	41.873	41.663	41.455
Gastos de Administración	9.721	10.012	10.313	10.622	10.941
Depreciación y Amortización	12.677	13.184	13.711	14.260	14.830
Perdida por deterioro	2.350	2.374	2.397	2.421	2.446
Total	67.042	67.653	68.294	68.967	69.671

Tabla 23: Proyección de los Costos Operacionales MUF

Tanto los Gastos de Administración como para Depreciación y Amortización consideramos el promedio de los últimos dos años como proxy para la proyección, siendo que los valores utilizados fueran 3% y 4% respectivamente.

Para la cuenta Pérdida por Deterioro, los valores históricos muestran un comportamiento bastante volátil (+0,3% en 2015, -6,9% en 2016, nuevamente 0,3% en 2017 y 33% en 2018), de esta manera consideramos un crecimiento de 1% anual para todo el periodo de proyección.

En conclusión, la evolución proyectada de los Gastos Operacionales resulta ser aproximadamente 1% anual para cada uno de los años proyectados.

7.3. Proyección Ingresos No Operacionales, Resultado Antes de Impuestos y Utilidad Neta

Los ingresos no operacionales no registran ninguna tendencia histórica, proyectamos que no existe evolución en el periodo y que los valores presentados a diciembre del 2018 se repiten para el periodo de análisis.

Ingresos no Operacionales	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Ingresos Financieros	69	69	69	69	69
Gastos Financieros	-2.819	-2.819	-2.819	-2.819	-2.819
Diferencias de Cambio	-36	-36	-36	-36	-36
Resultados por Unidad de Reajuste	-594	-594	-594	-594	-594
Total	-3.380	-3.380	-3.380	-3.380	-3.380

Resultado antes de Impuestos	1.823	4.257	6.763	9.215	11.475
-------------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	---------------

Margen Bruto	2,5%	5,7%	8,6%	11,3%	13,6%
---------------------	-------------	-------------	-------------	--------------	--------------

Impuestos	492	1.149	1.826	2.488	3.098
------------------	------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Utilidad Neta	1.331	3.108	4.937	6.727	8.377
----------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Tabla 24: Proyección de los Ingresos No Operacionales y Utilidad Neta MUF

El Margen Bruto se proyecta positivo pero estrecho. El Impuesto a la Renta (en primera categoría a empresas) fue estimado en función de la tasa que aplica para el presente periodo igual a 27%.

Finalmente se proyecta una Utilidad Neta positiva para todo el horizonte de análisis.

7.4. Proyección del Estado de Resultados

Dado los supuestos y argumentos utilizados anteriormente para la proyección, se presentan los resultados en términos integrales.

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Personas	30.931	30.622	30.316	30.013	29.713
Empresas	9.903	9.606	9.317	9.038	8.767
Corporaciones	8.155	8.155	8.155	8.155	8.155
T_Movil Perú	20.935	24.284	27.684	31.006	34.107
Otros Negocios	35.898	40.565	45.839	51.798	58.531
Eliminaciones	-33.577	-37.942	-42.874	-48.448	-54.746
Ingresos Operacionales	72.246	75.291	78.437	81.562	84.527
Gastos de Venta	42.295	42.083	41.873	41.663	41.455
Gastos de Administración	9.721	10.012	10.313	10.622	10.941
Depreciación y Amortización	12.494	12.806	13.127	13.455	13.791
Perdida por deterioro	2.350	2.374	2.397	2.421	2.446
Gastos Operacionales	66.859	67.275	67.709	68.161	68.632
Resultado Operacional	5.386	8.015	10.728	13.401	15.894
Margen Operacional	7,5%	10,6%	13,7%	16,4%	18,8%
Ingresos no Operacionales	-3.380	-3.380	-3.380	-3.380	-3.380
Resultado antes de Impuestos	2.006	4.635	7.347	10.020	12.514
Margen Bruto	2,8%	6,2%	9,4%	12,3%	14,8%
Impuestos	-542	-1.251	-1.984	-2.705	-3.379
Utilidad Neta	1.464	3.383	5.364	7.315	9.135

Tabla 25: Proyección del Estado de Resultado MUF

8. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA LIBRE

8.1. Ajustes

A partir de la utilidad final proyectada se procedió a ajustar las partidas que no son flujos de caja, como lo es el gasto por depreciación y amortización y las partidas que no forman parte de la operación, pero si son recurrentes en el tiempo. La depreciación y amortización se ajustan después de impuestos por cuanto se hace uso del beneficio que

genera al disminuir la base imponible a tributar pero que no representan una salida efectiva de flujos, el ajuste es a valor positivo después de impuesto. Respecto a los gastos financieros estos se agregan, dado que el ahorro tributario se encuentra incorporado en la tasa de costo de capital (WACC). Finalmente se sumaran las diferencias de cambio y el resultado por unidades de reajuste, con lo que se obtiene el flujo de caja bruto en UF.

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Resultado antes de Impuestos	2.006	4.635	7.347	10.020	12.514
Utilidad Neta	1.464	3.383	5.364	7.315	9.135
Depreciación y amortización	12.494	12.806	13.127	13.455	13.791
Ingresos Financieros	-50	-50	-50	-50	-50
Gastos Financieros desp.de imp.	2.058	2.058	2.058	2.058	2.058
Diferencias de Cambio	26	26	26	26	26
Resultados por Unidad de Reajuste	433	433	433	433	433
Total	14.962	15.274	15.594	15.922	16.259
Flujo Caja Bruto	16.426	18.658	20.958	23.237	25.394

Tabla 26: Proyección del Flujo Caja Bruto MUF

8.2. Gastos Financieros e Ingresos Financieros

Las cuentas Gastos Financieros, Ingresos Financieros, Diferencias de cambio y Resultados por reajustes fueron ajustadas después de impuestos por $(1-t_c = 73\%)$, donde "tc" es igual a la tasa impositiva de largo plazo igual a 27%, de modo de no considerar el ahorro tributario, por cuanto este ahorro ya está incorporado en la tasa WACC.

Los Gastos Financieros se proyectan al mismo valor del año 2018 igual a MUF 2.819 y constante para el resto del horizonte de proyección. Para Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste se proyectan al mismo valor del año 2018 para el resto del horizonte de la proyección, esto es MUF 28 y MUF 433.

Por último, estas cuentas se ajustan porque, aunque no son operacionales, si son recurrentes.

8.3. Inversión de Reposición, Nuevas Inversiones y Capital de Trabajo

La Inversión de Reposición tiene como finalidad reponer los activos actuales. La Inversión de Reposición proyectada se estimó como la tasa promedio de la Depreciación y Amortización sobre el valor promedio de los últimos 5 años de las Inversiones Permanentes de la empresa, equivalente a MUF 11.290.

Inversión de Reposición	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Inversiones Permanentes	32.666	20.722	24.736	18.742	18.461	11.290
Depreciación y Amortización	9.883	10.759	11.780	11.931	12.189	
Inversión de Reposición	30,3%	51,9%	47,6%	63,7%	66,0%	51,9%

Tabla 27: Proyección de Inversión de Reposición MUF

Se asume que, para el final del año 2023, último año de proyección, la Inversión de Reposición se mantiene igual al 51.9% de la Depreciación y Amortización, a excepción del año 2024, considerado la perpetuidad, que es el 100% de la depreciación.

Las Nuevas Inversiones (CAPEX) están destinadas a la compra de nuevos activos fijos, que permitan aumentar la capacidad instalada actual, de nuevos productos y/o tecnología. Actualmente la empresa se encuentra invirtiendo en infraestructura de sostenimiento, para la entrada en vigencia de la red 4G. Las Nuevas Inversiones fueron proyectadas a valor promedio de las Inversiones de los últimos 5 años (cifras publicadas en las memorias anuales en US\$MM) que ha ejecutado Entel SA., equivalente a MUF 15.856.

CAPEX	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Inversión en Infraestructura	20.657	16.740	13.829	12.384	15.672	15.856

Tabla 28: Proyección de Nuevas Inversiones MUF

Se asume que, para el último año de proyección, no hay Nuevas Inversiones que impliquen una salida de flujos de efectivo.

La Inversión en Capital de Trabajo corresponde a la inversión destinada a inyectar capital de corto plazo cuando hay disminuciones en las ventas. Esta fue proyectada a partir de los movimientos que han tenido Inventarios, cuentas por cobrar, cuentas por pagar, otros activos no financieros corrientes, otros pasivos financieros corrientes, de la evolución de las ventas para cada año. Cabe señalar que se ha considerado la cuenta de efectivo y equivalentes al efectivo, por ser partidas relevantes en monto, recurrentes en el tiempo,

dando sentido a la estrategia observada en la compañía respecto a su estrategia de financiamiento.

$$CTON = Existencias + Cuentas por Cobrar + Otros Act Nofinan. Corrientes \\ - (Cuentas por pagar + Otros Pasivos Finan. Corrientes)$$

$$RCTON = \frac{CTON}{Ventas}$$

CTON	2014	2015	2016	2017	2018	Promedio
Inventarios	4.350	3.685	3.470	3.617	4.362	
Cuentas por Cobrar	12.212	12.038	12.548	12.928	15.916	
Otros Act_No Finan_Corrientes	1.169	1.115	1.084	1.269	3.952	
Cuentas por Pagar	-21.481	-20.490	-19.168	-20.343	-20.099	
Otros Pas_Finan_Corrientes	-843	-848	-944	-1.364	-748	
Total CTON	-4.594	-4.501	-3.010	-3.892	3.383	
Ingresos por venta	67.315	69.632	70.886	72.508	69.404	
RCTON	-6,8%	-6,5%	-4,2%	-5,4%	4,9%	-3,6%
CTON en días	-25	-23	-15	-19	18	-13

Tabla 29: Estimación de RCTON Promedio histórico MUF

Tal como muestra el cuadro anterior, los RCTON calculados son negativos desde al año 2014 salvo por el año 2018, obteniéndose un promedio negativo de -3,6%, lo que indica que los pasivos corrientes operacionales en general han sido mayores que los activos corrientes operacionales, por lo que no ha requerido inversión en capital de trabajo, puesto que ha sido financiado con pasivos corrientes.

En el siguiente cuadro se muestra el cálculo del capital de trabajo requerido aplicando el promedio de los RCTON histórico que es de -3,6%. Dado que la inversión en capital de trabajo es negativo, para la valoración de la empresa este concepto se considerara en cero.

$$\text{Inversión Capital Trabajo} = RCTON * (\text{Ventas}_{t+1} - \text{Ventas}_t)$$

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Ventas Proy.	72.246	75.291	78.437	81.562	84.527
Crecimiento Ventas	3.045	3.146	3.125	2.965	0
Inv_WCap	-110	-113	-113	-107	0

Tabla 30: Proyección de Capital de Trabajo MUF

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E
Resultado antes de Impuestos	2.006	4.635	7.347	10.020	12.514	12.514
Utilidad Neta	1.464	3.383	5.364	7.315	9.135	1.464
Depreciación y amortización	12.494	12.806	13.127	13.455	13.791	13.791
Ingresos Financieros	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Gastos Financieros	2.058	2.058	2.058	2.058	2.058	2.058
Diferencias de Cambio	26	26	26	26	26	26
Resultados por Unidad de Reajuste	433	433	433	433	433	433
Total	14.962	15.274	15.594	15.922	16.259	16.259
Inversión de Reposición	-11.290	-11.290	-11.290	-11.290	-11.290	-11.290
Nuevas Inversiones	-14.990	-14.990	-14.990	-14.990	0	0
Capital de Trabajo	0	0	0	0	0	0
Flujo Caja Bruto	16.426	18.658	20.958	23.237	25.394	25.394
Flujo de Caja Libre	-9.854	-7.622	-5.322	-3.043	14.104	11.603

Tabla 31: Inversión de Reposición, Nuevas Inversiones y Capital de Trabajo MUF

8.4. Valor Terminal de la Empresa

El Valor Terminal de la empresa se estima como una perpetuidad sin crecimiento, básicamente por el alto nivel de competitividad existente en la industria, la estrechez de los márgenes de ganancias vistos en resultados financieros históricos y en la evolución acotada de la demanda que subyace a los nuevos datos de la industria.

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024E
Resultado antes de Impuestos	2.006	4.635	7.347	10.020	12.514	12.514
Utilidad Neta	1.464	3.383	5.364	7.315	9.135	1.464
Flujo Caja Bruto	16.426	18.658	20.958	23.237	25.394	25.394
Flujo de Caja Libre	-9.958	-7.730	-5.429	-3.144	14.104	11.603
Valor Perpetuidad (WACC 6.54%)					177.490	
VPN Flujo de Caja Libre	-9.249	-6.715	-4.401	-2.362	139.597	
Total, VPN Flujo de Caja Libre					116.870	

Tabla 32: Valor Terminal MUF

Para su estimación se determinó como supuestos a partir de diciembre del año 2023 que:

Los Ingresos por ventas y la estructura de costos se mantienen constantes, por lo que la Utilidad Neta y el Flujo de Caja Bruto se mantienen constantes a igual valor del año 2023.

La Inversión de reposición es igual al peso relativo histórico promedio de la Depreciación y Amortización (51,9%).

No existen nuevas Inversiones en Activos Fijos.

No hay nuevas Inversiones en Capital de trabajo, por lo que se asume igual a 0 para el año 2023 en adelante.

Por último, el valor presente del Valor Terminal de Entel SA. es estimado como una perpetuidad sin crecimiento y descontada a tasa WACC (6,54%), por lo que el valor presente terminal del Entel SA. es igual a MUF 116.870

8.5. Activos Prescindibles y Deuda Financiera

Los Activos prescindibles son aquellos activos que no forman parte del Core Business del negocio. Entre estos, están:

Otros Activos Financieros corrientes, Otros Activos Financieros no corrientes y Plusvalía, por un monto equivalente a MUF 8.126.

Activos Prescindibles	8.126
Otros Activos Financieros Corrientes	623
Otros Activos Financieros No Corrientes	5.791
Plusvalía	1.713
Deuda Financiera	-65.861
Otros Pasivos Financieros Corrientes	-748
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	-65.113

Tabla 33: Activos Prescindibles y Deuda Financiera MUF

Entre los pasivos que componen la Deuda Financiera se encuentran: otros Pasivos Financieros corrientes y Otros Pasivos Financieros no corrientes, por un monto equivalente a MUF 65.861.

9. VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y PRECIO DE ACCIÓN

Previamente al análisis final, dado que la inversión en capital de trabajo resulto negativa y por consecuencia para efectos de la valoración de la empresa lo consideramos en cero, se provoca un exceso de Capital de trabajo en el año 2018 que corresponde a 3.383 UF.

El Total de Activos se calculó igual a MUF 128.379. Este es el resultado de:

$$\text{Total Activos} = \text{VP FCL} + \text{VP Terminal E} + \text{Activos Prescindibles} + \text{Capital Trabajo}$$

El valor del Patrimonio Económico se estimó igual a MUF 62.518. Este es el resultado de:

$$\text{Patrimonio Económico} = \text{Total de Activos} - \text{Deuda Financiera}$$

VPN Flujo de Caja Libre	116.870
Activos Prescindibles	8.126
Exceso o déficit Capital de Trabajo	3.383
Total Activos	128.379
Deuda Financiera	-65.861
Patrimonio Económico	62.518
N° Acciones	302.017
Valor Acción	0,2070

Valor Acción BCS al 28/12/2018	0,1952
---------------------------------------	---------------

Tabla 34: Estimación del Precio Acción UF y CLP

Finalmente, el valor acción de Entel se estimó igual a UF 0,2070 o CLP\$ 5.706, que es un 6 % superior al valor negociado en la Bolsa de Comercio de Santiago al cierre de 2018 que era CLP\$ 5.382

10. CONCLUSIONES

A partir del análisis realizado podemos concluir que:

1. La industria de las telecomunicaciones en Chile es competitiva y con un alto nivel de penetración (tanto en telefonía, red de transmisión de datos, telefonía fija y TV) por lo que, las proyecciones de ingresos para Entel SA. son conservadoras.
2. En términos operacionales, Entel SA. tiene una larga data como empresa de servicios de telecomunicaciones. El desafío actual es hacer rentable el negocio en Perú, por cuanto en términos de Utilidad Neta continua negativo.
3. Entel SA. es una empresa que demuestra ser capaz de generar flujos de caja futuros. Sin embargo, su pesada estructura de costos, le impide mantener márgenes operacionales de mayor magnitud, desalineándose del comportamiento que tienen las empresas intensivas en CAPEX, lo que hace presumir que el valor de la acción debería caer en el futuro.
4. El precio de mercado de la acción de Entel SA. al cierre del año 2018 fue igual CLP\$ 5.382, un 6 % de diferencia en retornos respecto del valor estimado CLP\$ 5.706 bajo el método de flujos de caja descontados. La valoración está por sobre el precio de mercado, una diferencia en retornos que reflexionamos, el mercado ajustará en el corto plazo.

11. BIBLIOGRAFÍA

1. Aswath Damodaran, "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", Second Edition.
2. Banco Mundial
 - <http://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
3. Biblioteca del Congreso Nacional
 - <https://www.leychile.cl>
4. Blommborg
 - <https://www.bloomberg.com/>
5. Bolsa de Santiago
 - <http://www.bolsadesantiago.com>
6. SUBTEL
 - <https://www.subtel.gob.cl/>
7. Entel Group SA.
 - <https://informacioncorporativa.entel.cl>
8. Feller Rate
 - www.feller-rate.cl
9. Super Intendencia de Valores y Seguros
 - www.svs.cl
10. Risk America
 - <https://www.riskamerica.com/>
11. Maquieira V. Carlos, "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica", 2008.

12. ANEXOS

Anexo 1- Bonos emitidos

	Observaciones
Bono	Serie K
Nemotécnico	BENTE-K
Fecha de Emisión	30/05/2014
Valor Nominal (VN o D)	7.000.000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	30/05/2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	2,60% (anual) / 1,2917% (Semestral)
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	No tiene
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos Actuales
Clasificación de Riesgo	Fitch: AA- ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	Bono todavía no colocado
Precio de venta el día de la emisión.	Bono todavía no colocado
Valor de Mercado	Bono todavía no colocado

	Observaciones
Bono	Serie L
Nemotécnico	BENTE-L
Fecha de Emisión	30/05/2014
Valor Nominal (VN o D)	167.000.000.000
Moneda	\$
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	30/05/2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	5,25% (anual) / 2,5914% (Semestral)
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Periodo de Gracia	No tiene

Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos Actuales
Clasificación de Riesgo	Fitch: AA- ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	Bono todavía no colocado
Precio de venta el día de la emisión.	Bono todavía no colocado
Valor de Mercado	Bono todavía no colocado

	Observaciones
Bono	Serie M
Nemotécnico	BENTE-M
Fecha de Emisión	30/05/2014
Valor Nominal (VN o D)	7.000.000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	30/05/2035
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,50% (anual) / 1,7349% (Semestral)
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	No tiene
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos Actuales
Clasificación de Riesgo	Fitch: AA- ICR: AA+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,70% (fuente: documentación de interés publicada por la compañía)
Precio de venta el día de la emisión.	Precio: 99,52 Monto 23.812.230 CLP Tasa: 3,53% (fuente: documentación de interés publicada por la compañía)
Valor de Mercado	En la fecha de colocación el bono transó sobre la par como indicado en los dos campos anteriores. La TIR actual al 31/08/2017 es de 2,81%

	Observaciones
Bono	Serie J
Nemotécnico	BENTE-J
Fecha de Emisión	15/07/2011
Valor Nominal (VN o D)	5.000.000 UF
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	15/07/2032
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,50% (anual) / 1,7349% Semestral
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	10 años
Motivo de la Emisión	i) 90% aproximadamente, al refinanciamiento de pasivos actuales del Emisor; ii) 5% aproximadamente, a solventar el pago de operaciones propias del giro del Emisor; y iii) 5% aproximadamente, a solventar el financiamiento de inversiones propias del giro del Emisor.
Clasificación de Riesgo	Fitch: AA Feller: AA
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	Bono todavía no colocado
Precio de venta el día de la emisión.	Bono todavía no colocado
Valor de Mercado	Bono todavía no colocado

	Observaciones
Bono	Serie N
Nemotécnico	BENTE-N (Suma entre Serie N y Serie Q)
Fecha de Emisión	01/11/2018
Valor Nominal (VN o D)	10.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/11/2028
Tipo de Bono	Amortizaciones Semestrales iguales
Tasa Cupón (k_d)	2,40% (anual)
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	15 años
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos Actuales
Clasificación de Riesgo	Fitch: A+ ICR: AA-

Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	Bono todavía no colocado
Precio de venta el día de la emisión.	Bono todavía no colocado
Valor de Mercado	Bono todavía no colocado

	Observaciones
Bono	Serie Q
Nemotécnico	BENTE-Q
Fecha de Emisión	01/11/2018
Valor Nominal (VN o D)	10.000.000 (Suma entre Serie N y Serie Q)
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/11/2039
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	2,90% (anual)
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	No tiene
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Pasivos Actuales
Clasificación de Riesgo	Fitch: A+ ICR: AA-
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	Bono todavía no colocado
Precio de venta el día de la emisión.	Bono todavía no colocado
Valor de Mercado	Bono todavía no colocado

	Observaciones
Bono	REGS / 144 ^a
Nemotécnico	ENTEL 4 7/8 10/30/24
Fecha de Emisión	30/10/2013
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 1.000 millones (REGS + 144A)
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Internacional
Fecha de Vencimiento	30/10/2024
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	4,875%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	22
Periodo de Gracia	No Aplica
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Deuda

Clasificación de Riesgo	Moody's: Baa S&P: BBB+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,966% (fuente: documentación de interés publicada por la compañía)
Precio de venta el día de la emisión.	992.900,00 USD
Valor de Mercado	Emisión: Price 99,29 (par) Yield 4,966% Actual (05/09/2017): 105,898 Yield 3,787%

	Observaciones
Bono	REGS / 144 ^a
Nemotécnico	ENTEL 4 3/4 08/01/26
Fecha de Emisión	22/07/2014
Valor Nominal (VN o D)	US\$ 800 millones (REGS + 144A)
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Internacional
Fecha de Vencimiento	01/08/2026
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,75%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	22
Periodo de Gracia	No Aplica
Motivo de la Emisión	Refinanciamiento de Deuda
Clasificación de Riesgo	Moody's: Baa S&P: BBB Fitch: BBB+
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,78% (fuente: documentación de interés publicada por la compañía)
Precio de venta el día de la emisión.	997.630,00 USD
Valor de Mercado	Emisión: Price 99,763 (bajo la par) Yield 4,776% Actual (05/09/2017): 104,884 Yield 4,057%