



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

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno:  
Paulo Marín González**

**Profesor Guía:  
Marcelo González**

**Santiago, Enero 2020**

## **Dedicatoria**

A mis dos hijas, quienes tuvieron que acompañar pacientemente todo el proceso del Magister.

A mi esposa, siempre y completamente parte de todo.

## **Agradecimientos**

A mi familia de sangre y adoptada, por el apoyo a través de toda la travesía para llegar a este punto.

## Tabla de Contenido

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Resumen Ejecutivo .....</b>   | <b>9</b>  |
| <b>2. Metodología .....</b>   | <b>10</b> |
| 2.1. Principales Métodos de Valoración .....  | 10        |
| 2.2. Modelo de descuento de dividendos .....  | 11        |
| 2.3. Método de Flujos de Caja Descontados .....                                       | 11        |
| 2.4. Método de múltiplos .....  | 14        |
| <b>3. Descripción de la Empresa e Industria .....</b>                                 | <b>16</b> |
| 3.1. Filiales .....   | 20        |
| 3.2. Principales Accionistas .....  | 23        |
| 3.3. Empresas Comparables .....   | 28        |
| 3.4. Perspectivas futuras de la Industria .....                                       | 34        |
| <b>4. Descripción del Financiamiento de la Empresa .....</b>                          | <b>35</b> |
| <b>5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa .....</b>                  | <b>37</b> |
| <b>6. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa .....</b> | <b>39</b> |
| 6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa .....                              | 39        |
| 6.2. Estimación Costo de Capital de la Empresa .....                                  | 40        |
| 6.2.1. Costo de la Deuda ( $k_b$ ) .....  | 40        |
| 6.2.2. Beta de la Deuda ( $\beta_b$ ) .....   | 40        |
| 6.2.3. Beta de la Acción ( $\beta_p^{C/D}$ ) .....                                    | 41        |
| 6.2.4. Beta Patrimonial sin Deuda ( $\beta_p^{S/D}$ ) .....                           | 41        |
| 6.2.5. Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_p^{C/D}$ ) .....                           | 43        |
| 6.2.6. Costo Patrimonial ( $k_p$ ) .....  | 44        |
| 6.2.7. Costo de Capital ( $k_0$ ) .....   | 44        |
| <b>7. Análisis Operacional del Negocio e Industria .....</b>                          | <b>46</b> |
| 7.1. Estados Financieros de Entel .....   | 46        |
| 7.2. Análisis del Crecimiento de Entel .....  | 46        |
| 7.3. Análisis del Crecimiento de la Industria .....                                   | 48        |
| 7.4. Perspectivas de Crecimiento para la Industria .....                              | 51        |

|            |  |           |
|------------|--|-----------|
| 7.4.1.     | Informes entidades financieras .....                                       | 51        |
| 7.4.2.     | Proyecciones PIB Chile.....  | 53        |
| 7.4.3.     | Proyecciones PIB Perú .....  | 54        |
| 7.5.       | Análisis de Costos de Operación .....                                      | 55        |
| 7.6.       | Análisis de Cuentas no Operacionales .....                                 | 57        |
| 7.7.       | Análisis de Activos .....  | 58        |
| <b>8.</b>  | <b>Proyección de Estados de Resultados .....</b>                           | <b>61</b> |
| 8.1.       | Proyección de los Ingresos Operacionales.....                              | 61        |
| 8.2.       | Proyección de los Costos Operacionales .....                               | 64        |
| 8.3.       | Cálculo de Ganancias de Actividades Operacionales (EBIT).....              | 66        |
| 8.4.       | Proyección de Resultado No Operacional .....                               | 67        |
| 8.5.       | Cálculo de Ganancias antes de Impuesto .....                               | 67        |
| 8.6.       | Cálculo de Pago de Impuesto .....  | 68        |
| 8.7.       | Cálculo de Ganancia o Pérdida .....  | 68        |
| 8.8.       | Estados de Resultados Proyectados .....                                    | 69        |
| <b>9.</b>  | <b>Proyección de Flujos de Caja Libre .....</b>                            | <b>70</b> |
| 9.1.       | Ajuste de Estados de Resultados .....                                      | 70        |
| 9.2.       | Estimación de Inversión en Reposición .....                                | 72        |
| 9.3.       | Estimación de Nuevas Inversiones (Activo Fijo).....                        | 72        |
| 9.4.       | Estimación de Inversión en Capital de Trabajo .....                        | 74        |
| 9.5.       | Flujo de Caja Libre (FCL).....   | 75        |
| <b>10.</b> | <b>Valoración Económica de Entel y de su Precio de Acción.....</b>         | <b>76</b> |
| 10.1.      | Exceso (Déficit) de Capital de Trabajo.....                                | 76        |
| 10.2.      | Activos Prescindibles .....  | 76        |
| 10.3.      | Valor de los Activos Operacionales .....                                   | 76        |
| 10.4.      | Deuda Financiera .....   | 78        |
| 10.5.      | Valor Patrimonio Económico y Precio de la Acción de Entel.....             | 78        |
| <b>11.</b> | <b>Conclusiones.....</b>   | <b>80</b> |
| <b>12.</b> | <b>Bibliografía.....</b>   | <b>81</b> |
| <b>13.</b> | <b>Anexos .....</b>  | <b>83</b> |
| 13.1.      | Balances Generales Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019 .....        | 83        |
| 13.2.      | Estados de Resultados Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019.....      | 85        |
| 13.3.      | Estados de Resultados segmento Perú años 2015 al 30 de junio de 2019 ..... | 86        |

## Índice de Tablas

|   |    |
|---|----|
| Tabla 1: Datos de la Empresa.....   | 16 |
| Tabla 2: 12 Mayores Accionistas Entel.....  | 23 |
| Tabla 3: Ficha América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro).....                          | 29 |
| Tabla 4: Ventas América Móvil S.A.B: de C.V. (Claro) Jun-19.....                  | 29 |
| Tabla 5: Ficha Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar).....                      | 30 |
| Tabla 6: Ventas Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar) Jun-19.....              | 31 |
| Tabla 7: Ficha Liberty Latin América (VTR).....                                   | 31 |
| Tabla 8: Ventas Liberty Latin América (VTR) Jun-19.....                           | 32 |
| Tabla 9: Ficha American Telephone and Telegraph (AT&T Inc.).....                  | 33 |
| Tabla 10: Ventas AT&T Inc. Jun-19.....  | 33 |
| Tabla 11: Bonos Emitidos por Entel Vigentes a Jun-19.....                         | 35 |
| Tabla 12: Pasivos Financieros de Entel Jun-19.....                                | 36 |
| Tabla 13: Evolución Composición Deuda Financiera Entel.....                       | 37 |
| Tabla 14: Resumen Evolución Deuda Financiera Entel.....                           | 37 |
| Tabla 15: Evolución Acciones y Patrimonio Económico Entel.....                    | 38 |
| Tabla 16: Resumen Patrimonio Económico Entel.....                                 | 38 |
| Tabla 17: Evolución Valor Total Activos Entel.....                                | 38 |
| Tabla 18: Evolución Estructura Capital Objetivo de Entel.....                     | 38 |
| Tabla 19: Parámetros Obtenidos en las Regresiones.....                            | 39 |
| Tabla 20: Significancia Betas y Presencia Bursátil.....                           | 40 |
| Tabla 21: Tasas de Impuestos Corporativos Chile y Perú entre 2017 y Jun-19.....   | 42 |
| Tabla 22: Estados de Resultados Entel 2015 - Jun-19.....                          | 46 |
| Tabla 23: Crecimiento Ventas Entel 2015 - Jun-19.....                             | 47 |
| Tabla 24: Crecimiento ventas Entel 2015 - Jun-19.....                             | 47 |
| Tabla 25: Comparativo Ventas Actores Industria Telecomunicaciones.....            | 48 |
| Tabla 26: Variaciones Reales Ingresos Actores Industria Telecomunicaciones.....   | 48 |
| Tabla 27: Variaciones Interanuales de Servicios Industria Telecomunicaciones..... | 48 |
| Tabla 28: Crecimientos Proyectados Actores Industria Telecomunicaciones.....      | 52 |
| Tabla 29: Variación Proyectada Ventas (Entidades Financieras).....                | 52 |
| Tabla 30: Variación Proyectada EBIT (Entidades Financieras).....                  | 52 |
| Tabla 31: Variación Proyectada EBITDA (Entidades Financieras).....                | 52 |
| Tabla 32: Variación Proyectada Margen Neto (Entidades Financieras).....           | 53 |
| Tabla 33: Datos PIB Chile.....  | 53 |
| Tabla 34: Proyección PIB Chile en Distintos Escenarios.....                       | 54 |
| Tabla 35: Proyecciones PIB Perú.....  | 54 |
| Tabla 36: Prueba Retrospectiva Proyecciones PIB Perú.....                         | 55 |
| Tabla 37: Costos de Operación Entel.....  | 55 |
| Tabla 38: Cuentas No Operacionales Entel.....                                     | 57 |
| Tabla 39: Clasificación de Activos (Operacionales / No Operacionales).....        | 58 |
| Tabla 40: Proyección de Ingresos Operacionales Entel.....                         | 61 |
| Tabla 41: Benchmark Proyección Variación Ventas Reales.....                       | 63 |
| Tabla 42: Ingresos Proyectados Entel.....   | 63 |
| Tabla 43: Gastos y Costos Proyectados Entel.....                                  | 65 |
| Tabla 44: Ganancias Operacionales Proyectadas Entel.....                          | 66 |

|  |    |
|--|----|
| Tabla 45: Benchmark Márgenes EBIT .....  | 66 |
| Tabla 46: Benchmark Márgenes EBITDA .....                                      | 66 |
| Tabla 47: Proyección Resultado No Operacional Entel .....                      | 67 |
| Tabla 48: Ganancias Antes de Impuestos Entel .....                             | 67 |
| Tabla 49: Pago de Impuestos Proyectados Entel.....                             | 68 |
| Tabla 50: Ganancia y Márgenes Netos Proyectados Entel.....                     | 68 |
| Tabla 51: Benchmark Margen Neto Proyectado .....                               | 68 |
| Tabla 52: Estados de Resultados Proyectados Entel .....                        | 69 |
| Tabla 53: Proyección Flujo de Caja Libre Entel .....                           | 70 |
| Tabla 54: Ajustes Realizados a Estados de Resultados Entel .....               | 71 |
| Tabla 55: Antecedentes Estimación Inversión en Reposición Entel.....           | 72 |
| Tabla 56: Estimación Inversión en Reposición Entel .....                       | 72 |
| Tabla 57: Antecedentes Estimación Nuevas Inversiones (Activo Fijo) Entel ..... | 72 |
| Tabla 58: Estimación Nuevas Inversiones (Activo Fijo) Entel.....               | 73 |
| Tabla 59: Estimación Inversión en Reposición y Activo Fijo Entel.....          | 73 |
| Tabla 60: Benchmark con CAPEX Entidades Financieras.....                       | 73 |
| Tabla 61: Estimación Capital de Trabajo (CTON y RCTON) Entel.....              | 74 |
| Tabla 62: Estimación Inversión en Capital de Trabajo Entel.....                | 75 |
| Tabla 63: Estimación Flujo de Caja Libre Entel .....                           | 75 |
| Tabla 64: Activos Prescindibles Entel.....                                     | 76 |
| Tabla 65: Flujo de Caja Total Proyectado Entel.....                            | 77 |
| Tabla 66: Valor Patrimonio Económico y Precio de la Acción de Entel .....      | 79 |

## Índice de Ilustraciones

|  |    |
|--|----|
| Ilustración 1: Líneas Fijas por Empresa y Participación de Mercado .....                         | 24 |
| Ilustración 2: Detalle de Líneas fijas por Empresa y Participación de Mercado .....              | 24 |
| Ilustración 3: Abonados Móviles, % Participación de Mercado a Jun-19.....                        | 25 |
| Ilustración 4: Telefonía Móvil, Abonados por Empresa y Participación de Mercado .....            | 26 |
| Ilustración 5: Participación de Mercado Conexiones 4G a Jun-19.....                              | 26 |
| Ilustración 6: Internet Móvil Conexiones 3G y 4G por Empresa y Participación de Mercado .....    | 27 |
| Ilustración 7: Ingresos de Entel a Jun-19 .....  | 28 |
| Ilustración 8: Ingresos por Líneas de Negocios América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro) Jun-19 ..... | 29 |
| Ilustración 9: Ingresos por Líneas de Negocios Telefónica Móviles Chile S.A. Jun-19.....         | 30 |
| Ilustración 10: Ingresos por Líneas de Negocios Liberty Latin America (VTR) Jun-19 .....         | 32 |
| Ilustración 11: Ingresos por Líneas de Negocios AT&T Inc. Jun-19.....                            | 33 |
| Ilustración 12: Evolución Abonados Telefonía Móvil Jun-19.....                                   | 49 |
| Ilustración 13: Evolución Accesos a Internet Jun-19.....   | 49 |
| Ilustración 14: Evolución Suscriptores Televisión Pagada Jun-19.....                             | 50 |
| Ilustración 15: Evolución Tráficos de Voz Jun-19.....  | 50 |
| Ilustración 16: Evolución Tráficos de Internet Jun-19 .....                                      | 51 |

## 1. Resumen Ejecutivo

La presente tesis tiene el objetivo de determinar el precio de la acción de la Empresa de Telecomunicaciones Entel S.A. utilizando la metodología de Flujo de Caja Descontado (FCD), para valorizar la empresa al 30 de junio de 2019.

Una vez explicado el contexto metodológico, se describe la empresa, su propiedad, filiales y la industria en la que está inserta. Se definen la estructura de financiamiento y capital objetivo de la empresa, calculándose, además, la tasa de Costo de Capital (WACC 4,75%) en base a supuestos e información de mercado relevante y disponible al 30 de junio de 2019.

En base al análisis operacional del negocio y las perspectivas de la industria, se proyectan los Estados de Resultados de Entel S.A. desde el segundo semestre del año 2019. Luego, estableciendo nuevos supuestos asociados a las inversiones en reposición, activo fijo y capital de trabajo, se determina el Flujo de Caja Libre.

Para realizar la valoración económica de Entel mediante FCD, se deben determinar el valor de los activos operacionales (incluye valor terminal), el exceso o déficit de capital de trabajo y los activos prescindibles. Al 30 de junio de 2019 el valor de los activos operacionales fue de UF 130.104.435, al cual se le suman el exceso de capital de trabajo (UF 1.997.617) y los activos prescindibles (UF 1.248.975), alcanzando un valor total de activos de UF 133.351.027. Al descontarle la deuda financiera se obtuvo un patrimonio económico de UF 67.645.391. Las acciones en circulación a la misma fecha eran 302.017.113, resultando un precio de la acción de \$ 6.249,7. Al cierre de junio 2019 las acciones se transaron a \$ 6.900,2, un 9,43% más (\$ 650,5), por lo que se estima una sobrevaloración de la acción por parte del mercado.

## **2. Metodología**

### **2.1. 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 fondos<sup>1</sup>. 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 comparables<sup>2</sup>.

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.

---

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

<sup>2</sup> Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

## 2.2. 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 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  $\text{DPA}_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

## 2.3. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración,

---

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

porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>4</sup>

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

---

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

proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

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

#### **2.4. 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 ellos<sup>5</sup>:

#### 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 m<sup>2</sup> construido en retail)

---

<sup>5</sup> Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

### 3. Descripción de la Empresa e Industria

#### Tipo de Operación

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones es una empresa que se fundó en Chile el 31 de agosto de 1964 inicialmente como una entidad estatal hasta que se privatizó completamente en 1992. Hoy día es una de las empresas de telecomunicaciones más grandes de Chile, con presencia en servicios de tecnologías de la información, telefonía celular y fija, entre otros. Presta servicios móviles, de internet, telefonía y datos, ofreciendo además arriendo de redes para mercados mayoristas. Las ventas las constituyen principalmente los negocios de telecomunicaciones móviles, que incluyen voz, banda ancha móvil, datos y servicios de valor agregado. Opera en Perú a través de tres sociedades, Entel Perú desde 2013, Americatel Perú S.A. y Servicios de Call Center Perú S.A. que están orientadas a servicios de telefonía móvil, de red fija y *call center* respectivamente. La operación es controlada por Inversiones Altel Limitada filial del conglomerado Inversiones Almendral la cual es controlada por el Grupo Matte.

#### Perfil de la Empresa

Tabla 1: Datos de la Empresa

|                     |  |
|---------------------|--|
| <b>Razón Social</b> | <b>Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.</b> |
| <b>RUT</b>          | 92.580.000 – 7                                     |
| <b>Nemotécnico</b>  | ENTEL  |
| <b>Industria</b>    | Telecomunicaciones                                 |

La empresa de Telecomunicaciones Entel S.A. es una empresa que se constituyó como una sociedad Anónima Abierta que es fiscalizada por la Comisión para el Mercado Financiero<sup>6</sup>. Tiene acciones las que transa en el mercado nacional (IPSA), además ha emitido instrumentos de deuda, Bonos en Chile y en Estados Unidos (extranjero). Durante el año 2013 la empresa inició sus operaciones en Perú con la compra de Nextel

---

<sup>6</sup> Ente regulador que agrupa a la ex Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y a la ex Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

del Perú S.A. en un 90% a través de Entel Chile S.A. y 10% con su filial de Entel Inversiones S.A. En el año 2014 lanzó al mercado la marca Entel Perú, desde entonces la empresa compete en el segmento de servicios móviles en la industria de telecomunicaciones peruana.

Las empresas del grupo proveen servicios de telecomunicaciones móviles, voz, valor agregado, datos, banda ancha e Internet móvil. Además de servicios de red fija, que entregan 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.

En Chile se llevan a cabo las actividades antes descritas, en el extranjero opera a través de tres sociedades ubicadas en Perú, las que están orientadas a entregar servicios de red fija, *call center* y servicios de telefonía móvil.

## **Regulación**

Entel está bajo la supervisión de los siguientes entes reguladores:

- Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL): encargada de fiscalizar la Ley que rige a las empresas que proveen servicios de Telecomunicaciones.
- Ministerio de Economía, Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones: fijan las normas que rigen el sistema tarifario de las empresas del rubro.
- Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC): se encargan de mantener la competitividad del sector, con el objetivo de prevenir, corregir y sancionar los atentados a la libre competencia que puedan existir como situaciones de tarifas monopólicas, pueden pronunciarse sobre fusiones o adquisiciones de empresas del sector.
- Comisión para el Mercado Financiero (CMF): la empresa tiene que entregar información financiera fidedigna ya que es supervisada por ser una sociedad anónima (S.A.) y por emitir valores de oferta pública.

- Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC): Se pronuncia sobre cobros que atentan contra el consumidor aplicando medidas compensatorias para los involucrados.

## **Descripción de la Industria**

La empresa está inserta en un sector de la economía que tiene gran actividad, con servicios que están presentes en todos los rubros de la economía. El grupo Entel se desempeña en un mercado altamente competitivo con un continuo cambio tecnológico en las diversas líneas de servicios que ofrece. Dentro de un mercado más maduro, la empresa tiene un mayor valor en la evolución de los clientes de telefonía móvil, profundizando en la penetración de datos móviles por fuertes niveles de reconocimiento de marca, una infraestructura con experiencia multicanal al cliente, la consolidación de la oferta de los planes de datos, y con un importante liderazgo en la participación de los ingresos en la industria. Entel sigue invirtiendo en la transformación digital para mejorar la experiencia de clientes y aumentar las eficiencias en la operación., está comprometida con un modelo de negocio basado en dar una alta calidad en los servicios, contar con una buena infraestructura de red y con un alto grado de innovación.

La industria de Telecomunicaciones está marcada por una fuerte competencia con alto nivel de penetración en Chile y en Perú. Los ingresos provenientes de los servicios de telefonía móvil se han ajustado significativamente debido a la implementación de fuertes estrategias comerciales dando mayores servicios asociados a costos menores para los usuarios. La creciente demanda por servicios móviles, asociadas a la entrada de nuevos operadores móviles, ha incrementado el ambiente competitivo de la industria chilena de telecomunicaciones.

La portabilidad numérica produjo una alta migración de clientes entre las compañías competidoras, por lo que mantener una base de clientes estables, sin perder la participación de mercado y protegiendo la generación de flujos es un gran desafío para las empresas en esta Industria. Existe una alta competencia y desarrollo de tecnologías que requieren de altas inversiones en innovación tecnológica (fibra óptica y desarrollo

de redes) para poder dar un buen servicio a los clientes. Es altamente intensiva en el uso de CAPEX (*Capital Expenditure*), con el objetivo de tener redes e infraestructuras que le permita responder oportunamente a los cambios tecnológicos permanentes para lograr mantener su posición competitiva.

El desarrollo futuro de la industria provendrá de aspectos como la red 5G, que junto a la fibra óptica están a la espera de la regulación por parte de las entidades correspondientes. La definición de las opciones para la banda en la que se desarrollará la red 5G y la cantidad de espectro a la cual las compañías podrán acceder se han entrampado en disputas legales que han llegado hasta el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC), el Tribunal Constitucional (TC) y la Corte Suprema. Se espera una futura licitación para el despliegue de esta tecnología.

Entel es un operador consolidado dentro de la industria local, lo que ha requerido avanzar en infraestructura tecnológica para poder asegurar una buena calidad de servicio a sus clientes. La compañía destaca como la primera en habilitar una red 4G con tecnología LTE - *Advanced Carrier Aggregation* (CA) en la banda 700 MHz en Chile.

En armonía con la constante innovación que es requerida en la industria en que ésta inserta, Entel inició el despliegue de fibra óptica en la Región Metropolitana durante el último trimestre de 2017, entregando a través de esta red servicios de internet de alta velocidad, televisión (IPTV) y telefonía fija. Actualmente, Entel está trabajando con Ericsson, con la finalidad de desarrollar las pruebas de diseño necesarias para la próxima puesta en marcha de la tecnología 5G en Chile.

## **Propiedad**

Entel S.A. se creó como una empresa estatal en 1964, entre los años 1986 y 1992 la empresa vivió un proceso de privatización. En la actualidad se encuentra controlada por los grupos Matte, Fernández León, Hurtado Vicuña, Consorcio, Izquierdo y Gianoli, mediante un pacto de actuación conjunta materializado a través de Almendral S.A.

Inversiones Altel Limitada es la que tiene el mayor porcentaje de participación en la propiedad de Entel S.A. con el 54,86%. El porcentaje restante de propiedad se compone por inversionistas institucionales, corredoras de bolsa por cuenta de sus clientes y por otros inversionistas minoritarios.

### **3.1. Filiales**

**Entel PCS Telecomunicaciones S.A.:** Entel Comercial S.A. es una sociedad que desarrolla su negocio a través de la comercialización de tarjetas de servicios telefónicos y medios de recarga prepagados. Los principales accionistas de la Sociedad son Entel PCS Telecomunicaciones S.A., con un 99% de las acciones y Entel Inversiones S.A. con un 1% de las acciones.

**Entel Comercial S.A.:** Entel Comercial S.A. es una sociedad que desarrolla su negocio a través de la comercialización de tarjetas de servicios telefónicos y medios de recarga prepagados. Los principales accionistas de la sociedad son Entel PCS Telecomunicaciones S.A., con un 99% de las acciones y Entel Inversiones S.A. con un 1% de las acciones.

**Entel Inversiones S.A.:** Esta filial tiene el objetivo de invertir en toda clase de bienes muebles e inmuebles, participación en sociedades directa o por intermedio de otras sociedades de toda clase de negocios que estén o no relacionados con las telecomunicaciones.

**Entel Servicios Telefónicos S.A.:** Tiene como objetivo prestar servicios de telecomunicaciones, comercialización, distribución y representación de equipos y de cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

**Entel Call Center S.A.:** La sociedad tiene por objetivo desarrollar, instalar, operar y explotar diversas plataformas de medios de telecomunicaciones, propios o de terceros, para prestar por si misma o a través de otras empresas, servicios de telemarketing, comercialización de bienes y servicios, atención a clientes en cualquiera de sus formas,

o toda otra prestación de servicios que se pueda realizar a través de operadoras o de medios automáticos de telecomunicaciones o internet, o desarrollar cualquiera actividad o prestación de servicios por medio de equipos de instalaciones de telecomunicaciones atendidos por operadoras en forma automática.

**Entel Telefonía Local S.A.:** El objetivo social es instalación, operación, explotación, comercialización y prestación de toda clase de servicios públicos, limitados y complementarios de telecomunicaciones. Durante el año 1.994 se le otorgó la concesión por 30 años de Servicio Público Telefónico para que instale, opere y explote un sistema telefónico fijo local. En el año 2.001 se le entregó la concesión de Servicio Público Telefónico Local Inalámbrico, por el cual autorizó a instalar, operar y explotar un sistema en la banda de frecuencias 3.400–3.700 MHz, (Wireless Local Loop WLL) para la Región Metropolitana. Estos y otros decretos le han permitido extender esta Concesión de Servicio Público a la totalidad de las regiones del país.

**Micarrier Telecomunicaciones S.A.:** Tiene por objetivo instalar, explorar, operar y prestar servicios de telecomunicaciones públicos y privados, en el país y en el extranjero, directamente o por intermedio de otras personas.

**Entel Contact Center S.A.:** El objetivo es entregar servicio de telefonía, transmisión de datos (nacional e internacional) de alta o baja velocidad utilizando tecnología satelital. Servicio orientado a empresas que necesitan ofrecer una atención personalizada a sus clientes.

**Entel Servicios Empresariales S.A.:** Entrega servicios de análisis, diseño, desarrollo, operación y mantención de software. Presta servicios de asesoría y asistencia técnica; servicios de administración de sistemas, infraestructura y procesos de negocios; comercio electrónico, transacciones comerciales y contables. Representa proveedores nacionales y extranjeros de software, hardware y de tecnologías de la información y plataformas tecnológicas.

**Sociedad de Telecomunicaciones Instabeep Ltda.:** Empresa Radiocomunicaciones Insta Beep Ltda. es una sociedad que desarrolla su negocio a través de la prestación de servicios de equipos busca personas o dispositivos localizados de radio mensajería.

**Transam Comunicación S.A.:** Presta servicios de comunicación inalámbrica de larga distancia (a través de Will S.A.), como servicios nacionales e internacionales de marcación y teléfono.

**Will S.A.:** El objetivo es prestar servicios de telefonía local inalámbrica y de transmisión de datos.

**Americatel Perú S.A.:** Entrega servicios de internet y larga distancia, telefonía fija y transmisión de datos, principalmente focalizada en pequeñas y medianas empresas en Perú, enfocada en servicios de outsourcing TI. En el segmento de personas provee enlaces de datos, acceso a internet y servicios de datacenter.

**Entel Perú:** Es una filial perteneciente al grupo Entel Chile, desde su lanzamiento en octubre de 2014 a diciembre de 2015, logró atraer más del 10% del mercado peruano con 4 millones de clientes y se ha posicionado como el operador líder de portabilidad. El objetivo es prestar servicios de telecomunicaciones inalámbricos que incluyen servicio digital móvil telefónico, Nextel Direct Connect, de internet, móviles y de mensajería, correo electrónico, Java y capacidad de Roaming internacional. Además, entrega servicios de tecnología 3G.

**Direcnet S.A. C.:** Brinda servicios como portador local de internet.

**Eusa Wholesale Inc.:** El objetivo que tiene es realizar inversiones en el extranjero, que sean consideradas estratégicas para Entel.

**Entel Internacional B.V.I. Corp.:** Se constituyó como corporación en febrero de 1993, en Tórtola, Islas Vírgenes Británicas. El objetivo es realizar inversiones en el extranjero para adquirir en nombre de la Sociedad o de la persona designada, acciones, títulos,

debentures, acciones no redimibles, bonos, pagarés, obligaciones, inversiones, o valores que sean consideradas estratégicas por Entel. Desarrollar actividades comerciales en calidad de capitalista, financista, concesionaria y comerciante y encargarse de desarrollar y ejecutar cualquier otro negocio que pudiera ser conveniente para la sociedad.

### 3.2. Principales Accionistas

Los 12 mayores accionistas al 30 de junio de 2019 son:

Tabla 2: 12 Mayores Accionistas Entel

| PRINCIPALES ACCIONISTAS                                    | % PROPIEDAD |
|--|-------------|
| INV ALTEL LTDA   | 54,86%      |
| BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES        | 5,70%       |
| BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS | 5,49%       |
| BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS              | 3,46%       |
| AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C                         | 2,39%       |
| AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C                       | 1,91%       |
| AFP HABITAT S A FONDO TIPO B                               | 1,54%       |
| AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION B                       | 1,34%       |
| AFP CUPRUM S A PARA FDO PENSION C                          | 1,11%       |
| AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO C                    | 1,11%       |
| AFP HABITAT S A FONDO TIPO A                               | 1,08%       |
| AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B                    | 1,01%       |

Fuente: CMF

### Información de la competencia

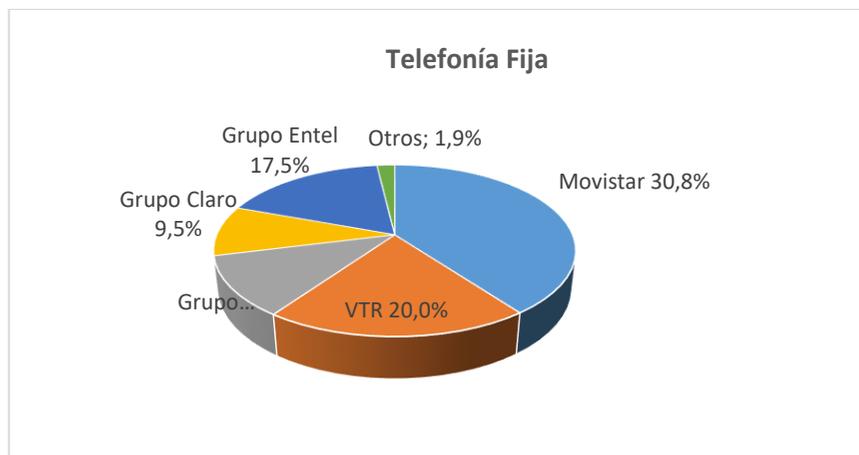
De acuerdo con la información entregada por la SUBTEL que es el organismo regulador de las empresas de telecomunicaciones en Chile, Entel ha mantenido una participación relevante en la industria chilena, destacándose los segmentos de telefonía fija con una participación de mercado a junio 2019 de 17,5%, telefonía móvil con 32,3% e internet móvil (conexiones 3G y 4G) con un 33,0%.

Entel es líder en infraestructura de redes en Chile, lo que le permite operar con ventaja competitiva respecto a otros operadores móviles. Esto se puede observar en la participación de mercado que la empresa mantiene en sus principales líneas de negocios.

## Telefonía Fija

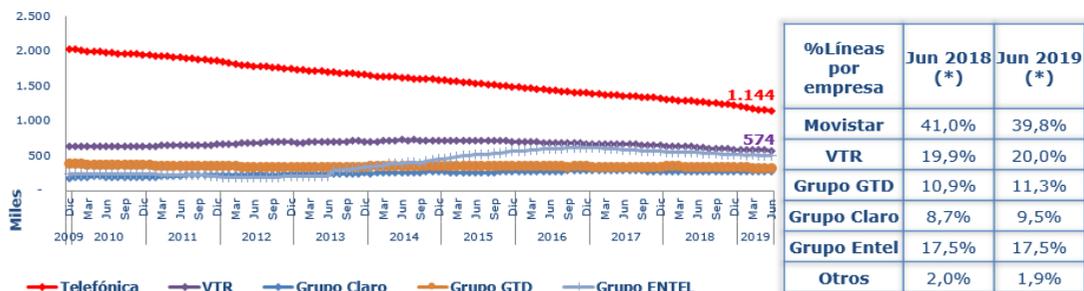
Los datos publicados por la SUBTEL a junio 2019 muestran que la Telefonía Fija de Entel comenzó a declinar el año 2016. Las líneas disminuyeron en un 7,5% durante los últimos 12 meses. La mayor participación de mercado la tiene Movistar con un 39,8%, seguido de VTR con un 20% y Entel ocupa el tercer lugar con un 17,5% a junio 2019.

Ilustración 1: Líneas Fijas por Empresa y Participación de Mercado



Fuente: SUBTEL

Ilustración 2: Detalle de Líneas fijas por Empresa y Participación de Mercado

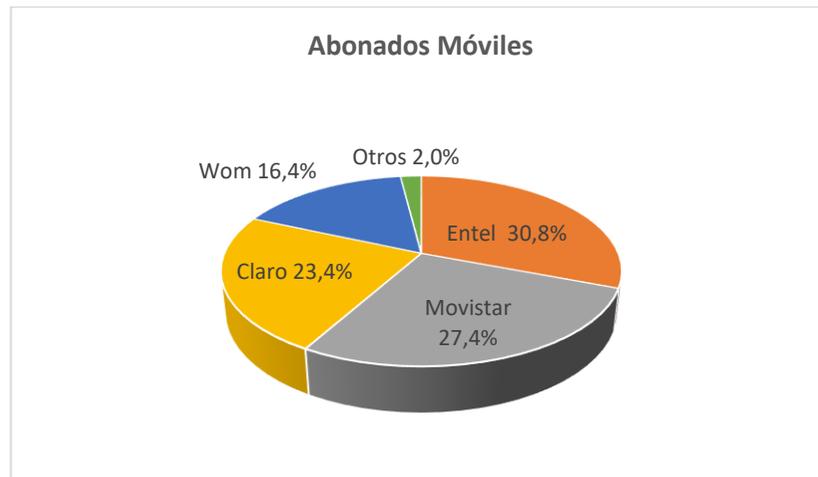


Fuente: SUBTEL

## Telefonía Móvil

Los principales competidores en la Industria para Entel son Movistar, Claro y WOM; este último ha destacado por su rápido crecimiento en la telefonía móvil. De acuerdo con las cifras de abonados móviles publicadas por la SUBTEL a junio 2019:

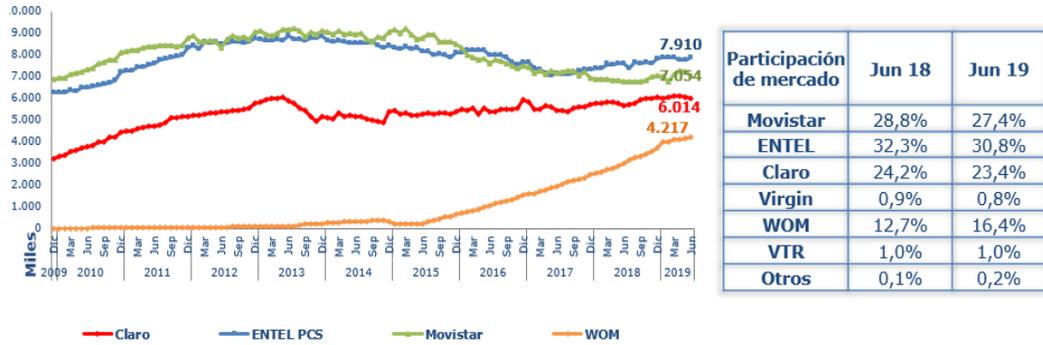
Ilustración 3: Abonados Móviles, % Participación de Mercado a Jun-19



Fuente: SUBTEL

La generación de ingresos de la compañía se explica principalmente por el segmento de negocio de la telefonía móvil, en la que se tienen los siguientes datos de abonados a junio 2019 de acuerdo con la SUBTEL: los tres principales operadores (Entel, Movistar y Claro) tienen el 81,6 % de este mercado, mientras que los otros participantes alcanzan el 18,4%, en el que se destaca a WOM con el mayor crecimiento en los últimos 12 meses.

Ilustración 4: Telefonía Móvil, Abonados por Empresa y Participación de Mercado

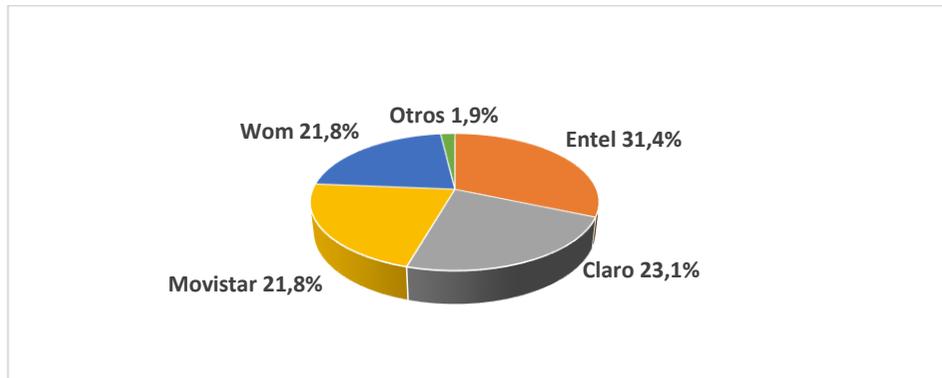


Fuente: SUBTEL

### Conexiones 4G

Los accesos 4G de acuerdo con lo informado por la SUBTEL a junio 2019 alcanzaron los 15,9 millones de conexiones, con un crecimiento de 21,5% en los últimos 12 meses. De los cuales 2,8 millones corresponden a nuevos accesos del último año. Actualmente representan el 85,3% de los accesos de internet móvil. La tecnología está sustituyendo a los accesos 3G, los que decrecieron un 36,9% respecto del año anterior.

Ilustración 5: Participación de Mercado Conexiones 4G a Jun-19



Fuente: SUBTEL

En Conexiones 3G y 4G, Entel creció un 4,1% en los últimos 12 meses y Claro un 11,9%, mientras Movistar bajó un 10,9%. Además, en este segmento destaca el crecimiento de WOM con un 34,7% en los últimos 12 meses.

Ilustración 6: Internet Móvil Conexiones 3G y 4G por Empresa y Participación de Mercado



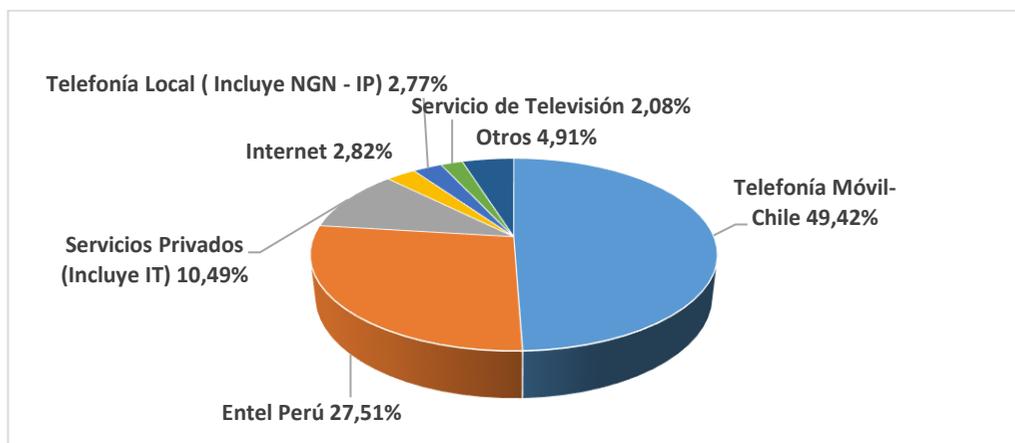
Fuente: SUBTEL

### Ingresos de la compañía

En Chile y en Perú los ingresos móviles son la principal fuente que generan los ingresos de la empresa. La mayor parte de las ventas se deben a la telefonía móvil, que incluyen servicios de voz, banda ancha móvil, datos y servicios de valor agregado.

Entel continúa con una sólida evolución de los clientes de telefonía móvil de alto valor, a pesar de estar inserta en una industria de mayor madurez altamente competitiva. En Perú la empresa tiene una marca que está bien posicionada y se ha enfocado en la ampliación de la oferta comercial para los diversos segmentos del mercado. Incorporando financiamiento en la venta de equipos de post pago, y mejoras en sus canales de distribución que incluyen soluciones digitales.

Ilustración 7: Ingresos de Entel a Jun-19



Fuente: Elaboración Propia

Una buena forma de enfrentar el alto dinamismo de los servicios móviles es potenciar el segmento de servicio corporativos asociados a TI, debido a la alta competencia existente en el sector. El desarrollo del segmento corporativo es consistente con los altos niveles de inversiones en infraestructura de red, que son necesarios para mantener un posicionamiento de mercado en la industria de telecomunicaciones. El CAPEX de las compañías del sector durante los últimos años se ha enfocado en redes de fibra óptica potenciando los requerimientos del segmento corporativo considerando que la transformación digital necesita de alta capacidad de transmisión y velocidad.

### 3.3. Empresas Comparables

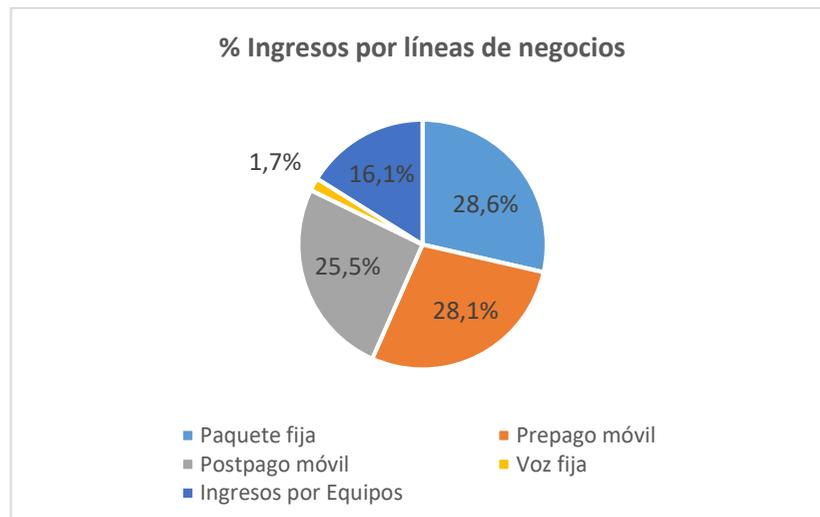
**América Móvil S.A.B de C.V. (Claro):** Compañía mexicana líder en el sector de telecomunicaciones móviles de Latinoamérica (en 25 países). Entrega servicios de telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión. Las subsidiarias más importantes de la Compañía están ubicadas en México y Brasil, en donde cuenta con las mayores participaciones de mercado. En Chile opera a través de Claro Chile S.A.

Tabla 3: Ficha América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro)

|  |   |
|--|---|
| <b>Nombre de la Empresa</b>                          | <b>América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro)</b>   |
| <b>Ticker o Nemotécnico</b>                          | AMX   |
| <b>Clase de Acción</b>                               | AMX A: Serie A<br>AMX L: Serie L  |
| <b>Derechos de cada Clase</b>                        | Acciones comunes: Serie A<br>Acciones de voto limitado (preferentes): Serie L                               |
| <b>Mercado donde Transa sus acciones</b>             | BMV (Bolsa Mexicana de Valores): AMX A y AMX L<br>NYSE (New York Stock Exchange): ADS Serie A y ADS Serie L |
| <b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b> | Industria Telecomunicaciones  |

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 8: Ingresos por Líneas de Negocios América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro) Jun-19



Fuente: SUBTEL

Tabla 4: Ventas América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro) Jun-19

| Ventas                  | UF Jun-19          | Part        |
|-------------------------|--------------------|-------------|
| Paquete fija            | 178.761.445        | 28,55%      |
| Prepago móvil           | 175.874.507        | 28,09%      |
| Postpago móvil          | 159.861.769        | 25,53%      |
| Ingresos por Equipos    | 101.082.952        | 16,15%      |
| Voz fija                | 10.500.078         | 1,68%       |
| <b>Ingresos Totales</b> | <b>626.080.751</b> | <b>100%</b> |

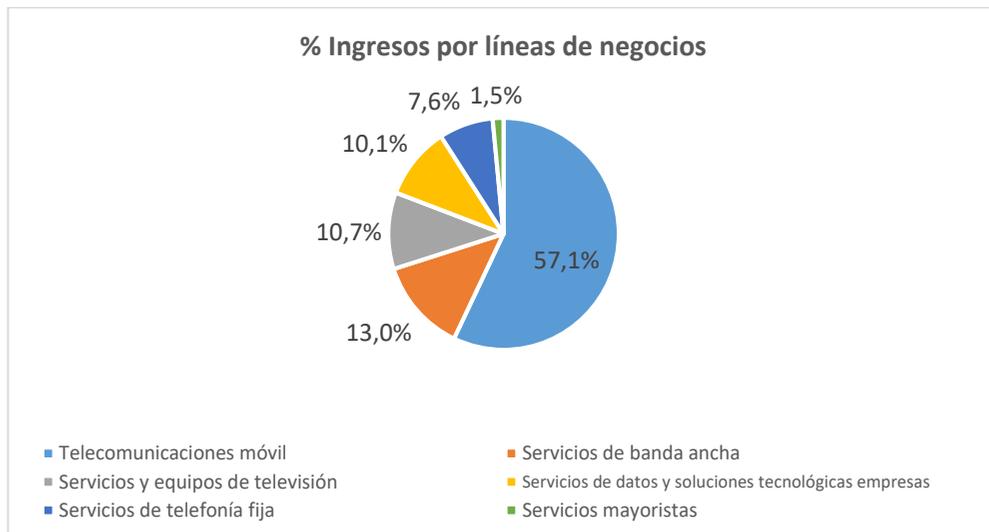
Fuente: Reporte Financiero junio 2019

**Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar):** Telefónica Móviles Chile S.A. forma parte del Grupo Telefónica, donde su accionista mayoritario, Inversiones Telefónica Internacional Holding S.A., es subsidiaria indirecta de Telefónica S.A. (actividades en España). Se dedica a la explotación de concesiones de servicio público de telefonía, a la realización de servicios de telecomunicaciones (fijas y móviles), compra y venta de toda clase de artículos y productos del área de comunicaciones; ofrece a terceros servicios de procesamiento de datos; realiza actividades de Investigación y Desarrollo en el campo de las telecomunicaciones. Dueño de la marca Movistar.

Tabla 5: Ficha Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar)

| Nombre de la Empresa              | Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar)  |
|-----------------------------------|---|
| Ticker o Nemotécnico              | CTC (acción referida a Telefónica Chile S.A., que no contabiliza ventas móviles en sus estados financieros) |
| Clase de Acción                   | Serie única<br>Acciones comunes   |
| Mercado donde Transa sus acciones | Bolsa de Santiago   |
| Sector e Industria                | Industria Telecomunicaciones  |

Ilustración 9: Ingresos por Líneas de Negocios Telefónica Móviles Chile S.A. Jun-19



Fuente: SUBTEL

Tabla 6: Ventas Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar) Jun-19

| Ventas                                   | UF Jun-19         | Part        |
|--|-------------------|-------------|
| Telecomunicaciones móvil                 | 15.371.607        | 57,07%      |
| Serv. de banda ancha                     | 3.507.996         | 13,02%      |
| Serv. y equipos de televisión            | 2.879.304         | 10,69%      |
| Serv. de datos y soluciones tecnológicas | 2.716.271         | 10,09%      |
| Serv. de telefonía fija                  | 2.049.337         | 7,61%       |
| Serv. mayoristas                         | 408.913           | 1,52%       |
| <b>Total</b>                             | <b>26.933.429</b> | <b>100%</b> |

Fuente: Análisis Razonado junio 2019

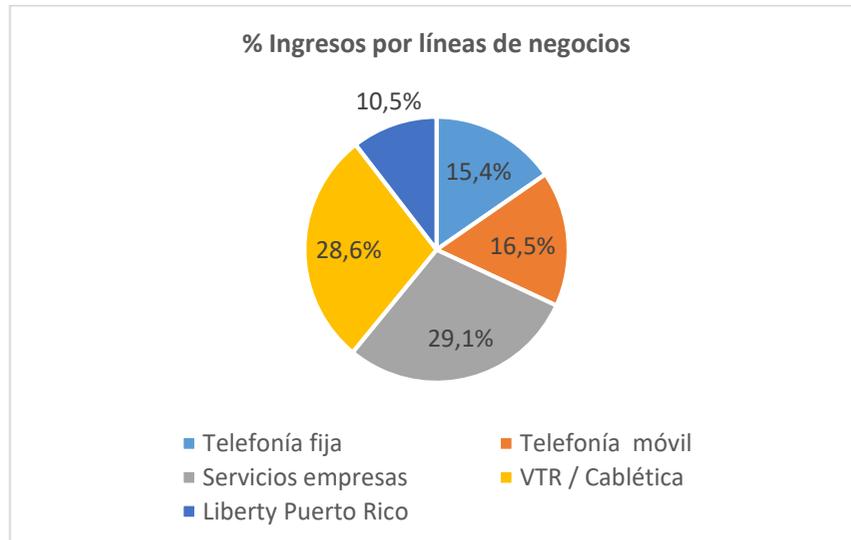
**Liberty Latin América (VTR):** Compañía de telecomunicaciones líder que opera en más de 20 países en América Latina y el Caribe bajo las marcas VTR (Chile), Flow, Liberty, Más Móvil y BTC. Sus servicios de comunicaciones y entretenimiento para clientes residenciales y comerciales incluyen combinaciones de servicios "triple *play*" y "juegos cuádruples" compuestos por video digital, internet de banda ancha, telefonía y servicios móviles. Sus productos y servicios comerciales incluyen conectividad de nivel empresarial, centro de datos, *hosting*, soluciones administradas, y soluciones de tecnología de la información para pequeñas y medianas empresas, empresas internacionales y agencias gubernamentales. Además, opera una red de cable de fibra óptica submarino y terrestre que conecta más de 40 mercados en la región.

Tabla 7: Ficha Liberty Latin América (VTR)

|  |                                    |
|--|------------------------------------|
| <b>Nombre de la Empresa</b>                          | <b>Liberty Latin América (VTR)</b> |
| <b>Ticker o Nemotécnico</b>                          | LILA / LILAK / LILAB               |
| <b>Clase de Acción</b>                               | LILA: Clase A                      |
|  | LILAK: Clase C                     |
|  | LILAB: Clase B                     |
| <b>Derechos de cada Clase</b>                        | Todas acciones comunes             |
| <b>Mercado donde Transa sus acciones</b>             | NASDAQ: LILA y LILAK               |
|  | OTC Link: LILAB                    |
| <b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b> | Industria Telecomunicaciones       |

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 10: Ingresos por Líneas de Negocios Liberty Latin America (VTR) Jun-19



Fuente: Elaboración propia

Tabla 8: Ventas Liberty Latin América (VTR) Jun-19

| Ventas              | UF Jun-19         | Part        |
|---------------------|-------------------|-------------|
| Servicios empresas  | 13.663.814        | 29,06%      |
| VTR / Cablética     | 13.425.038        | 28,55%      |
| Telefonía móvil     | 7.755.335         | 16,49%      |
| Telefonía fija      | 7.243.673         | 15,41%      |
| Liberty Puerto Rico | 4.931.448         | 10,49%      |
| <b>Total</b>        | <b>47.019.307</b> | <b>100%</b> |

Fuente: Earnings Release Jun-19

**American Telephone and Telegraph (AT&T Inc.):** Es una multinacional estadounidense, conglomerado de empresas y sociedad *holding*, que a través de sus subsidiarias y filiales proporciona servicios de telefonía local, de larga distancia, comunicación inalámbrica y de datos, acceso y mensajería de internet, televisión IP y satelital, y servicios de seguridad equipos de telecomunicaciones. Es el mayor proveedor de servicios de telefonía móvil y fija en los Estados Unidos (a través de AT&T Communications). Desde el 14 de junio de 2018, también es la empresa matriz del conglomerado de medios de comunicación WarnerMedia (anteriormente TimeWarner), lo que la convierte en la tercera compañía de entretenimiento y medios más grande del

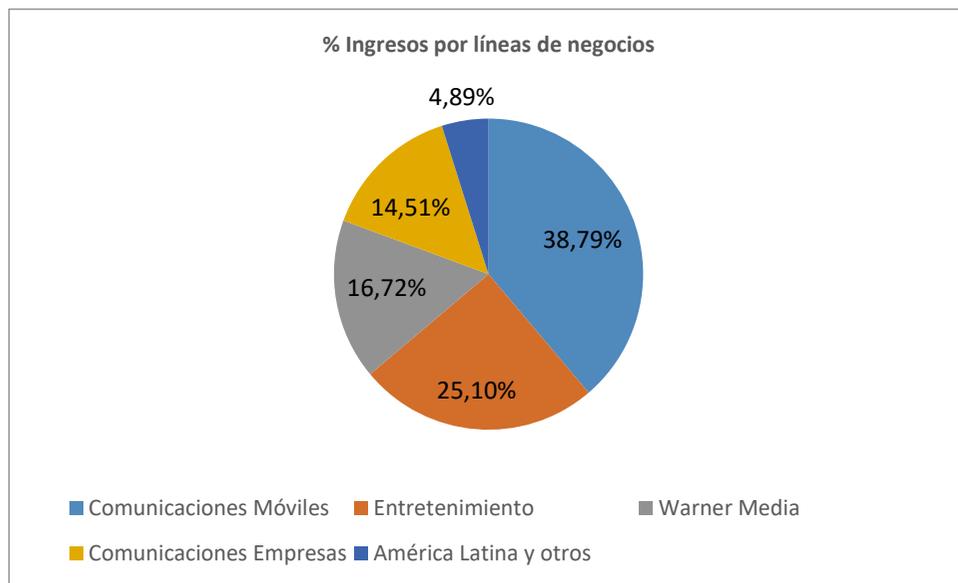
mundo. A partir de 2018, AT&T ocupa el noveno puesto en la clasificación *Fortune 500* de las corporaciones más grandes de los Estados Unidos por ingresos totales.

Tabla 9: Ficha American Telephone and Telegraph (AT&T Inc.)

|  |   |
|--|---|
| <b>Nombre de la Empresa</b>                          | <b>AT&amp;T Inc. (American Telephone and Telegraph)</b> |
| <b>Ticker o Nemotécnico</b>                          | T   |
| <b>Clase de Acción</b>                               | Serie única   |
|  | Acciones comunes  |
| <b>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</b> | NYSE (New York Stock Exchange)                          |
|  | Industria Telecomunicaciones                            |

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 11: Ingresos por Líneas de Negocios AT&T Inc. Jun-19



Fuente: Elaboración propia

Tabla 10: Ventas AT&T Inc. Jun-19

| Ventas                  | UF Jun-19            | Part        |
|-------------------------|----------------------|-------------|
| Comunicaciones Móviles  | 848.510.832          | 38,79%      |
| Entretenimiento         | 548.983.775          | 25,10%      |
| Warner Media            | 365.716.550          | 16,72%      |
| Comunicaciones Empresas | 317.499.164          | 14,51%      |
| América Latina y otros  | 106.864.276          | 4,89%       |
| <b>Ingresos Totales</b> | <b>2.187.574.597</b> | <b>100%</b> |

Fuente: Form 10-Q SEC junio 2019

### **3.4. Perspectivas futuras de la Industria**

Se espera que las conexiones de internet de alta velocidad crezcan, así como lo han estado haciendo hasta la fecha, ya que a marzo 2019 crecieron 21,3%, mientras el mercado se prepara para recibir el 5G, lo que requerirá fuertes inversiones (CAPEX).

Cada vez tiene más protagonismo el internet de alta velocidad que comunique a los actores del mercado de forma más rápida, por esta razón, las empresas de telecomunicaciones están desarrollando nuevas tecnologías que le permitan cumplir con este objetivo. Cada vez que se adquiere una nueva red se va dejando de lado las anteriores, es así como la industria se prepara en seguir investigando y avanzar a redes que le permitan seguir alcanzando una mayor velocidad en las comunicaciones. Esta vez se están preparando para recibir la futura Red 5G.

Chile es un país que se caracteriza por un alto desarrollo en materia digital, liderando la región. Sin embargo, como se trata de tecnologías rápidamente quedan obsoletas y por eso existe el desafío de estar en un continuo desarrollo de nuevas plataformas digitales, infraestructura e inversiones.

La Subsecretaria de Telecomunicaciones, Pamela Gidi, afirmó que se otorgarán subsidios por \$ 90.000 millones para el proyecto de Fibra Óptica Nacional y \$64.000 millones para Fibra Óptica Austral que junto a la inversión privada logrará mejorar la conectividad del país y apoyará el buen funcionamiento de la futura Red 5G.

#### 4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

La deuda de la empresa está marcada por diferentes hitos que han aumentado su nivel, entre ellos están el año 2013 cuando incrementó el financiamiento por la adquisición de Nextel Perú y por la emisión de un Bono en el mercado internacional por USD 1.000 millones para refinanciar sus pasivos. En el año 2014 Entel emitió dos bonos, uno en el mercado local por UF 7 millones y el segundo por USD 800 en el mercado internacional. El objetivo del nuevo endeudamiento fue para prepagar la deuda que tenía de años anteriores y para financiar su plan de inversiones.

A continuación, se presentan un cuadro resumen que muestran la deuda que Entel ha emitido (bonos) y que se encuentra vigente a junio 2019.

Tabla 11: Bonos Emitidos por Entel Vigentes a Jun-19

| Bono /Nemotécnico | Moneda | Fecha de Emisión | Fecha de Vencimiento | Tipo de colocación | Valor Nominal | Tasa Cupón | Clasificación de Riesgo |     |         |      |
|-------------------|--------|------------------|----------------------|--------------------|---------------|------------|-------------------------|-----|---------|------|
|                   |        |                  |                      |                    |               |            | Fitch Ratings           | ICR | Moody's | S&P  |
| Serie 144A/RegS   | USD    | 24-10-2013       | 30-10-2024           | Extranjera         | 1.000.000.000 | 4,88%      |                         |     | Baa2    | BBB+ |
| Serie M BENTE-M   | UF     | 10-07-2014       | 30-05-2035           | Nacional           | 7.000.000     | 3,50%      | AA-                     | AA+ |         |      |
| Serie 144A/RegS   | USD    | 17-07-2014       | 01-08-2026           | Extranjera         | 800.000.000   | 4,75%      | BBB+                    |     | Baa2    | BBB  |
|                   |        |                  |                      |                    |               |            |                         |     |         |      |

Fuente: Elaboración Propia

A mayor detalle, se observa que Entel mantiene deuda financiera que está compuesta por pasivos corrientes en un 3,20% y pasivos no corrientes en un 96,80%, es decir, su financiamiento es principalmente de largo plazo.

Del total de pasivos financieros, un 77,69% corresponde a bonos emitidos por la empresa, 21,24% a préstamos que devengan intereses, y un 1,07% está asociado a instrumentos derivados. Lo anterior se refleja en la Tabla 12.

Tabla 12: Pasivos Financieros de Entel Jun-19

| <b>PASIVOS FINANCIEROS (UF)</b>     | <b>Jun-19</b>        |
|-------------------------------------|----------------------|
| <b>CORRIENTES</b>                   |                      |
| Préstamos que devengan intereses    | 1.307.441,31         |
| Obligaciones con tenedores de bonos | 604.252,33           |
| Acreedores por leasing financiero   | -                    |
| Derivados - No Cobertura            | 102.784,26           |
| Derivados – Cobertura               | 89.989,68            |
| Subtotal Corrientes                 | 2.104.467,57         |
| <b>NO CORRIENTES</b>                |                      |
| Préstamos que devengan intereses    | 12.650.145,79        |
| Obligaciones con tenedores de bonos | 50.443.070,93        |
| Acreedores por leasing financiero   | -                    |
| Derivados - No cobertura            | -                    |
| Derivados – Cobertura               | 507.951,82           |
| Subtotal No Corrientes              | 63.601.168,54        |
| <b>TOTAL PASIVOS FINANCIEROS</b>    | <b>65.705.636,11</b> |

Fuente: Elaboración Propia

## 5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

### Deuda financiera

En base a la información disponible en los estados financieros entre 2015 y junio 2019, se considerará la deuda financiera como aquella que genera intereses y corresponden a préstamos, obligaciones con tenedores de bonos, acreedores por leasing financiero y derivados (no cobertura y cobertura), acorde a lo señalado en el literal 4.

Tabla 13: Evolución Composición Deuda Financiera Entel

| Cifras en UF                               | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | Jun-19     |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Préstamos que Devengan Intereses</b>    | 8.217.889  | 7.564.390  | 10.656.400 | 12.989.991 | 13.957.587 |
| <b>Obligaciones con tenedores de Bonos</b> | 56.929.194 | 52.838.532 | 48.434.324 | 52.583.305 | 51.047.323 |
| <b>Acreedores por Leasing Financiero</b>   | 145.555    | 95.407     | 43.123     | 19.163     | 0          |
| <b>Derivados - No Cobertura</b>            | 5.927      | 136.064    | 575.542    | 2.165      | 102.784    |
| <b>Derivados - Cobertura</b>               | 90.862     | 158.808    | 1.020.723  | 266.487    | 597.941    |
| <b>Deuda Financiera (B)</b>                | 65.389.428 | 60.793.202 | 60.730.111 | 65.861.111 | 65.705.636 |

Fuente: Elaboración Propia

Entonces, el resumen de la deuda financiera entre 2015 y junio 2019 es el siguiente:

Tabla 14: Resumen Evolución Deuda Financiera Entel

| Cifras en UF                | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | Jun-19     |
|-----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Deuda Financiera (B)</b> | 65.389.428 | 60.793.202 | 60.730.111 | 65.861.111 | 65.705.636 |

Fuente: Elaboración Propia

### Patrimonio Económico (Bursátil)

El patrimonio económico se determina en base a las notas explicativas de los Estados Financieros, donde se indica el detalle de las acciones suscritas y pagadas. Al multiplicar por el precio de la acción, se tiene el siguiente cuadro para los años 2015 hasta junio 2019.

Tabla 15: Evolución Acciones y Patrimonio Económico Entel

|                                 | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | Jun-19      |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Acciones suscritas</b>       | 236.523.695 | 302.017.113 | 302.017.113 | 302.017.113 | 302.017.113 |
| <b>Acciones pagadas</b>         | 236.523.695 | 302.017.113 | 302.017.113 | 302.017.113 | 302.017.113 |
| <b>Precio acción (pesos)</b>    | 6.195,4     | 7.106,9     | 6.913,3     | 5.381,6     | 6.900,2     |
| <b>Precio acción (UF)</b>       | 0,242       | 0,270       | 0,258       | 0,195       | 0,247       |
| <b>Patrimonio Económico (P)</b> | 57.175.612  | 81.463.756  | 77.913.426  | 58.962.043  | 74.685.735  |

Fuente: Elaboración Propia

El resumen del patrimonio económico (bursátil) en UF de la empresa es el siguiente:

Tabla 16: Resumen Patrimonio Económico Entel

| Cifras en UF                    | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | Jun-19     |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Patrimonio Económico (P)</b> | 57.175.612 | 81.463.756 | 77.913.426 | 58.962.043 | 74.685.735 |

Fuente: Elaboración Propia

## Valor Económico de la Empresa

Con la información de la deuda financiera (B) y del patrimonio económico (P) se obtiene el valor de la empresa ( $V = B + P$ ).

Tabla 17: Evolución Valor Total Activos Entel

| Cifras en UF                    | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | Jun-19      |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Valor de Activos (P + B)</b> | 122.565.039 | 142.256.958 | 138.643.538 | 124.823.154 | 140.391.372 |

Fuente: Elaboración Propia

## Estructura de Capital Objetivo

Para calcular la estructura de capital objetiva de la empresa se toman los datos promedio de los cinco períodos analizados. Además, se utilizan los datos promedios entre los años 2017 y 2019 (años que abarca el beta de la acción utilizado), y se calcula el promedio entre los años 2015 y junio 2019 ("5 años"), obteniéndose lo siguiente:

Tabla 18: Evolución Estructura Capital Objetivo de Entel

|            | 2015    | 2016   | 2017   | 2018    | Jun-19 | Promedio 5 años | Promedio 3 años |
|------------|---------|--------|--------|---------|--------|-----------------|-----------------|
| <b>B/V</b> | 53,35%  | 42,73% | 43,80% | 52,76%  | 46,80% | 47,89%          | 47,79%          |
| <b>P/V</b> | 46,65%  | 57,27% | 56,20% | 47,24%  | 53,20% | 52,11%          | 52,21%          |
| <b>B/P</b> | 114,37% | 74,63% | 77,95% | 111,70% | 87,98% | 91,90%          | 91,53%          |

Fuente: Elaboración Propia

## 6. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa

### 6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Se calcula el Beta Patrimonial de la acción mediante el modelo de mercado.

Se cuenta con precios semanales de la acción de Entel y del índice de mercado IPSA entre el 3 de julio de 2015 y el 28 de junio de 2019 (precio de cierre del día viernes de cada semana).

Se calculan retornos semanales para la acción y para el índice de mercado IPSA.

Se utiliza el modelo de mercado ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$ ), en donde  $R_{it}$  es el retorno semanal de la acción de Entel, y  $R_{mt}$  es el retorno semanal del índice IPSA.

Se realiza el cálculo de tres betas, con los siguientes cortes de fechas y cantidad de observaciones de retornos semanales. Se cuenta con datos suficientes para calcular adecuadamente los tres betas.

Tabla 19: Parámetros Obtenidos en las Regresiones

|                              | Desde      | Hasta      | Observaciones | $\alpha$ | $\beta$ |
|------------------------------|------------|------------|---------------|----------|---------|
| <b>Regresión 2015 - 2017</b> | 10-07-2015 | 30-06-2017 | 104           | -0,0007  | 0,783   |
| <b>Regresión 2016 - 2018</b> | 01-07-2016 | 29-06-2018 | 105           | -0,0027  | 1,039   |
| <b>Regresión 2017 - 2019</b> | 07-07-2017 | 28-06-2019 | 104           | -0,0008  | 1,002   |

Fuente: Elaboración Propia

La constante  $\alpha$  se redondea a 4 decimales dada su pequeña magnitud. Los betas ( $\beta$ ) se redondean a tres decimales, dado que el beta 2019 es cercano a la unidad. Para mantener la consistencia, todos los betas se redondean a tres decimales.

Tabla 20: Significancia Betas y Presencia Bursátil

|                                | 2017    | 2018    | Jun-19  |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| <b>Beta de la Acción</b>       | 0,7830  | 1,039   | 1,002   |
| <b>p-value (significancia)</b> | 0,00%   | 0,00%   | 0,00%   |
| <b>Presencia Bursátil (%)</b>  | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Fuente: Elaboración Propia

La acción de Entel posee presencia bursátil de 100,00% en todos los períodos analizados (Fuente: Bolsa de Santiago). Los tres betas poseen una significancia de 0,00%, menor a 5,00%, por ende, son significantes y se pueden utilizar.

## 6.2. Estimación Costo de Capital de la Empresa

Se supone una tasa libre de riesgo de 1,06% (BCU-30 al 27 de junio de 2019) y un premio por riesgo de mercado de 6,96% (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a enero de 2019).

### 6.2.1. Costo de la Deuda ( $k_b$ )

Para determinar el costo de la deuda, se considera la última tasa de mercado del bono de más largo plazo que posee Entel, que es el bono nacional en UF de nemotécnico BENTE-M, cuya fecha de vencimiento es el 30 de mayo de 2035. La última fecha cercana al 30 de junio en que se transó este bono fue el 18 de junio de 2019, con una tasa de 1,62% (Fuente: RiskAmerica).

$$k_b = 1,62\%$$

### 6.2.2. Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, se calcula el Beta de la Deuda ( $\beta_b$ ).

Datos:

Tasa libre de riesgo:  $r_f = 1,06\%$  (BCU-30 al 27 de junio de 2019)

Premio por Riesgo de Mercado: PRM = 6,96% (Damodaran a enero de 2019)

Costo de la deuda:  $k_b = 1,62\%$

Utilizando CAPM:

$$k_b = r_f + \text{PRM} * \beta_d$$

$$1,62\% = 1,06\% + 6,96\% * \beta_d$$

$$0,56\% = 6,96\% * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,080$$

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

El beta de la acción que se utilizará será 1,002, el cual se calculó con dos años de retornos semanales (exactamente 104 retornos), entre el 7 de julio de 2017 y el 28 de junio de 2019.

$$\beta_p^{C/D} = 1,002 \text{ (beta acción)}$$

### 6.2.4. Beta Patrimonial sin Deuda $(\beta_p^{S/D})$

Se desapalanca el beta de la acción a junio 2019, con la estructura de capital promedio y la tasa de impuestos corporativos promedios de los años que abarca el cálculo del beta (julio 2017 a junio 2019).

Para calcular la tasa de impuestos corporativos promedio entre julio 2017 y junio 2019 (años que abarca el beta de la acción utilizado), se usan las tasas de impuestos para corporaciones de Chile y Perú, y se ponderan por las participaciones de los ingresos en ambos países. De este modo, las tasas de impuestos corporativos que se obtienen con

los promedios ponderados son 26,51% (2017), 27,66% (2018) y 27,72% (primer semestre 2019), tal como se aprecia a continuación:

Tabla 21: Tasas de Impuestos Corporativos Chile y Perú entre 2017 y Jun-19

|  | 2017    | 2018    | Jun-19  |
|--|---------|---------|---------|
| Tasa impuestos Chile                       | 25,50%  | 27,00%  | 27,00%  |
| Tasa impuestos Perú                        | 29,50%  | 29,50%  | 29,50%  |
| % ingresos Chile                           | 74,84%  | 73,74%  | 71,13%  |
| % ingresos Perú                            | 25,16%  | 26,26%  | 28,87%  |
| % ingresos Total                           | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| <b>Tasa impuestos (promedio ponderado)</b> | 26,51%  | 27,66%  | 27,72%  |

Fuente: Elaboración Propia

Entonces, la tasa de impuestos corporativos promedio entre 2017 y 2019 será el promedio simple de las tres tasas de impuestos corporativos señalados:

$$t_{c(2017-2019)} = \frac{t_{c2017} + t_{c2018} + t_{c2019}}{3} = \frac{26,51\% + 27,66\% + 27,72\%}{3}$$

$$t_{c(2017-2019)} = 27,30\%$$

Para calcular la estructura de capital promedio entre 2017 y 2019 (años que abarca el beta de la acción utilizado), se acude a la Tabla 18, columna "Promedio 3 años", que contiene el promedio de los años 2017, 2018 y junio 2019. De dicha columna se desprende que:

$$B/V = 47,79\%$$

$$P/V = 52,21\%$$

$$B/P = 91,53\% \text{ (estructura de capital promedio para desapalancar el beta de la acción).}$$

Datos:

$$\beta_P^{C/D} = 1,002$$

$$t_{c(2017-2019)} = 27,30\%$$

$$B/P = 91,53\%$$

$$\beta_d = 0,080$$

Aplicando Rubinstein para el caso de empresa con deuda:

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

$$1,002 = \beta_P^{S/D} [1 + (1 - 27,30\%) (91,53\%)] - 0,080 (1 - 27,30\%)(91,53\%)$$

$$1,002 = \beta_P^{S/D} [1,6654] - 0,0532$$

$$\beta_P^{S/D} = \mathbf{0,634}$$

### 6.2.5. Beta Patrimonial Con deuda $\left( \beta_P^{C/D} \right)$

Se apalanca el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetiva de la empresa para el futuro, y utilizando la tasa de impuestos de largo plazo consistente con lo anterior.

Supuestos:

- la estructura de capital objetiva de la empresa es el promedio de los 5 años que se muestran en la Tabla 18 de estructura de capital, es decir, B/P = 91,90%.
- la tasa de impuestos de largo plazo es la tasa de impuestos ponderada a junio de 2019 que se muestra en la Tabla 21, es decir, se supone que los impuestos corporativos a dicha fecha se mantendrán en el largo plazo, y así,  $t_c = 27,72\%$ .

Datos:

$$\beta_P^{S/D} = 0,634$$

$$t_c = 27,72\%$$

$$B/P = 91,90\%$$

$$\beta_d = 0,080$$

Aplicando Rubinstein:

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

$$\beta_P^{C/D} = 0,634 [1 + (1 - 27,72\%) (91,90\%)] - 0,080 (1 - 27,72\%)(91,90\%)$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,634 [1,6643] - 0,0531$$

$$\beta_P^{C/D} = \mathbf{1,002}$$

Cabe señalar que, si bien el beta patrimonial con deuda (con tres decimales) es igual al beta de la acción (con tres decimales), ambos betas son conceptualmente distintos, ya que el beta patrimonial con deuda internaliza la estructura de capital objetiva de la empresa y la tasa de impuestos de largo plazo, mientras que el beta de la acción está asociado a información pasada de los últimos 2 años. Notar que el orden de magnitud de los valores de impuestos de largo plazo y estructura de capital objetivo, son similares a los valores respectivos de los últimos 2 años, lo que matemáticamente explica la igualdad (con tres decimales) de los betas mencionados.

#### 6.2.6. Costo Patrimonial $(k_p)$

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

Datos:

$$r_f = 1,06\%$$

$$PRM = 6,96\%$$

$$\beta_P^{C/D} = 1,002 \text{ (incluye la estructura de capital objetiva de la empresa)}$$

$$\text{Premio por iliquidez} = 0,00\% \text{ (no aplica ya que presencia bursátil de la acción es 100\%)}$$

La tasa de costo patrimonial se obtiene mediante CAPM:

$$k_p = r_f + PRM * \beta_P^{C/D} + \text{Premio por iliquidez}$$

$$k_p = 1,06\% + 6,96\% * 1,002 + 0,00\%$$

$$k_p = 8,03\%$$

#### 6.2.7. Costo de Capital $(k_0)$

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estima el costo de capital para Entel.

Datos:

$$k_p = 8,03\%$$

P/V = 52,11% (estructura de capital objetivo, columna "Promedio 5 años" de Tabla 18)

$$k_b = 1,62\%$$

$t_c = 27,72\%$  (impuestos de largo plazo)

B/V = 47,89% (estructura de capital objetivo, columna "Promedio 5 años" de Tabla 18)

Se determina el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC):

$$k_o = k_p \left(\frac{P}{V}\right) + k_b (1-t_c) \left(\frac{B}{V}\right)$$

$$k_o = 8,03\% * 52,11\% + 1,62\% * (1 - 27,72\%) * 47,89\%$$

$$\mathbf{k_o = 4,75\%}$$

El costo de capital promedio ponderado (WACC) de Entel a junio 2019 es 4,75%.

## 7. Análisis Operacional del Negocio e Industria

### 7.1. Estados Financieros de Entel

Se utilizan los Estados Financieros de Entel desde el año 2015 a junio 2019, consolidados, en formato IFRS, convertidos a UF de cada año para hacerlos comparables.

Tabla 22: Estados de Resultados Entel 2015 - Jun-19

| ESTADOS DE RESULTADOS (UF)                       | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | Jun-19           |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Ingresos de Actividades Ordinarias</b>        | 69.632.307       | 70.885.778       | 72.507.689       | 69.403.934       | 34.197.503       |
| <b>Otros Ingresos</b>                            | 323.255          | 729.247          | 446.853          | 358.210          | 216.899          |
| <b>Gastos por Benef a los Empleados</b>          | -9.637.710       | -9.321.628       | -9.297.793       | -9.437.554       | -4.650.047       |
| <b>Gasto por Depreciación Amortización</b>       | -10.676.363      | -11.370.295      | -11.786.924      | -12.028.163      | -7.344.344       |
| <b>Pérdidas p Deterioro (Revers), Neto</b>       | -2.099.024       | -2.235.513       | -1.943.773       | -2.488.026       | -1.087.170       |
| <b>Otros Gastos</b>                              | -44.386.784      | -44.360.701      | -45.550.346      | -42.507.133      | -18.872.360      |
| <b>Otras Ganancias (Pérdidas)</b>                | -1.304           | 14.822           | 4.648            | -3.229           | -1.857           |
| <b>Ganancias (Pérdidas) de Acts Opers (EBIT)</b> | <b>3.154.376</b> | <b>4.341.711</b> | <b>4.380.354</b> | <b>3.298.040</b> | <b>2.458.624</b> |
| <b>Ingresos Financieros</b>                      | 475.392          | 225.935          | 194.996          | 68.555           | 270.261          |
| <b>Costos Financieros</b>                        | -2.769.444       | -3.120.617       | -2.986.624       | -2.819.117       | -1.692.673       |
| <b>Diferencias de Cambio</b>                     | -505.123         | -609.207         | -260.226         | -36.067          | 72.428           |
| <b>Resultados por Unidades de Reajuste</b>       | -896.866         | -604.784         | -358.249         | -593.794         | -269.290         |
| <b>Ganancia (Pérdida) antes de Impto</b>         | -541.665         | 233.037          | 970.251          | -82.384          | 839.351          |
| <b>Ingreso (Gasto) por Impuesto Gcias</b>        | 498.667          | 1.063.385        | 649.620          | -774.261         | -319.178         |
| <b>Ganancia (Pérdida)</b>                        | <b>-42.998</b>   | <b>1.296.422</b> | <b>1.619.871</b> | <b>-856.645</b>  | <b>520.173</b>   |

### 7.2. Análisis del Crecimiento de Entel

Se calculan las tasas de crecimiento reales de las ventas de Entel, por línea de negocio y región (Chile - Perú), que es la clasificación que realiza la empresa, para los años 2015 a junio 2019.

Tabla 23: Crecimiento Ventas Entel 2015 - Jun-19

| Ventas (UF)                          | 2015              | 2016              | 2017              | 2018              | Jun-19            |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Telefonía Móvil-Chile                | 44.669.102        | 41.071.702        | 39.196.090        | 36.337.727        | 16.901.514        |
| Entel Perú                           | 9.321.393         | 13.219.023        | 17.054.111        | 17.157.421        | 9.408.196         |
| Servicios Privados (incl. Servs. IT) | 5.878.790         | 6.652.655         | 7.049.783         | 7.125.732         | 3.586.758         |
| Telefonía Local (incluye NGN - IP)   | 2.373.461         | 2.411.286         | 2.136.135         | 1.917.042         | 946.675           |
| Servicio de Televisión               | 874.702           | 1.052.262         | 1.237.431         | 1.324.871         | 711.226           |
| Larga Distancia                      | 747.264           | 622.388           | 461.501           | 379.586           | 146.583           |
| Internet                             | 1.119.754         | 1.331.385         | 1.636.107         | 1.790.857         | 965.626           |
| Servicios a Otros Operadores         | 2.156.891         | 2.003.430         | 1.620.462         | 1.255.944         | 535.714           |
| Negocios de Tráfico                  | 1.038.137         | 1.019.179         | 745.928           | 858.010           | 395.197           |
| Americatel Perú                      | 1.029.262         | 912.792           | 884.775           | 741.800           | 381.222           |
| Servicios Call Center y Otros        | 423.551           | 589.675           | 485.366           | 514.945           | 218.793           |
| <b>Total</b>                         | <b>69.632.307</b> | <b>70.885.778</b> | <b>72.507.689</b> | <b>69.403.934</b> | <b>34.197.503</b> |
| <b>Chile</b>                         | <b>59.281.652</b> | <b>56.753.964</b> | <b>54.568.803</b> | <b>51.504.714</b> | <b>24.408.085</b> |
| <b>Perú</b>                          | <b>10.350.655</b> | <b>14.131.815</b> | <b>17.938.886</b> | <b>17.899.220</b> | <b>9.789.418</b>  |
| <b>Total</b>                         | <b>69.632.307</b> | <b>70.885.778</b> | <b>72.507.689</b> | <b>69.403.934</b> | <b>34.197.503</b> |

Tabla 24: Crecimiento ventas Entel 2015 - Jun-19

| Crecimiento real (%)          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | jun-19 anual  | Prom 15/19    | Jun-19         | Prom 15/18    |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| Telefonía Móvil-Chile         | -3,29%        | -8,05%        | -4,57%        | -7,29%        | -6,98%        | -6,04%        | -53,49%        | -5,80%        |
| Entel Perú                    | 48,53%        | 41,81%        | 29,01%        | 0,61%         | 9,67%         | 25,93%        | -45,17%        | 29,99%        |
| Servicios Privados            | 5,80%         | 13,16%        | 5,97%         | 1,08%         | 0,67%         | 5,34%         | -49,66%        | 6,50%         |
| Telefonía Local               | 15,59%        | 1,59%         | -11,41%       | -10,26%       | -1,24%        | -1,14%        | -50,62%        | -1,12%        |
| Servicio de Televisión        | 19,54%        | 20,30%        | 17,60%        | 7,07%         | 7,37%         | 14,37%        | -46,32%        | 16,13%        |
| Larga Distancia               | -31,74%       | -16,71%       | -25,85%       | -17,75%       | -22,77%       | -22,96%       | -61,38%        | -23,01%       |
| Internet                      | 14,44%        | 18,90%        | 22,89%        | 9,46%         | 7,84%         | 14,70%        | -46,08%        | 16,42%        |
| Servicios a Otros Operadores  | 11,40%        | -7,11%        | -19,12%       | -22,49%       | -14,69%       | -10,40%       | -57,35%        | -9,33%        |
| Negocios de Tráfico           | -8,95%        | -1,83%        | -26,81%       | 15,03%        | -7,88%        | -6,09%        | -53,94%        | -5,64%        |
| Americatel Perú               | -0,40%        | -11,32%       | -3,07%        | -16,16%       | 2,78%         | -5,63%        | -48,61%        | -7,74%        |
| Servicios Call Center y Otros | 30,38%        | 39,22%        | -17,69%       | 6,09%         | -15,02%       | 8,60%         | -57,51%        | 14,50%        |
| <b>Total</b>                  | <b>3,44%</b>  | <b>1,80%</b>  | <b>2,29%</b>  | <b>-4,28%</b> | <b>-1,45%</b> | <b>0,36%</b>  | <b>-50,73%</b> | <b>0,81%</b>  |
| <b>Chile</b>                  | <b>-1,21%</b> | <b>-4,26%</b> | <b>-3,85%</b> | <b>-5,62%</b> | <b>-5,22%</b> | <b>-4,03%</b> | <b>-52,61%</b> | <b>-3,73%</b> |
| <b>Perú</b>                   | <b>41,61%</b> | <b>36,53%</b> | <b>26,94%</b> | <b>-0,22%</b> | <b>9,38%</b>  | <b>22,85%</b> | <b>-45,31%</b> | <b>26,22%</b> |
| <b>Total</b>                  | <b>3,44%</b>  | <b>1,80%</b>  | <b>2,29%</b>  | <b>-4,28%</b> | <b>-1,45%</b> | <b>0,36%</b>  | <b>-50,73%</b> | <b>0,81%</b>  |

### 7.3. Análisis del Crecimiento de la Industria

Se calculan tasas de crecimiento reales de algunos participantes de la industria, para los años 2015 a junio 2019.

Se recopiló información de ventas de los siguientes actores de la industria: Telefónica Chile, Liberty Latin América (VTR), América Móvil (Claro) y TIM (Brasil), de fuentes de información como: estados financieros, análisis razonados, y *press releases*.

Tabla 25: Comparativo Ventas Actores Industria Telecomunicaciones

| Ventas (UF)           | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | Jun-19      |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| Entel                 | 69.632.307    | 70.885.778    | 72.507.689    | 69.403.934    | 34.197.503  |
| Telefónica Chile      | 28.056.517    | 31.069.589    | 30.003.536    | 28.023.395    | 13.494.360  |
| Liberty (VTR)         | 33.670.911    | 68.886.829    | 82.417.653    | 93.522.385    | 46.916.975  |
| América Móvil (Claro) | 1.438.470.601 | 1.196.128.194 | 1.193.641.071 | 1.330.254.151 | 626.081.382 |
| TIM                   | 119.661.005   | 121.981.052   | 112.545.491   | 110.597.516   | 53.534.577  |

Tabla 26: Variaciones Reales Ingresos Actores Industria Telecomunicaciones

| Var real ingresos | 2015    | 2016    | 2017   | 2018   | jun19 / 2018 | jun19 / 2018 anual | Prom var 15 /18 | Prom var 15 / jun19 | Prom var 15 / jun19 anual |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------------|--------------------|-----------------|---------------------|---------------------------|
| Entel             | 3,44%   | 1,80%   | 2,29%  | -4,28% | -50,73%      | -1,45%             | 0,81%           | -9,50%              | 0,36%                     |
| Telefónica Chile  | 1,69%   | 10,74%  | -3,43% | -6,60% | -51,85%      | -3,69%             | 0,60%           | -9,89%              | -0,26%                    |
| Liberty (VTR)     | 13,77%  | 104,59% | 19,64% | 13,47% | -49,83%      | 0,33%              | 37,87%          | 20,33%              | 30,36%                    |
| América Móvil     | 1,45%   | -16,85% | -0,21% | 11,45% | -52,94%      | -5,87%             | -1,04%          | -11,42%             | -2,01%                    |
| TIM               | -33,82% | 1,94%   | -7,74% | -1,73% | -51,60%      | -3,19%             | -10,34%         | -18,59%             | -8,91%                    |
| Promedio          | -2,69%  | 20,44%  | 2,11%  | 2,46%  | -51,39%      | -2,77%             | 5,58%           | -5,81%              | 3,91%                     |

Adicionalmente, la SUBTEL entrega la siguiente información de la industria a junio 2019:

Tabla 27: Variaciones Interanuales de Servicios Industria Telecomunicaciones

| Servicio                      | Unidad              | I Sem-18  | I Sem-19  | Variación interanual |
|-------------------------------|---------------------|-----------|-----------|----------------------|
| Internet fija                 | Miles               | 3.156,00  | 3.400,00  | 7,70%                |
| Internet móvil (3G+4G)        | Miles               | 17.408,00 | 18.624,00 | 7,00%                |
| 4G                            | Miles               | 13.069,00 | 15.884,00 | 21,50%               |
| Internet móvil (tráfico)      | Miles de Tera Bytes | 579,00    | 977,00    | 68,70%               |
| Telefonía fija                | Miles               | 3.108,00  | 2.873,00  | -7,50%               |
| Telefonía móvil               | Miles               | 23.535,00 | 25.700,00 | 9,20%                |
| TV Pago                       | Miles               | 3.359,00  | 3.314,00  | -1,30%               |
| Larga Distancia Internacional | Millones de minutos | 19,40     | 13,90     | -28,30%              |

Fuente: "Sector Telecomunicaciones Primer Semestre 2019", SUBTEL.

Ilustración 12: Evolución Abonados Telefonía Móvil Jun-19

### Telefonía Móvil

Miles de abonados, penetración cada 100 habitantes



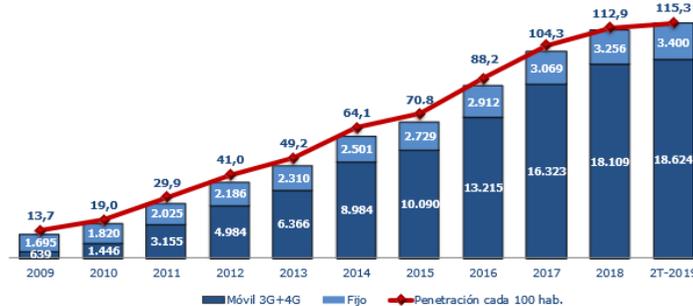
- A junio 2019, Chile alcanza una penetración de 134,5 abonados por cada 100 habitantes con 25,7 millones de abonados.

Fuente: “Sector Telecomunicaciones Primer Semestre 2019”, SUBTEL.

Ilustración 13: Evolución Accesos a Internet Jun-19

### Internet

Miles de accesos, penetración cada 100 habitantes



- A junio 2019, Chile alcanza una penetración de 115,3 accesos de internet fijos y móviles 3G+4G por cada 100 habitantes con 22 millones de accesos.
- 2,8 millones de accesos internet 4G se han incorporado al país en los últimos 12 meses.
- Las conexiones 3G están siendo sustituidas por los planes 4G.

Fuente: “Sector Telecomunicaciones Primer Semestre 2019”, SUBTEL.

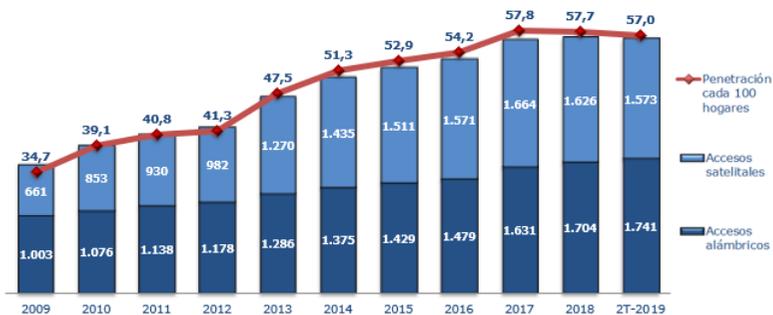
Las Ilustraciones 12 a 16 indican que: los abonados a telefonía móvil crecieron entre 2018 y junio 2019, luego de disminuir entre 2012 y 2017; los accesos a internet continúan con tendencia creciente, sin embargo a una tasa de crecimiento menor desde 2017; los suscriptores de televisión pagada crecieron consistentemente hasta 2017, para luego mantenerse en torno a los 3,3 millones, con un descenso de la tasa de penetración cada 100 hogares; el tráfico de voz móvil creció 10,5% en 12 meses, mientras que el tráfico desde líneas fijas descendió 26,5% en igual lapso; finalmente, el

tráfico de internet (datos) ha mostrado importantes alzas, en particular, de 68,7% los últimos 12 meses.

Ilustración 14: Evolución Suscriptores Televisión Pagada Jun-19

### Televisión Pagada

Miles de suscriptores, penetración en hogares



- A junio 2019 Chile tiene un 57,0% de penetración de TV pagada en el hogar con más de 3,3 millones de suscriptores.

Fuente: “Sector Telecomunicaciones Primer Semestre 2019”, SUBTEL.

Ilustración 15: Evolución Tráficos de Voz Jun-19

### Tráficos de Voz

Evolución de Tráficos Móviles y Locales



- El tráfico acumulado de telefonía móvil subió en un 10,5% entre el primer semestre 2018 y 2019.
- El tráfico desde líneas fijas (Local-Local + Local-Móvil + LDI), presenta una clara tendencia a la baja, con una caída de 26,5% entre el primer semestre 2018 y 2019.

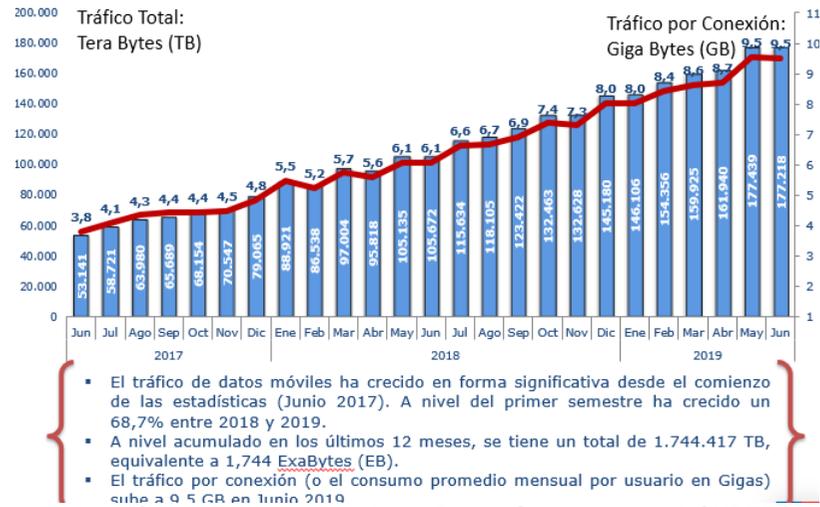
Fuente: “Sector Telecomunicaciones Primer Semestre 2019”, SUBTEL.

Los aspectos de la industria señalados, así como sus perspectivas de crecimiento, se tomarán como antecedentes al momento de proyectar las ventas de Entel (en literal 8.1).

Ilustración 16: Evolución Tráficos de Internet Jun-19

## Tráficos de Internet (Datos)

### Evolución de Tráficos Móviles



Fuente: "Sector Telecomunicaciones Primer Semestre 2019", SUBTEL.

## 7.4. Perspectivas de Crecimiento para la Industria

Se señalan distintos antecedentes recopilados de diversas fuentes, que permitirán apoyar las proyecciones de ventas y márgenes de Entel entre 2019 y 2024.

### 7.4.1. Informes entidades financieras

Acorde a Larraín Vial ("LVRS Handbook: Telco & IT"), y luego de utilizar la ecuación de Fisher para transformar las tasas de crecimiento nominales a reales (se supone inflación de 3,0% anual), Entel crecería 1,16% promedio entre 2019 y 2021. En igual lapso, Telefónica Chile decrecería 2,91% promedio, y Coltel (Telefónica Colombia) disminuiría 2,50%.

Tabla 28: Crecimientos Proyectados Actores Industria Telecomunicaciones

| Crecimiento proyectado  |                 | 2019e      | 2020e      | 2021e      | Prom   |
|-------------------------|-----------------|------------|------------|------------|--------|
| <b>Entel</b>            | Ingreso nominal | 71.783.624 | 75.009.049 | 77.947.770 |        |
|                         | Crecim. Nominal | 4,16%      | 4,49%      | 3,92%      | 4,19%  |
|                         | Crecim. Real    | 1,13%      | 1,45%      | 0,89%      | 1,16%  |
| <b>Telefónica Chile</b> | Ingreso nominal | 26.555.999 | 26.878.541 | 27.666.978 |        |
|                         | Crecim. Nominal | -4,14%     | 1,21%      | 2,93%      | 0,00%  |
|                         | Crecim. Real    | -6,93%     | -1,73%     | -0,06%     | -2,91% |
| <b>Coltel</b>           | Ingreso nominal | 41.931.924 | 43.661.829 | 44.831.343 |        |
|                         | Crecim. Nominal | -5,54%     | 4,13%      | 2,68%      | 0,42%  |
|                         | Crecim. Real    | -8,29%     | 1,09%      | -0,31%     | -2,50% |

Fuente: Larrain Vial, "LVRS Handbook: Telco & IT", 11 de marzo de 2019

Por otra parte, entidades financieras como Inversiones Security, Larraín Vial e Itaú BBA, realizan las siguientes proyecciones de ventas (se utiliza ecuación de Fisher nuevamente para obtener crecimientos reales) y márgenes para Entel.

Tabla 29: Variación Proyectada Ventas (Entidades Financieras)

| Variación real ventas       | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Inversiones Security</b> | 1,44%        | 0,05%        |              |              |              |
| <b>Larrain Vial</b>         | 1,13%        | 1,45%        | 0,89%        |              |              |
| <b>Itaú BBA</b>             | -0,56%       | 3,30%        | 2,66%        | 1,43%        | 0,20%        |
| <b>Min</b>                  | -0,56%       | 0,05%        | 0,89%        | 1,43%        | 0,20%        |
| <b>Max</b>                  | 1,44%        | 3,30%        | 2,66%        | 1,43%        | 0,20%        |
| <b>Promedio</b>             | <b>0,67%</b> | <b>1,60%</b> | <b>1,78%</b> | <b>1,43%</b> | <b>0,20%</b> |

Tabla 30: Variación Proyectada EBIT (Entidades Financieras)

| % EBIT                      | 2019e        | 2020e         | 2021e         | 2022e         | 2023e         |
|-----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Inversiones Security</b> | 8,70%        | 10,00%        |               |               |               |
| <b>Larrain Vial</b>         | 9,00%        | 11,00%        | 14,00%        |               |               |
| <b>Itaú BBA</b>             | 11,90%       | 12,90%        | 15,30%        | 16,10%        | 15,80%        |
| <b>Mínimo</b>               | 8,70%        | 10,00%        | 14,00%        | 16,10%        | 15,80%        |
| <b>Máximo</b>               | 11,90%       | 12,90%        | 15,30%        | 16,10%        | 15,80%        |
| <b>Promedio</b>             | <b>9,87%</b> | <b>11,30%</b> | <b>14,65%</b> | <b>16,10%</b> | <b>15,80%</b> |

Tabla 31: Variación Proyectada EBITDA (Entidades Financieras)

| % EBITDA                    | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         | 2023e         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Inversiones Security</b> | 23,50%        | 25,10%        |               |               |               |
| <b>Larrain Vial</b>         | 25,00%        | 28,00%        | 30,00%        |               |               |
| <b>Itaú BBA</b>             | 28,80%        | 29,70%        | 31,80%        | 31,60%        | 31,10%        |
| <b>Mínimo</b>               | 23,50%        | 25,10%        | 30,00%        | 31,60%        | 31,10%        |
| <b>Máximo</b>               | 28,80%        | 29,70%        | 31,80%        | 31,60%        | 31,10%        |
| <b>Promedio</b>             | <b>25,77%</b> | <b>27,60%</b> | <b>30,90%</b> | <b>31,60%</b> | <b>31,10%</b> |

Tabla 32: Variación Proyectada Margen Neto (Entidades Financieras)

| % Margen neto               | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e         | 2023e         |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Inversiones Security</b> | 3,80%        | 4,10%        |              |               |               |
| <b>Larrain Vial</b>         | 3,00%        | 5,00%        | 7,00%        |               |               |
| <b>Itaú BBA</b>             | 5,02%        | 6,92%        | 9,76%        | 10,87%        | 12,03%        |
| <b>Mínimo</b>               | 3,00%        | 4,10%        | 7,00%        | 10,87%        | 12,03%        |
| <b>Máximo</b>               | 5,02%        | 6,92%        | 9,76%        | 10,87%        | 12,03%        |
| <b>Promedio</b>             | <b>3,94%</b> | <b>5,34%</b> | <b>8,38%</b> | <b>10,87%</b> | <b>12,03%</b> |

Fuentes:

Inversiones Security, "Sector Telecom-TI: Resultados de filiales y marco regulatorio, clave para Upside"

Larrain Vial, "LVRS Handbook: Telco & IT"

Itaú BBA, Entel, "Growth Likely to Fall Short of Expectations - Maintaining UP"

#### 7.4.2. Proyecciones PIB Chile

El Informe de Política Monetaria (IPoM) con información de cierre a marzo 2019, publicado por el Banco Central de Chile, proyecta los siguientes valores para el PIB de Chile entre 2019 y 2021:

Tabla 33: Datos PIB Chile

| PIB Chile           | Real  |       | Estimado      |               |               |
|---------------------|-------|-------|---------------|---------------|---------------|
|                     | 2017  | 2018  | 2019e         | 2020e         | 2021e         |
| <b>PIB rango</b>    | 1,50% | 4,00% | 2,25% - 2,75% | 2,75% - 3,75% | 3,00% - 4,00% |
| <b>PIB promedio</b> |       |       | 2,50%         | 3,25%         | 3,50%         |

Fuente: IPoM Banco Central de Chile

Adicionalmente, el informe "Crecimiento Tendencial: Proyección de Mediano Plazo y Análisis de sus Determinantes" (septiembre 2017), publicado por el Banco Central de Chile, proyectó para los sectores distintos a Recursos Naturales ("Sectores Resto", en donde se incluye la industria de telecomunicaciones), tres escenarios de crecimiento del PIB ("PIB Resto") entre 2,9% (pesimista) y 3,8% (optimista) para el período 2017 - 2026. Si a modo de referencia, se le "descuentan" a estas estimaciones los valores reales del PIB de los años 2017 y 2018, las nuevas estimaciones no cambian mayormente para el período 2019 - 2026 (2,94% pesimista, y 4,06% optimista):

Tabla 34: Proyección PIB Chile en Distintos Escenarios

| Chile          | Real |      | Promedio    |             |
|----------------|------|------|-------------|-------------|
|                | 2017 | 2018 | 2017 - 2026 | 2019 - 2026 |
| Esc. Pesimista |      |      | 2,90%       | 2,94%       |
| Esc. Base      | 1,5% | 4,0% | 3,40%       | 3,56%       |
| Esc. Optimista |      |      | 3,80%       | 4,06%       |

Fuente: Crecimiento Tendencial: Proyección de Mediano Plazo y Análisis de sus Determinantes

### 7.4.3. Proyecciones PIB Perú

Dado que Entel opera en Perú, y las ventas en aquel país muestran una tendencia creciente entre 2015 y junio 2019 (Anexo 13.3), se deben revisar también las proyecciones del PIB peruano. Se toman como referencia tres documentos denominados “Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas”, publicados por el Ministerio de Economía y Finanzas de Perú en abril 2017, abril 2018 y abril 2019. Se revisan las estimaciones de los PIB de “Servicios” y “PIB No Primario” (en donde se encuentra la industria de telecomunicaciones), además del “PIB Primario”.

Las estimaciones se aprecian en el siguiente cuadro, en donde las celdas coloreadas representan valores que ya eran conocidos a la fecha de publicación de los respectivos documentos:

Tabla 35: Proyecciones PIB Perú

|        | Perú            | 2016  | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Abr-17 | Servicios       | 4,20% | 2,80% | 4,50% | 5,20% | 5,50% | 5,50% |       |
|        | PIB Primario    | 9,80% | 6,00% | 5,80% | 3,50% | 3,40% | 3,50% |       |
|        | PIB No Primario | 2,30% | 2,10% | 4,30% | 5,20% | 5,40% | 5,40% |       |
| Abr-18 | Servicios       |       | 3,40% | 3,80% | 4,80% | 5,20% | 5,50% |       |
|        | PIB Primario    |       | 2,90% | 3,70% | 2,70% | 2,60% | 3,10% |       |
|        | PIB No Primario |       | 2,20% | 3,90% | 4,80% | 5,10% | 5,40% |       |
| Abr-19 | Servicios       |       |       | 4,50% | 4,80% | 5,30% | 5,50% | 5,50% |
|        | PIB Primario    |       |       | 3,30% | 3,00% | 3,00% | 3,90% | 3,60% |
|        | PIB No Primario |       |       | 4,20% | 4,70% | 5,20% | 5,40% | 5,40% |

Fuente: Informe de Actualización de Proyecciones Macroeconómicas Perú (2017, 2018, 2019)

Para constatar la fiabilidad de las estimaciones, éstas se comparan con los valores reales disponibles, a modo de *backtest* o prueba retrospectiva. Se aprecia que las

estimaciones del PIB de Servicios están por debajo o igualan los valores reales para los tres puntos disponibles (una estimación para 2017 y dos versiones de estimaciones para 2018), por lo que se considera válido utilizarlas como referencia. El Ministerio de Economía y Finanzas de Perú proyecta PIBs de Servicios entre 4,8% y 5,5% para el período 2019 - 2022.

Tabla 36: Prueba Retrospectiva Proyecciones PIB Perú

| Var estimación   | 2017          | 2018          |
|------------------|---------------|---------------|
| <b>Servicios</b> | <b>21,43%</b> | <b>0,00%</b>  |
| PIB Primario     | -51,67%       | -43,10%       |
| PIB No Primario  | 4,76%         | -2,33%        |
| <b>Servicios</b> |               | <b>18,42%</b> |
| PIB Primario     |               | -10,81%       |
| PIB No Primario  |               | 7,69%         |

## 7.5. Análisis de Costos de Operación

Entel informa, en sus Estados de Resultados, la depreciación y la amortización separadas de las otras cuentas, por lo que no es necesario realizar alguna estimación en este sentido.

Los costos de operación relevantes son:

Tabla 37: Costos de Operación Entel

| Costos Operación (UF)                        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | Jun-19      |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Otros Gastos</b>                          | -44.386.784 | -44.360.701 | -45.550.346 | -42.507.133 | -18.872.360 |
| <b>Gastos por Beneficios a los Empleados</b> | -9.637.710  | -9.321.628  | -9.297.793  | -9.437.554  | -4.650.047  |
| <b>Pérdidas por Deterioro (Revers), Neto</b> | -2.099.024  | -2.235.513  | -1.943.773  | -2.488.026  | -1.087.170  |

### Otros Gastos:

Es por lejos la cuenta de costos de operación más relevante (55,19% sobre los ingresos de actividades ordinarias a junio 2019). En orden de importancia al interior de esta cuenta, se incluyen: Publicidad, Comisiones y Costo de Venta Equipos; Arriendos y Mantenciones; Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales; Outsourcing y

Materiales; Servicios Profesionales y Consultoría; Energía y Otros Consumos; y Participaciones a Otros Operadores de Servicios.

Gastos por Beneficios a los Empleados:

Es la segunda cuenta relevante de costos de operación (13,60% sobre los ingresos de actividades ordinarias a junio 2019).

Los beneficios a los empleados se pueden desglosar en:

- Plan de beneficios definidos (Beneficios post empleo): indemnizaciones por años de servicio a la que tienen derecho los trabajadores, con contrato de trabajo permanente con Entel Chile S.A, que sean socios de la Corporación Mutua, una vez que hayan alcanzado los 8 años de servicio continuo afiliados a la Mutua. Estas obligaciones se encuentran valorizadas a su valor presente, descontado a tasas de interés de largo plazo y utilizando supuestos actuariales sobre rotaciones de personal, esperanza de vida y proyecciones de renta de los potenciales beneficiarios.
  
- Beneficios por terminación: Las indemnizaciones por cese, distintas a los beneficios post empleo, son reconocidos como un gasto cuando Entel tiene un compromiso demostrable, sin posibilidad real de retirar la oferta, a un plan formal y detallado para terminar el empleo antes de la fecha normal de jubilación, o para pagar indemnizaciones por cese como resultado de una oferta para inducir a las renuncias voluntarias. Si los beneficios se pagan más de 12 meses después de la fecha de presentación de informes, se descuentan a su valor actual.
  
- Beneficios a corto plazo: Se miden sobre valores no descontados y se llevan a gastos cuando los servicios correspondientes se proporcionan. Se reconoce un pasivo por el importe que se espera pagar en bonos en efectivo a corto plazo o en planes de participación en los beneficios si Entel tiene una obligación presente legal o implícita de pagar esta cantidad como resultado de los servicios pasados proporcionados por el empleado, y la obligación se puede estimar de forma fiable.

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

Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto:

Representa el 3,18% sobre los ingresos de actividades ordinarias a junio 2019. Los deterioros de valor que han afectado los resultados se agrupan principalmente en el concepto de “Pérdidas por Deterioro (Reversiones) y Cuentas por Cobrar Comerciales” (93,67% de esta cuenta); y en segundo término, “Pérdidas por Deterioro de Propiedades, Planta y Equipo” (el restante 6,33%).

**7.6. Análisis de Cuentas no Operacionales**

Las cuentas no operacionales (todas recurrentes), son las siguientes:

Tabla 38: Cuentas No Operacionales Entel

| Cuentas no Operacionales (UF)       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | Jun-19     |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ingresos Financieros                | 475.392    | 225.935    | 194.996    | 68.555     | 270.261    |
| Costos Financieros                  | -2.769.444 | -3.120.617 | -2.986.624 | -2.819.117 | -1.692.673 |
| Diferencias de Cambio               | -505.123   | -609.207   | -260.226   | -36.067    | 72.428     |
| Resultados por Unidades de Reajuste | -896.866   | -604.784   | -358.249   | -593.794   | -269.290   |

Ingresos y Costos Financieros:

El detalle de los ingresos y costos financieros a junio 2019 son los siguientes:

- Ingresos (0,79% de los ingresos de actividades ordinarias), explicados en un 92,75% por “Variación del Valor Razonable de Derivados”, seguido de “Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado” e “Intereses Devengados (Netos)”.
- Costos (4,95% de los ingresos): el 58,72% de esta cuenta corresponde a “Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado”, seguido por “Gasto por Intereses, Arrendamientos” (15,44%) y “Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado” (14,72%), y en menor proporción, por “Otros Costos Financieros”, “Coberturas de Tasas de Interes (CCS)”, y “Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo”, entre otras cuentas.

### Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste:

Los orígenes de los efectos en resultados por diferencias de cambio y aplicación de unidades de reajuste a junio 2019, son los siguientes:

- Diferencias de cambio (0,21% de los ingresos): principalmente corresponden al efecto neto de “Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (Cross Currency Swap)” (UF 895.665, valor negativo) y “Obligaciones con el Público - Bonos” (UF 111.958, valor positivo).
- Resultados por Unidades de Reajuste (0,79% de los ingresos), basados en los efectos negativos de “Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (Cross Currency Swap)” (73,57% de esta cuenta) y “Obligaciones con el Público - Bonos” (31,29%).

### **7.7. Análisis de Activos**

Los activos de la empresa a junio 2019 se clasifican como operacionales y no operacionales.

Tabla 39: Clasificación de Activos (Operacionales / No Operacionales)

| <b>Activos Corrientes junio 2019</b>            | <b>Tipo</b>    |
|---|----------------|
| Efectivo y Equivalentes al Efectivo             | No operacional |
| Otros Activos Financieros Corrientes            | Operacional    |
| Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar | Operacional    |
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas     | Operacional    |
| Inventarios                                     | Operacional    |
| Otros Activos No Financieros Corrientes         | Operacional    |
| Activos por Impuestos Corrientes                | Operacional    |
| <b>Activos No Corrientes junio 2019</b>         | <b>Tipo</b>    |
| Otros Activos Financieros No Corrientes         | Operacional    |
| Otros Activos No Financieros No Corrientes      | Operacional    |
| Cuentas por Cobrar No Corrientes                | No operacional |
| Activos Intangibles                             | Operacional    |
| Plusvalía                                       | Operacional    |
| Derechos de Usos por Arriendos                  | Operacional    |
| Activos por Impuestos, No Corrientes            | Operacional    |
| Activos por Impuestos Diferidos                 | Operacional    |
| Propiedades, Planta y Equipo                    | Operacional    |

A continuación se explica en qué consiste cada uno de los activos no operacionales de Entel a junio 2019.

#### Efectivo y Equivalentes al Efectivo:

Principalmente saldo en bancos (49,78% de esta cuenta), seguido por fondos mutuos de renta fija (32,17%) y depósitos a corto plazo (17,73%). Si se revisa por tipo de moneda, la principal es el peso chileno (69,97% de esta cuenta), luego el sol peruano (22,90%) y más atrás el dólar de Estados Unidos (7,08%).

#### Cuentas por Cobrar No Corrientes:

Se componen de tres partidas, principalmente cuentas por cobrar al personal (56,32% de esta cuenta), luego deudores comerciales (30,05%) y finalmente otras cuentas por cobrar (13,63%).

Finalmente, se explica en qué consiste el activo Plusvalía a junio 2019.

#### Plusvalía:

En caso de adquisiciones totales o parciales de derechos sobre sociedades, se aplica el método de la adquisición, estableciendo el valor razonable de los activos y pasivos identificados de la sociedad adquirida, registrando los eventuales mayores valores pagados por la adquisición como plusvalía.

A junio 2019 el principal saldo por plusvalía (91,89% del total de esta cuenta) corresponde a la inversión en la filial Entel PCS Telecomunicaciones S.A., que tiene su origen en la toma de control de todos los activos y pasivos de la filial Entel Telefonía Personal S.A., producto de la absorción de ésta por parte de la sociedad matriz a fines de 2010.

Entel Telefonía Personal S.A., a la fecha de la toma del 100% del control por el Grupo Entel, era la controladora casi exclusiva de dos filiales titulares de sendas concesiones en la banda de 1900MHz, que permitían desarrollar el negocio de telefonía móvil digital en el país.

Entre los factores cualitativos que constituyen la plusvalía reconocida, se consideró el alto potencial de crecimiento y rentabilidad esperado para el negocio de telefonía móvil,

la mayor flexibilidad en la toma de decisiones de inversión y operación, particularmente considerando la exclusión de un accionista minoritario de origen extranjero vinculado a la industria manufacturera de equipos de telecomunicación, y el posicionamiento de mercado que ya presentaba esta filial en esa época.

## 8. Proyección de Estados de Resultados

### 8.1. Proyección de los Ingresos Operacionales

En base a lo indicado en el literal 7, más proyecciones de tendencias de cada segmento de Entel (línea de negocio o región) entre 2015 y junio 2019, se pronostican las tasas de variación de ingresos de operación (ingresos de actividades ordinarias). Se incluye en esta sección, anticipadamente, el primer año de la proyección implícita (año 2024) para efectos de explicar conjuntamente las proyecciones de ventas empleadas (el año 2024 se retomará en el literal “9. Proyección de Flujos de Caja Libre”).

Tabla 40: Proyección de Ingresos Operacionales Entel

| Crecimiento ventas (%)    | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        | 2024e        |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Telefonía Móvil-Chile     | -5,80%       | -2,80%       | -2,80%       | -3,30%       | -3,80%       | -4,30%       |
| Entel Perú                | 13,10%       | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        |
| Servicios Privados        | 6,50%        | 9,50%        | 9,50%        | 9,50%        | 9,00%        | 8,00%        |
| Telefonía Local           | -1,12%       | -1,12%       | -1,12%       | -1,12%       | -1,12%       | -1,12%       |
| Servicio de Televisión    | 7,22%        | 7,22%        | 7,22%        | 7,22%        | 7,22%        | 7,22%        |
| Larga Distancia           | -23,01%      | -23,01%      | -23,01%      | -23,01%      | -23,01%      | -23,01%      |
| Internet                  | 16,42%       | 19,42%       | 19,42%       | 19,42%       | 19,42%       | 19,42%       |
| Servicios a Otros Opers   | -9,33%       | -9,33%       | -9,33%       | -9,33%       | -9,33%       | -9,33%       |
| Negocios de Tráfico       | -5,64%       | -5,64%       | -5,64%       | -5,64%       | -5,64%       | -5,64%       |
| Americatel Perú           | 13,10%       | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        |
| Servs Call Center y Otros | 8,60%        | 8,60%        | 8,60%        | 8,60%        | 8,60%        | 8,60%        |
| <b>Crecimiento Total</b>  | <b>1,24%</b> | <b>1,41%</b> | <b>1,74%</b> | <b>1,87%</b> | <b>1,97%</b> | <b>2,04%</b> |
| <b>Chile</b>              | -2,88%       | 0,15%        | 0,58%        | 0,72%        | 0,82%        | 0,88%        |
| <b>Perú</b>               | 13,10%       | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        | 4,50%        |
| <b>Crecimiento Total</b>  | <b>1,24%</b> | <b>1,41%</b> | <b>1,74%</b> | <b>1,87%</b> | <b>1,97%</b> | <b>2,04%</b> |

En la Tabla 40 se aplican tasas de crecimiento anuales constantes entre 2019 y 2024 (notar que 2019 corresponde al año completo), correspondientes al promedio de las variaciones del período 2015 - 2018. Las excepciones a lo anterior son (celdas coloreadas):

- Entel Perú y Americatel Perú: Dado que en aquel país se proyecta un PIB de Servicios entre 4,8% y 5,5% para el período 2019 - 2022, y que las ventas de Entel muestran una tendencia creciente entre 2015 y junio 2019 en aquel país (crecimiento anual real promedio de 22,85%), se estima un crecimiento anual de

4,5% entre 2020 y 2024, cifra que se considera conservadora ya que se ubica por debajo del valor mínimo del rango de PIB señalado (y la prueba retrospectiva de Tabla 36 avala su fiabilidad y uso). No obstante lo anterior, sólo para el año 2019 se aplicó para ambas líneas de negocio una tasa de crecimiento anual más alta (13,10%) con el fin de lograr que la participación estimada de las ventas de Entel en Perú al cierre de 2019 (28,81%) se mantuviera de nivel similar respecto a la participación real observada a junio 2019 (28,63%).

- Servicio de Televisión: dado que para Entel la tasa de crecimiento anual ha mostrado una tendencia decreciente (de 19,54% en 2015, a 7,07% en 2018 y 7,37% en junio 2019 anualizado), se proyectan las ventas aplicando el promedio de estas dos últimas tasas (7,22%), ya que se estima que este segmento no podrá seguir creciendo a las tasas observadas entre 2015 y 2017, debido a la fuerte competencia de otras alternativas más económicas y de mayor variedad de canales o contenido (Netflix, IP TV, YouTube, etc.), y a la disminución de suscriptores de TV pagada observada desde 2017 e informada por SUBTEL.
- Telefonía Móvil-Chile: Este segmento de Entel ha disminuido 5,80% promedio entre 2015 y 2018. Si bien se proyecta que seguirá disminuyendo cada año, se amortigua la caída en 300 puntos base (pb) en 2020 debido a las positivas perspectivas del PIB chileno para aquel año, lo que se mantiene en 2021 por el mismo motivo. Luego, entre 2022 y 2024 se acelera el descenso a razón de 50 pb anuales.
- Servicios Privados: Este segmento creció 6,50% promedio entre 2015 y 2018. Se mantiene al alza en la proyección, aumentando su crecimiento anual en 300 pb en 2020 debido a las positivas perspectivas del PIB chileno para aquel año, lo que se mantiene en 2021 y 2022 por el mismo motivo. Luego, en 2023 y 2024 se desaceleran sus alzas anuales en 50 pb y 100 pb respectivamente.
- Internet: Este segmento creció 16,42% promedio entre 2015 y 2018. Se mantiene al alza en la proyección, aumentando su crecimiento anual en 300 pb en 2020 debido a las positivas perspectivas del PIB chileno para aquel año, y se mantiene para los años posteriores, debido a que SUBTEL reporta que este servicio continúa con tendencia creciente, y además se esperan nuevos ingresos provenientes de la implementación de la tecnología 5G.

De todo lo anterior, se desprende que el crecimiento de las ventas estimadas de Entel para el período 2019 - 2024, se sustenta en el alza de las ventas en Perú basado en las importantes perspectivas del PIB de servicios, y en que el PIB de Chile, y en particular los servicios, crezca en la línea de las estimaciones mencionadas.

El crecimiento anual estimado para las ventas de Entel se mueve entre 1,24% (2019) y 2,04% (2024). Al comparar a modo de *benchmark* las proyecciones de variación real de ventas de Entel con los informes de las tres entidades financieras citados en el literal 7.4.1, se aprecia que las primeras están por debajo del máximo entregado por dichas entidades entre 2019 y 2021. Para 2022 y 2023 se cuenta con estimaciones (conservadoras) de sólo una entidad financiera, por lo que su comparación no es significativa. Es decir, se considera que las proyecciones de ventas obtenidas son razonables y en línea con las perspectivas del mercado.

Tabla 41: *Benchmark* Proyección Variación Ventas Reales

| Variación real ventas          |          | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e        | 2023e        |
|--------------------------------|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Informes Entidades Financieras | Mínimo   | -0,56%       | 0,05%        | 0,89%        | 1,43%        | 0,20%        |
|                                | Máximo   | 1,44%        | 3,30%        | 2,66%        | 1,43%        | 0,20%        |
|                                | Promedio | <b>0,67%</b> | <b>1,60%</b> | <b>1,78%</b> | <b>1,43%</b> | <b>0,20%</b> |
| Proyección ventas              |          | <b>1,24%</b> | <b>1,41%</b> | <b>1,74%</b> | <b>1,87%</b> | <b>1,97%</b> |

Finalmente, cabe señalar que la cuenta “Otros Ingresos” se proyectó utilizando la participación promedio sobre los ingresos de actividades ordinarias entre 2015 y junio 2019, con lo que se obtuvo un valor marginal de 0,65%.

Dado todo lo anterior, los ingresos proyectados son los siguientes:

Tabla 42: Ingresos Proyectados Entel

| Ingresos Proyectados (UF)          | II Sem 2019 | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       |
|------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 36.067.040  | 71.255.273 | 72.495.115 | 73.850.774 | 75.305.634 |
| Otros Ingresos                     | 235.132     | 464.535    | 472.618    | 481.456    | 490.941    |

## 8.2. Proyección de los Costos Operacionales

En esta sección se tratarán los costos operaciones “Gastos de Administración y Ventas” y “Costos de Explotación”.

Los “Gastos de Administración y Ventas” se componen de la cuenta “Gastos por Beneficios a los Empleados”, la cual posee ítems principalmente fijos, aunque también algunos variables. Las tasas proyectadas de este gasto sobre los ingresos de actividades ordinarias corresponden al promedio (13,40%) de las tasas observadas en el período entre 2015 y junio 2019.

Los “Costos de Explotación” están compuestos por las cuentas “Pérdidas por Deterioro” y “Otros Gastos”; posee ítems principalmente variables, aunque también algunos fijos.

Para la cuenta “Pérdidas por Deterioro”, las tasas proyectadas de este gasto sobre los ingresos de actividades ordinarias corresponden al promedio (3,12%) de las tasas observadas en el período entre 2015 y junio 2019.

Por otra parte, la participación sobre los ingresos de la cuenta “Otros Gastos” ha mostrado una tendencia decreciente, pasando de 63,74% en 2015 a 61,25% en 2018, y más aún, bajando 606 puntos base entre 2018 y junio 2019 (55,19%). Explican este descenso sostenido:

- Los menores gastos por “Arriendos y Mantenciones” (baja de 408 pb semestral) y “Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales” (baja de 218 pb semestral).
- La internalización y mejor gestión de los gastos de la operación en Perú. Si bien no se cuenta con el detalle de esta cuenta en particular para el negocio en Perú, se puede inferir la evolución de todos los gastos revisando sus márgenes EBIT y EBITDA. Entre 2015 y junio 2019 ambos márgenes mostraron marcadas tendencias crecientes, pasando el EBIT de -81,35% en 2015 a -9,89% en junio 2019, y el EBITDA de -68,91% a 6,54% en igual lapso, destacando que esta

última cifra es el primer margen positivo que muestra la operación en Perú (el detalle de los márgenes de la operación en Perú se encuentra en Anexo 13.3).

Se considera que Entel será capaz de progresivamente ir mejorando este porcentaje de “Otros Gastos” en los años proyectados, tomando en cuenta que los márgenes en Perú van al alza, así como las ventas en aquel país, que pasaron de representar el 15,05% de las ventas de Entel en 2015, al 28,87% en junio 2019.

Dado todo lo anterior, la cuenta “Otros Gastos” se proyecta del siguiente modo: primero, se toma el 55,19% observado a junio 2019 y se mejora (disminuye) 40 pb en el segundo semestre 2019, con lo cual se llega a un porcentaje 2019 de 54,98%, es decir, menor en 21 pb al de mitad de año. El racional de esto es replicar la mejora de margen observada entre junio 2018 y el año 2018 (semestre comparable anterior), que fue de 26 pb. Luego, este margen se mejora (disminuye) anualmente 25 pb entre 2020 y 2024.

Finalmente, para proyectar el “Gasto por Depreciación y Amortización”, se mantiene constante para todos los años proyectados el valor anualizado observado al 30 de junio de 2019 (UF 14.688.688), en lugar de proyectarlo utilizando su porcentaje promedio sobre los ingresos operacionales.

Con los supuestos anteriores, los costos y gastos operacionales estimados quedan como sigue:

Tabla 43: Gastos y Costos Proyectados Entel

| <b>Gastos y Costos (UF)</b>                     | <b>II Sem 2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
|---|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Gastos por Beneficios a los Empleados</b>    | -4.833.696         | -9.549.615  | -9.715.778  | -9.897.463  | -10.092.443 |
| <b>Gasto por Depreciación y Amortización</b>    | -7.344.344         | -14.688.688 | -14.688.688 | -14.688.688 | -14.688.688 |
| <b>Pérdidas p Deterioro (Reversiones), Neto</b> | -1.126.218         | -2.224.995  | -2.263.710  | -2.306.041  | -2.351.470  |
| <b>Otros Gastos</b>                             | -19.759.821        | -38.860.038 | -39.354.965 | -39.906.276 | -40.504.166 |

### 8.3. Cálculo de Ganancias de Actividades Operacionales (EBIT)

En resumen, los ingresos y costos operacionales proyectados generan las siguientes ganancias operacionales (EBIT). Se incluye además el EBITDA.

Tabla 44: Ganancias Operacionales Proyectadas Entel

| Ganancias Operac. (UF)                             | II Sem 2019       | 2020              | 2021              | 2022              | 2023              |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias                 | 36.067.040        | 71.255.273        | 72.495.115        | 73.850.774        | 75.305.634        |
| Otros Ingresos                                     | 235.132           | 464.535           | 472.618           | 481.456           | 490.941           |
| Gastos por Beneficios a los Empleados              | -4.833.696        | -9.549.615        | -9.715.778        | -9.897.463        | -10.092.443       |
| Gasto por Depreciación y Amortización              | -7.344.344        | -14.688.688       | -14.688.688       | -14.688.688       | -14.688.688       |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto         | -1.126.218        | -2.224.995        | -2.263.710        | -2.306.041        | -2.351.470        |
| Otros Gastos                                       | -19.759.821       | -38.860.038       | -39.354.965       | -39.906.276       | -40.504.166       |
| Otras Ganancias (Pérdidas)                         | 1.108             | 2.190             | 2.228             | 2.269             | 2.314             |
| <b>Ganancias (Pérdidas) de Acts Operacs (EBIT)</b> | <b>3.239.201</b>  | <b>6.398.662</b>  | <b>6.946.820</b>  | <b>7.536.031</b>  | <b>8.162.122</b>  |
| <b>Margen EBIT (%)</b>                             | <b>8,98%</b>      | <b>8,98%</b>      | <b>9,58%</b>      | <b>10,20%</b>     | <b>10,84%</b>     |
| <b>EBITDA</b>                                      | <b>10.583.545</b> | <b>21.087.350</b> | <b>21.635.508</b> | <b>22.224.719</b> | <b>22.850.810</b> |
| <b>Margen EBITDA (%)</b>                           | <b>29,34%</b>     | <b>29,59%</b>     | <b>29,84%</b>     | <b>30,09%</b>     | <b>30,34%</b>     |

A modo de *benchmark*, se puede señalar que todos los informes de entidades financieras citados en literal 7.4.1 concuerdan al proyectar mejoras sustanciales en los márgenes EBIT y EBITDA a partir del cierre del ejercicio 2019. Los márgenes proyectados en esta sección son la mayoría de las veces más conservadores que los expresados en promedio en dichos informes, tal como se aprecia en los siguientes cuadros:

Tabla 45: *Benchmark* Márgenes EBIT

| % EBIT                     | 2019e        | 2020e         | 2021e         | 2022e         | 2023e         |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Mínimo</b>              | 8,70%        | 10,00%        | 14,00%        | 16,10%        | 15,80%        |
| <b>Máximo</b>              | 11,90%       | 12,90%        | 15,30%        | 16,10%        | 15,80%        |
| <b>Promedio</b>            | <b>9,87%</b> | <b>11,30%</b> | <b>14,65%</b> | <b>16,10%</b> | <b>15,80%</b> |
| <b>% EBIT (proyección)</b> | <b>8,11%</b> | <b>8,98%</b>  | <b>9,58%</b>  | <b>10,20%</b> | <b>10,84%</b> |

Tabla 46: *Benchmark* Márgenes EBITDA

| % EBITDA                     | 2019e         | 2020e         | 2021e         | 2022e         | 2023e         |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Mínimo</b>                | 23,50%        | 25,10%        | 30,00%        | 31,60%        | 31,10%        |
| <b>Máximo</b>                | 28,80%        | 29,70%        | 31,80%        | 31,60%        | 31,10%        |
| <b>Promedio</b>              | <b>25,77%</b> | <b>27,60%</b> | <b>30,90%</b> | <b>31,60%</b> | <b>31,10%</b> |
| <b>% EBITDA (proyección)</b> | <b>29,01%</b> | <b>29,59%</b> | <b>29,84%</b> | <b>30,09%</b> | <b>30,34%</b> |

Finalmente, cabe señalar que para estimar la cuenta marginal “Otras Ganancias (Pérdidas)”, se proyectó utilizando su porcentaje promedio sobre los ingresos operacionales entre 2015 y junio 2019 (0,003%).

#### 8.4. Proyección de Resultado No Operacional

Todas las cuentas del resultado no operacional son recurrentes (Ingresos y Gastos Financieros, Diferencias de Cambio, y Resultados por Unidades de Reajuste).

Las tasas proyectadas para todas las cuentas del resultado no operacional (sobre los ingresos de actividades ordinarias), son las correspondientes al promedio de las tasas observadas en el período entre 2015 y junio 2019 (este último anualizado), ya que todas ellas se aprecian bastante estables en el tiempo, y su magnitud total es baja, siendo la más relevante “Costos Financieros” con un 4,95% sobre los ingresos de junio 2019.

Tabla 47: Proyección Resultado No Operacional Entel

| Proyecc. Resultado No Operac. (UF)  | II Sem 2019 | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       |
|-------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Ingresos Financieros                | 155.770     | 307.745    | 313.099    | 318.954    | 325.238    |
| Costos Financieros                  | -1.551.618  | -3.065.430 | -3.118.768 | -3.177.089 | -3.239.678 |
| Diferencias de Cambio               | -128.680    | -254.225   | -258.648   | -263.485   | -268.676   |
| Resultados por Unidades de Reajuste | -308.610    | -609.701   | -620.310   | -631.909   | -644.358   |

#### 8.5. Cálculo de Ganancias antes de Impuesto

Al descontar del resultado operacional las cuentas del resultado no operacional, se obtiene la ganancia antes de impuestos.

Tabla 48: Ganancias Antes de Impuestos Entel

| Ganancias antes de Imp. (UF)                       | II Sem 2019      | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Ganancias (Pérdidas) de Acts Operacs (EBIT)</b> | <b>3.239.201</b> | <b>6.398.662</b> | <b>6.946.820</b> | <b>7.536.031</b> | <b>8.162.122</b> |
| Ingresos Financieros                               | 155.770          | 307.745          | 313.099          | 318.954          | 325.238          |
| Costos Financieros                                 | -1.551.618       | -3.065.430       | -3.118.768       | -3.177.089       | -3.239.678       |
| Diferencias de Cambio                              | -128.680         | -254.225         | -258.648         | -263.485         | -268.676         |
| Resultados por Unidades de Reajuste                | -308.610         | -609.701         | -620.310         | -631.909         | -644.358         |
| <b>Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto</b>        | <b>1.406.062</b> | <b>2.777.051</b> | <b>3.262.193</b> | <b>3.782.501</b> | <b>4.334.648</b> |

## 8.6. Cálculo de Pago de Impuesto

La tasa de impuestos corporativos es la señalada en Tabla 21 (27,72%), que pondera las tasas de impuestos de Chile y Perú según participación de sus ventas respectivas.

Tabla 49: Pago de Impuestos Proyectados Entel

| Impuestos (UF)                              | II Sem 2019      | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto</b> | <b>1.406.062</b> | <b>2.777.051</b> | <b>3.262.193</b> | <b>3.782.501</b> | <b>4.334.648</b> |
| Ingreso (Gasto) por Impuesto Gcias          | -389.761         | -769.799         | -904.280         | -1.048.509       | -1.201.564       |
| Tasa de impuestos corporativos              | 27,72%           | 27,72%           | 27,72%           | 27,72%           | 27,72%           |

## 8.7. Cálculo de Ganancia o Pérdida

En resumen, la ganancia neta después de impuestos proyectada entre el segundo semestre 2019 y el año 2023 es la siguiente:

Tabla 50: Ganancia y Márgenes Netos Proyectados Entel

| Ganancia (UF)                               | II Sem 2019      | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto</b> | 1.406.062        | 2.777.051        | 3.262.193        | 3.782.501        | 4.334.648        |
| <b>Ingreso (Gasto) por Impuesto Gcias</b>   | -389.761         | -769.799         | -904.280         | -1.048.509       | -1.201.564       |
| <b>Ganancia (Pérdida)</b>                   | <b>1.016.301</b> | <b>2.007.252</b> | <b>2.357.913</b> | <b>2.733.992</b> | <b>3.133.084</b> |
| <b>Margen neto (%)</b>                      | <b>2,82%</b>     | <b>2,82%</b>     | <b>3,25%</b>     | <b>3,70%</b>     | <b>4,16%</b>     |

A modo de *benchmark*, los márgenes netos estimados por las instituciones financieras (literal 7.4.1) son bastante menos conservadores que los proyectados en esta sección, ya que son entre 1,8 y 2,9 veces superiores.

Tabla 51: *Benchmark* Margen Neto Proyectado

| % Margen neto                     | 2019e        | 2020e        | 2021e        | 2022e         | 2023e         |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Mínimo</b>                     | 3,00%        | 4,10%        | 7,00%        | 10,87%        | 12,03%        |
| <b>Máximo</b>                     | 5,02%        | 6,92%        | 9,76%        | 10,87%        | 12,03%        |
| <b>Promedio</b>                   | <b>3,94%</b> | <b>5,34%</b> | <b>8,38%</b> | <b>10,87%</b> | <b>12,03%</b> |
| <b>% Margen neto (proyección)</b> | <b>2,19%</b> | <b>2,82%</b> | <b>3,25%</b> | <b>3,70%</b>  | <b>4,16%</b>  |

## 8.8. Estados de Resultados Proyectados

Todos los supuestos detallados en los literales 8.1 a 8.7 permiten construir el estado de resultados proyectado.

Tabla 52: Estados de Resultados Proyectados Entel

| <b>EERR Proyectado (UF)</b>                        | <b>II Sem 2019</b> | <b>2020</b>      | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      |
|--|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ingresos de Acts. Ordinarias                       | 36.067.040         | 71.255.273       | 72.495.115       | 73.850.774       | 75.305.634       |
| Otros Ingresos                                     | 235.132            | 464.535          | 472.618          | 481.456          | 490.941          |
| Gastos por Beneficios a los Emp.                   | -4.833.696         | -9.549.615       | -9.715.778       | -9.897.463       | -10.092.443      |
| Gasto por Depreciación y Amort.                    | -7.344.344         | -14.688.688      | -14.688.688      | -14.688.688      | -14.688.688      |
| Pérdidas p Deterioro (Revs)                        | -1.126.218         | -2.224.995       | -2.263.710       | -2.306.041       | -2.351.470       |
| Otros Gastos                                       | -19.759.821        | -38.860.038      | -39.354.965      | -39.906.276      | -40.504.166      |
| Otras Ganancias (Pérdidas)                         | 1.108              | 2.190            | 2.228            | 2.269            | 2.314            |
| <b>Ganancias (Pérdidas) de Acts Operacs (EBIT)</b> | <b>3.239.201</b>   | <b>6.398.662</b> | <b>6.946.820</b> | <b>7.536.031</b> | <b>8.162.122</b> |
| Ingresos Financieros                               | 155.770            | 307.745          | 313.099          | 318.954          | 325.238          |
| Costos Financieros                                 | -1.551.618         | -3.065.430       | -3.118.768       | -3.177.089       | -3.239.678       |
| Diferencias de Cambio                              | -128.680           | -254.225         | -258.648         | -263.485         | -268.676         |
| Resultados por Un. de Reajuste                     | -308.610           | -609.701         | -620.310         | -631.909         | -644.358         |
| Ganancia antes de Impuesto                         | 1.406.062          | 2.777.051        | 3.262.193        | 3.782.501        | 4.334.648        |
| (Gasto) por Impuesto Ganancias                     | -389.761           | -769.799         | -904.280         | -1.048.509       | -1.201.564       |
| <b>Ganancia (Pérdida)</b>                          | <b>1.016.301</b>   | <b>2.007.252</b> | <b>2.357.913</b> | <b>2.733.992</b> | <b>3.133.084</b> |

Se aprecia que existe utilidad (operacional y neta) para todos los períodos proyectados.

## 9. Proyección de Flujos de Caja Libre

Antes de comenzar a determinar el Flujo de Caja Libre, se agrega a la Tabla 52 el primer año de la proyección implícita (año 2024), cuyos supuestos de incremento de ventas respecto al año 2023, y variación de márgenes (EBIT, EBITDA y neto) ya fueron explicados en el literal 8.

Tabla 53: Proyección Flujo de Caja Libre Entel

| <b>EERR Proyectado (UF)</b>      | <b>II Sem 2019</b> | <b>2020</b>      | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      |
|----------------------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ingresos de Acts. Ordinarias     | 36.067.040         | 71.255.273       | 72.495.115       | 73.850.774       | 75.305.634       | 76.841.869       |
| Otros Ingresos                   | 235.132            | 464.535          | 472.618          | 481.456          | 490.941          | 500.956          |
| Gastos por Beneficios Emp.       | -4.833.696         | -9.549.615       | -9.715.778       | -9.897.463       | -10.092.443      | -10.298.329      |
| Gasto Depreciac. y Amort.        | -7.344.344         | -14.688.688      | -14.688.688      | -14.688.688      | -14.688.688      | -14.688.688      |
| Pérdidas p Deterioro (Revers.)   | -1.126.218         | -2.224.995       | -2.263.710       | -2.306.041       | -2.351.470       | -2.399.440       |
| Otros Gastos                     | -19.759.821        | -38.860.038      | -39.354.965      | -39.906.276      | -40.504.166      | -41.138.346      |
| Otras Ganancias                  | 1.108              | 2.190            | 2.228            | 2.269            | 2.314            | 2.361            |
| <b>Ganancias de Acts Operacs</b> | <b>3.239.201</b>   | <b>6.398.662</b> | <b>6.946.820</b> | <b>7.536.031</b> | <b>8.162.122</b> | <b>8.820.383</b> |
| Ingresos Financieros             | 155.770            | 307.745          | 313.099          | 318.954          | 325.238          | 331.873          |
| Costos Financieros               | -1.551.618         | -3.065.430       | -3.118.768       | -3.177.089       | -3.239.678       | -3.305.767       |
| Diferencias de Cambio            | -128.680           | -254.225         | -258.648         | -263.485         | -268.676         | -274.157         |
| Resultados por Un. de Reajuste   | -308.610           | -609.701         | -620.310         | -631.909         | -644.358         | -657.503         |
| Ganancia antes de Impuesto       | 1.406.062          | 2.777.051        | 3.262.193        | 3.782.501        | 4.334.648        | 4.914.829        |
| (Gasto) por Impuesto Gcias.      | -389.761           | -769.799         | -904.280         | -1.048.509       | -1.201.564       | -1.362.390       |
| <b>Ganancia (Pérdida)</b>        | <b>1.016.301</b>   | <b>2.007.252</b> | <b>2.357.913</b> | <b>2.733.992</b> | <b>3.133.084</b> | <b>3.552.439</b> |

### 9.1. Ajuste de Estados de Resultados

En primer lugar se deben realizar algunos ajustes (reversas) sobre las ganancias de los ejercicios para obtener el Flujo de Caja Bruto. Las cuentas a ajustar, que provienen de los estados de resultados, se registran al comienzo de la Tabla 54, antes de las

ganancias de los ejercicios, con el fin de explicitar cómo se ajustarán en la parte inferior de la misma Tabla. Nótese que los ajustes se realizan con signo cambiado, y que las cuentas “Otras ganancias (pérdidas)”, “Ingresos financieros” y “Costos Financieros” se ajustan con valores después de impuestos.

Tabla 54: Ajustes Realizados a Estados de Resultados Entel

| <b>CUENTAS A AJUSTAR</b>       | <b>II Sem 2019</b> | <b>2020</b>       | <b>2021</b>       | <b>2022</b>       | <b>2023</b>       | <b>2024</b>       |
|--------------------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Gasto por Dep. y Amort.        | -7.344.344         | -14.688.688       | -14.688.688       | -14.688.688       | -14.688.688       | -14.688.688       |
| Otras Ganancias                | 1.108              | 2.190             | 2.228             | 2.269             | 2.314             | 2.361             |
| Ingresos Financieros           | 155.770            | 307.745           | 313.099           | 318.954           | 325.238           | 331.873           |
| Costos Financieros             | -1.551.618         | -3.065.430        | -3.118.768        | -3.177.089        | -3.239.678        | -3.305.767        |
| Diferencias de Cambio          | -128.680           | -254.225          | -258.648          | -263.485          | -268.676          | -274.157          |
| Resultados por Un. de Reajuste | -308.610           | -609.701          | -620.310          | -631.909          | -644.358          | -657.503          |
| <b>AJUSTES</b>                 |                    |                   |                   |                   |                   |                   |
| <b>Ganancia (Pérdida)</b>      | <b>1.016.301</b>   | <b>2.007.252</b>  | <b>2.357.913</b>  | <b>2.733.992</b>  | <b>3.133.084</b>  | <b>3.552.439</b>  |
| Depreciación y Amortización    | 7.344.344          | 14.688.688        | 14.688.688        | 14.688.688        | 14.688.688        | 14.688.688        |
| Otras ganancias (after taxes)  | -801               | -1.583            | -1.610            | -1.640            | -1.673            | -1.707            |
| Ingresos financ. (after taxes) | -112.591           | -222.438          | -226.308          | -230.540          | -235.082          | -239.878          |
| Costos financ. (after taxes)   | 1.121.510          | 2.215.693         | 2.254.246         | 2.296.400         | 2.341.639         | 2.389.409         |
| Diferencias de cambio          | 128.680            | 254.225           | 258.648           | 263.485           | 268.676           | 274.157           |
| Resultados por un. de reajuste | 308.610            | 609.701           | 620.310           | 631.909           | 644.358           | 657.503           |
| <b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>     | <b>9.806.054</b>   | <b>19.551.538</b> | <b>19.951.886</b> | <b>20.382.294</b> | <b>20.839.690</b> | <b>21.320.610</b> |

Ya obtenido el Flujo de Caja Bruto, se deben determinar tres conceptos para llegar al Flujo de Caja Libre: Inversión en Reposición, Nuevas Inversiones (Inversión en Activo Fijo) e Inversión en Capital de Trabajo; los que se detallan a continuación.

## 9.2. Estimación de Inversión en Reposición

El porcentaje de inversión de reposición se obtiene como el cociente entre las “Compras de Propiedad, Planta y Equipo” indicadas en el Flujo de Efectivo, y la cuenta de “Depreciación y Amortización”.

Tabla 55: Antecedentes Estimación Inversión en Reposición Entel

| Inversión de Reposición               | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | Jun-19    | Promedio |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|-----------|----------|
| Compras de Propiedad, Planta y Equipo | 20.429.728 | 17.383.892 | 18.714.154 | 18.439.365 | 9.954.787 |          |
| Depreciación y Amortización           | 10.676.363 | 11.370.295 | 11.786.924 | 12.028.163 | 7.344.344 |          |
| Inversión de Reposición               | 191,35%    | 152,89%    | 158,77%    | 153,30%    | 135,54%   | 158,37%  |

Dado que el porcentaje de inversión en reposición supera el 100% en todos los períodos y en el promedio, se acotará en un valor igual al 100% de la depreciación y amortización para todos los períodos, y no sólo para el último (2024).

Tabla 56: Estimación Inversión en Reposición Entel

| Inv. en Reposición      | II Sem 2019 | 2020       | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       |
|-------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Inversión en Reposición | 7.344.344   | 14.688.688 | 14.688.688 | 14.688.688 | 14.688.688 | 14.688.688 |

## 9.3. Estimación de Nuevas Inversiones (Activo Fijo)

Se determina el cociente entre la cuenta del activo “Propiedades, Planta y Equipo” y las ventas (“Ingresos de Actividades Ordinarias”).

Tabla 57: Antecedentes Estimación Nuevas Inversiones (Activo Fijo) Entel

| Inversión en Activo Fijo           | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | Jun-19     | Promedio |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| Propiedades, Planta y Equipo       | 69.669.869 | 69.440.289 | 70.025.575 | 73.828.219 | 74.721.346 |          |
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 69.632.307 | 70.885.778 | 72.507.689 | 69.403.934 | 34.197.503 |          |
| Activo fijo (% de las ventas)      | 100,05%    | 97,96%     | 96,58%     | 106,37%    | 218,50%    | 100,24%  |

Si bien el promedio entre 2015 y 2018 da 100,24%, si se usa este factor para proyectar, el activo fijo total disminuiría durante el segundo semestre 2019 respecto al primer

semestre 2019, lo que no hace sentido. Por lo anterior, para proyectar se mantiene el porcentaje observado en 2018, es decir, 106,37%, con lo cual se obtiene una serie de activo fijo proyectado razonable (notar que no se ocupa el factor de junio 2019 debido a que es el doble del resto, debido a que mezcla un numerador de stock con un denominador de flujo equivalente a medio año). Cabe señalar que desde el año 2024 en adelante no se proyecta inversión en activo fijo.

Tabla 58: Estimación Nuevas Inversiones (Activo Fijo) Entel

| <b>Inversión en Activo Fijo</b>    | <b>II Sem 2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
|------------------------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 36.067.040         | 71.255.273  | 72.495.115  | 73.850.774  | 75.305.634  |
| Activo Fijo Proyectado             | 38.366.201         | 75.797.575  | 77.116.452  | 78.558.530  | 80.106.133  |
| Nueva Inversión en Activo Fijo     | 22.342             | 1.053.886   | 1.318.878   | 1.442.078   | 1.547.603   |

A modo de *benchmark*, respecto a los informes de entidades financieras, las inversiones proyectadas (reposición más activo fijo) están en línea con las estimaciones de CAPEX (*Capital Expenditure*) de Banco Santander, y son superiores a las estimaciones de otros dos actores. Por lo tanto, se concluye que los montos de inversiones proyectados son razonables y acordes a una industria intensiva en el uso de CAPEX.

Tabla 59: Estimación Inversión en Reposición y Activo Fijo Entel

| <b>Inv. en Reposición + Activo Fijo</b> | <b>II Sem 2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
|---|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Inversión en Reposición                 | 7.344.344          | 14.688.688  | 14.688.688  | 14.688.688  | 14.688.688  |
| Nueva Inversión en Activo Fijo          | 22.342             | 1.053.886   | 1.318.878   | 1.442.078   | 1.547.603   |
| Total                                   | 7.366.686          | 15.742.574  | 16.007.566  | 16.130.765  | 16.236.291  |

Tabla 60: *Benchmark* con CAPEX Entidades Financieras

| <b>Benchmark CAPEX</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Proyección</b>      | 15.742.574  | 16.007.566  | 16.130.765  | 16.236.291  |
| <b>Banco Santander</b> | 16.169.407  | 16.169.407  | 16.169.407  |             |
| <b>Itaú BBA</b>        | 14.236.716  | 13.675.742  | 11.608.666  | 11.604.932  |
| <b>Larraín Vial</b>    | 14.539.193  | 13.913.587  |             |             |

#### 9.4. Estimación de Inversión en Capital de Trabajo

La proyección de Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) se realiza considerando los activos y pasivos corrientes detectados como operacionales, según el siguiente detalle:

Tabla 61: Estimación Capital de Trabajo (CTON y RCTON) Entel

| <b>Activos Corrientes</b>                               | <b>2015</b>       | <b>2016</b>       | <b>2017</b>       | <b>2018</b>       | <b>Jun-19</b>     | <b>Promedio</b> |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| Otros Activos Financieros Corrientes                    | 929.405           | 180.877           | 79.060            | 622.577           | 334.051           |                 |
| Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar         | 12.037.786        | 12.548.446        | 12.928.359        | 15.916.096        | 15.247.037        |                 |
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas             | 27.251            | 36.865            | 15.468            | 14.127            | 24.105            |                 |
| Inventarios   | 3.684.680         | 3.469.591         | 3.616.999         | 4.361.555         | 3.831.650         |                 |
| <b>Total Activos Corrientes</b>                         | <b>16.679.122</b> | <b>16.235.779</b> | <b>16.639.885</b> | <b>20.914.356</b> | <b>19.436.844</b> |                 |
| <b>Pasivos Corrientes</b>                               | <b>2015</b>       | <b>2016</b>       | <b>2017</b>       | <b>2018</b>       | <b>Jun-19</b>     |                 |
| Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar | 20.489.565        | 19.168.227        | 20.342.857        | 20.087.746        | 17.430.714        |                 |
| Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas              | 0                 | 0                 | 0                 | 10.822            | 8.513             |                 |
| <b>Total Pasivos Corrientes</b>                         | <b>20.489.565</b> | <b>19.168.227</b> | <b>20.342.857</b> | <b>20.098.567</b> | <b>17.439.227</b> |                 |
| <b>Capital de Trabajo CTON</b>                          | <b>-3.810.443</b> | <b>-2.932.448</b> | <b>-3.702.972</b> | <b>815.788</b>    | <b>1.997.617</b>  |                 |
| Ingresos de Actividades Ordinarias                      | 69.632.307        | 70.885.778        | 72.507.689        | 69.403.934        | 34.197.503        |                 |
| <b>RCTON</b>  | <b>-5,47%</b>     | <b>-4,14%</b>     | <b>-5,11%</b>     | <b>1,18%</b>      | <b>5,84%</b>      | <b>-3,39%</b>   |

El CTON negativo entre 2015 y 2017 denota que Entel se financió mediante proveedores, lo que no es sustentable en el tiempo. Consistentemente, el RCTON (cociente entre el “Capital de Trabajo” y los “Ingresos de Actividades Ordinarias”) promedio entre 2015 y 2018 es negativo (-3,39%), por lo que se concluye que no se requiere inversión en capital de trabajo en ninguno de los períodos proyectados. Notar que no se utiliza en el promedio el RCTON de 5,84% de junio 2019, dado que está distorsionado debido a que su denominador es de flujo y por ende representa sólo medio año.

Tabla 62: Estimación Inversión en Capital de Trabajo Entel

| <b>Inversión en Capital de Trabajo Neto</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias          | 70.264.543  | 71.255.273  | 72.495.115  | 73.850.774  | 75.305.634  |
| CTON  | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Δ CTON                                      | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |

Dado que el CTON de todo el año 2019 es UF 0, mientras que a junio 2019 Entel muestra un capital de trabajo de UF 1.997.617 (de Tabla 61), se concluye que a junio 2019 la empresa tiene exceso de capital de trabajo por este último valor, es decir, UF 1.997.617.

## 9.5. Flujo de Caja Libre (FCL)

Una vez determinadas las inversiones en Reposición, Activo Fijo y en Capital de Trabajo, se descuentan del Flujo de Caja Bruto para obtener el Flujo de Caja Libre.

Tabla 63: Estimación Flujo de Caja Libre Entel

|                                      | <b>II Sem 2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> |
|--------------------------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>FLUJO CAJA BRUTO</b>              | 9.806.054          | 19.551.538  | 19.951.886  | 20.382.294  | 20.839.690  | 21.320.610  |
| Inversión en Reposición              | -7.344.344         | -14.688.688 | -14.688.688 | -14.688.688 | -14.688.688 | -14.688.688 |
| Inversión en Activo Fijo             | -22.342            | -1.053.886  | -1.318.878  | -1.442.078  | -1.547.603  | 0           |
| Inversión en Capital de Trabajo Neto | 0                  | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>           | 2.439.368          | 3.808.964   | 3.944.320   | 4.251.529   | 4.603.399   | 6.631.923   |

Se puede apreciar en el año 2024, primer período de la proyección implícita, que la Inversión en Reposición es igual al 100% de la depreciación y amortización, manteniendo la capacidad generadora de los activos; y que no hay inversiones en Activo Fijo ni en Capital de Trabajo Neto, acorde al supuesto que no existirá crecimiento en ventas desde el año 2024 en adelante.

## 10. Valoración Económica de Entel y de su Precio de Acción

Para realizar la valoración económica de Entel, se requiere determinar a junio 2019 el Exceso o Déficit de Capital de Trabajo, los Activos Prescindibles, y el Valor de los Activos Operacionales; para luego descontar la Deuda Financiera, todo lo cual se detalla en esta sección.

### 10.1. Exceso (Déficit) de Capital de Trabajo

Tal como se mencionó al final del literal 9.4, a junio 2019 Entel muestra un exceso de capital de trabajo igual a UF 1.997.617, cifra que se empleará en la valoración.

### 10.2. Activos Prescindibles

Luego de analizar los activos de Entel, se concluye que los activos prescindibles son: de los activos corrientes, “Efectivo y Equivalentes al Efectivo”; y de los activos no corrientes, “Cuentas por Cobrar No Corrientes”.

Tabla 64: Activos Prescindibles Entel

| <b>Activos Prescindibles</b>        | <b>2015</b>      | <b>2016</b>      | <b>2017</b>      | <b>2018</b>      | <b>Jun-19</b>    |
|-------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Activos Corrientes</b>           |                  |                  |                  |                  |                  |
| Efectivo y Equivalentes al Efectivo | 5.325.685        | 4.209.614        | 5.434.947        | 2.639.077        | 927.322          |
| <b>Activos No Corrientes</b>        |                  |                  |                  |                  |                  |
| Cuentas por Cobrar No Corrientes    | 462.707          | 515.702          | 191.836          | 434.108          | 321.653          |
| <b>Total Activos Prescindibles</b>  | <b>5.788.392</b> | <b>4.725.316</b> | <b>5.626.783</b> | <b>3.073.185</b> | <b>1.248.975</b> |

Para la valoración, se utiliza como monto de activos prescindibles el valor de estos al 30 de junio de 2019, es decir, UF 1.248.975.

### 10.3. Valor de los Activos Operacionales

Para determinar el Valor de los Activos Operacionales en base al método de Flujos de Caja Descontados (FCD), se retoma el Flujo de Caja Libre (FCL) calculado en el literal

9, se le adiciona el valor terminal, y finalmente se descuentan los flujos a valor presente utilizando el costo de capital como tasa de descuento.

Para calcular el valor terminal sin crecimiento, se toma el Flujo de Caja Libre de 2024, primer año de la proyección implícita (UF 6.631.923, del literal 9.5), y se descuenta con la tasa de costo de capital (WACC) determinada en el literal 6.2.7 (4,75%), lo cual deja al valor terminal ubicado en el año 2023:

$$VT (2023) = \frac{UF\ 6.631.923}{4,75\%} = UF\ 139.619.425$$

Dado lo anterior, el flujo total proyectado para el año 2023 es la suma del FCL de aquel año (UF 4.603.399), más el valor terminal calculado precedentemente, es decir:

$$UF\ 4.603.399 + UF\ 139.619.425 = UF\ 144.222.824.$$

Entonces, el Flujo de Caja total proyectado queda como sigue:

Tabla 65: Flujo de Caja Total Proyectado Entel

| AJUSTES                          | II Sem 2019 | 2020      | 2021      | 2022      | 2023        | 2024      |
|----------------------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| <b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>       | 2.439.368   | 3.808.964 | 3.944.320 | 4.251.529 | 4.603.399   | 6.631.923 |
| <b>Valor Terminal</b>            | 0           | 0         | 0         | 0         | 139.619.425 |           |
| <b>Flujo de Caja Total Proy.</b> | 2.439.368   | 3.808.964 | 3.944.320 | 4.251.529 | 144.222.824 |           |

El valor presente del Flujo de Caja Libre y Valor Terminal a diciembre 2019 es el siguiente:

$$\begin{aligned}
 VP\ FCL\ y\ VT\ (Dic19) &= 2.439.368 + \frac{3.808.964}{(1 + 4,75\%)^1} + \frac{3.944.320}{(1 + 4,75\%)^2} + \frac{4.251.529}{(1 + 4,75\%)^3} \\
 &+ \frac{144.222.824}{(1 + 4,75\%)^4} \\
 VP\ FCL\ y\ VT\ (Dic19) &= 133.158.568
 \end{aligned}$$

Lo anterior se debe descontar un semestre (1/2 año) para llevar el valor desde diciembre 2019 a junio 2019. De este modo, el valor presente de los Activos Operacionales a junio 2019 es:

$$VP\ FCL\ y\ VT\ (Jun19) = \frac{133.158.568}{(1 + 4,75\%)^{1/2}}$$

$$VP\ FCL\ y\ VT\ (Jun19) = UF\ 130.104.435$$

#### 10.4. Deuda Financiera

La deuda financiera de la empresa al 30 de Junio de 2019, que se usará en la valoración, es UF 65.705.636 (de Tabla 14). Se compone de “Otros Pasivos Financieros Corrientes” (UF 2.104.468) y “Otros Pasivos Financieros no Corrientes” (UF 63.601.169).

#### 10.5. Valor Patrimonio Económico y Precio de la Acción de Entel

Con todos los antecedentes expuestos, la valoración del Patrimonio Económico y luego de la acción, es como sigue:

**Valor Total de los Activos** = Valor de los Activos Operacionales  
+/- Exceso (déficit) de Capital de Trabajo  
+ Activos Prescindibles

**Valor Patrimonio Económico** = Valor Total de los Activos  
- Deuda Financiera

Al dividir el Patrimonio Económico (UF 67.645.391) por el número de acciones (302.017.113) se obtiene el precio estimado de la acción (Tabla 66).

Se aprecia que la valoración al 30 de junio de 2019 entrega un precio estimado para la acción de \$ 6.249,7, versus un precio real a aquella fecha de \$ 6.900,2, es decir, un 9,43% menor (\$ 650,5 más baja), lo que señala una diferencia razonable, e indica que el mercado estaría sobrevalorando el precio de la acción en dicha magnitud.

Tabla 66: Valor Patrimonio Económico y Precio de la Acción de Entel

| <b>Valoración</b>   |                    |
|---|--------------------|
| Valor de los Activos Operacionales, UF                          | 130.104.435        |
| Exceso de Capital de Trabajo, UF                                | 1.997.617          |
| Activos Prescindibles, UF                                       | 1.248.975          |
| <b>Valor Total de los Activos</b>                               | <b>133.351.027</b> |
| Deuda Financiera, UF  | -65.705.636        |
| <b>Valor Patrimonio Económico</b>                               | <b>67.645.391</b>  |
| Número de Acciones al 30 de junio de 2019                       | 302.017.113        |
| Precio de la acción en UF                                       | 0,22               |
| <b>Precio de la acción en pesos, estimado</b>                   | <b>6.249,7</b>     |
| Precio de la acción en pesos, de mercado al 30 de junio de 2019 | 6.900,2            |
| Variación precio acción (estimada vs. mercado)                  | -9,43%             |

## 11. Conclusiones

Esta tesis tuvo por objetivo determinar el valor de la empresa Entel S.A. a través de la valoración del precio de su acción al 30 de junio de 2019, usando el método de valoración de Flujo de Caja Descontado. Entel participa de la industria de las telecomunicaciones, mercado muy competitivo e intensivo en inversiones en activos fijos, por lo que requiere un elevado CAPEX para incorporar innovación tecnológica y de conexiones (ejemplo claro es la 5G). Para valorizar Entel se debe tomar en cuenta lo anterior, y considerar que la empresa se fundó hace 55 años y aún permanece vigente en el mercado chileno, y desde el año 2013 en el peruano. Existen varios participantes que entregan una diversa gama de servicios de comunicación a los clientes, lo que torna competitivo el sector y por ende determinan las ventas que tienen las empresas y su posicionamiento en el mercado.

Las proyecciones de Estados de Resultados y Flujos de Caja se consideran razonables, ya que al comparar con *benchmarks* de entidades financieras de la industria, se constata que se obtienen resultados similares e incluso más conservadores que éstos en cuanto a ventas y márgenes EBIT, EBITDA y neto.

El valor estimado de la acción al 30 de junio de 2019, mediante Flujo de Caja Descontado, es de \$ 6.249,7, y a la misma fecha Entel se transó en el mercado de la Bolsa de Comercio de Santiago a \$ 6.900,2, es decir, \$ 650,5 más alta que el valor estimado, encontrándose por ende una sobrevaloración por parte del mercado de 9,43%. Una de las razones es la sensibilidad que existe en relación con el crecimiento de los ingresos proyectados de la empresa para los mercados de Perú y Chile, los cuales se estimaron en 4,5% anual, y menor a 1% anual, respectivamente. Estas proyecciones son conservadoras en relación con los respectivos PIBs del sector de servicios, ya que están por debajo de los valores mínimos de los rangos de PIB estimados por sus respectivos Bancos Centrales. La valorización por Flujo de Caja Descontado depende de los supuestos utilizados para proyectar las variaciones en ventas, costos, márgenes y de la tasa de descuento, entre otros factores, los que en este caso fueron conservadores y justificados detalladamente en el cuerpo de esta tesis.

## 12. Bibliografía

1. Apuntes Taller Valoración, Magister en Finanzas Weekend, Profesor Marcelo González.
2. El desafiante entorno de una industria altamente competitiva, Reporte Sectorial elaborado por ICR, 7 marzo de 2019.
3. Entel Group, 17th Santander, Latam Conference, London , 13-14 de mayo 2019.
4. Informe Sectorial: Telecomunicaciones en Chile, SUBTEL, Primer Semestre 2019.
5. Inversiones Security, “Sector Telecom-TI: Resultados de filiales y marco regulatorio, clave para Upside”, 16 de noviembre de 2018.
6. Itaú BBA, Entel, “Growth Likely to Fall Short of Expectations - Maintaining UP”, 12 de junio de 2019.
7. Larrain Vial, “LVRS Handbook: Telco & IT”, 11 de marzo de 2019.
8. Santander Corporate & Investment Banking, Latin American Equity Research, “Latam Telecom, Media & Technology”, 22 de abril de 2019.
9. Memoria Anual Entel 2018, Entel S.A.

### Páginas Web

<http://www.americamovil.com>

<http://www.att.com>

<http://www.bcentral.cl>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.bmv.com.mx>

<http://www.bolsadesantiago.com>

<http://www.businesswire.com>

<http://www.cmfchile.cl>

<http://www.entel.cl>

<http://www.finance.yahoo.com>

<http://www.icr.cl>

<http://www.lla.com>

<http://www.marketwatch.com>

<http://www.mef.gob.pe>

<http://mx.investing.com>

<http://www.osiptel.gob.pe>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

<http://www.riskamerica.com>

<http://www.sebra.cl> (Terminal Sebra, Bolsa de Comercio de Santiago)

<http://www.subtel.gob.cl>

<http://www.telefonicachile.cl>

## 13. Anexos

### 13.1. Balances Generales Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019

Cifras en UF.

|   | 2015               | 2016               | 2017               | 2018               | Jun-19             |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>ACTIVOS CORRIENTES</b>                       |                    |                    |                    |                    |                    |
| Efectivo y Equivalentes al Efectivo             | 5.325.685          | 4.209.614          | 5.434.947          | 2.639.077          | 927.322            |
| Otros Activos Financieros Corrientes            | 929.405            | 180.877            | 79.060             | 622.577            | 334.051            |
| Otros Activos No Financieros Corrientes         | 1.073.777          | 1.084.165          | 1.268.523          | 3.951.502          | 3.258.222          |
| Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar | 12.037.786         | 12.548.446         | 12.928.359         | 15.916.096         | 15.247.037         |
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas     | 27.251             | 36.865             | 15.468             | 14.127             | 24.105             |
| Inventarios                                     | 3.684.680          | 3.469.591          | 3.616.999          | 4.361.555          | 3.831.650          |
| Activos por Impuestos Corrientes                | 4.010.304          | 7.614.916          | 4.455.064          | 1.900.938          | 1.538.155          |
| <b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>                 | <b>27.088.888</b>  | <b>29.144.475</b>  | <b>27.798.419</b>  | <b>29.405.873</b>  | <b>25.160.543</b>  |
| <b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| Otros Activos Financieros No Corrientes         | 9.664.265          | 4.250.314          | 1.362.684          | 3.175.638          | 2.452.025          |
| Otros Activos No Financieros No Corrientes      | 105.675            | 161.364            | 220.085            | 5.790.750          | 5.572.770          |
| Cuentas por Cobrar No Corrientes                | 462.707            | 515.702            | 191.836            | 434.108            | 321.653            |
| Activos Intangibles                             | 5.488.425          | 12.196.621         | 11.154.559         | 11.426.005         | 11.104.962         |
| Plusvalía                                       | 1.842.746          | 1.790.389          | 1.757.923          | 1.712.839          | 1.692.096          |
| Propiedades, Planta y Equipo                    | 69.669.869         | 69.440.289         | 70.025.575         | 73.828.219         | 74.721.346         |
| Derechos de Usos por Arriendos                  |                    |                    |                    |                    | 13.217.313         |
| Activos por Impuestos, No Corrientes            |                    |                    | 4.156.114          | 85.862             | 49.342             |
| Activos por Impuestos Diferidos                 | 12.991.867         | 14.595.964         | 15.022.547         | 17.949.946         | 21.300.184         |
| <b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>              | <b>100.225.555</b> | <b>102.950.644</b> | <b>103.891.324</b> | <b>114.403.366</b> | <b>130.431.691</b> |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>                            | <b>127.314.443</b> | <b>132.095.118</b> | <b>131.689.743</b> | <b>143.809.239</b> | <b>155.592.234</b> |

|   |                    |                    |                    |                    |                    |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>PASIVOS CORRIENTES</b>                                   |                    |                    |                    |                    |                    |
| Otros Pasivos Financieros Corrientes                        | 848.115            | 943.802            | 1.363.529          | 747.952            | 2.104.468          |
| Obligaciones por Arrendamientos Corrientes                  |                    |                    |                    |                    | 2.228.239          |
| Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar     | 20.489.565         | 19.168.227         | 20.342.857         | 20.087.746         | 17.430.714         |
| Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas                  |                    |                    |                    | 10.822             | 8.513              |
| Otras Provisiones   | 134.043            | 195.910            | 275.004            | 306.396            | 302.681            |
| Pasivos por Impuestos Corrientes                            | 233.798            | 184.815            | 13.280             | 1.574.691          | 110.326            |
| Otros Pasivos No Financieros Corrientes                     | 1.121.207          | 1.370.456          | 1.268.317          | 1.169.511          | 1.091.900          |
| <b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>                             | <b>22.826.728</b>  | <b>21.863.210</b>  | <b>23.262.986</b>  | <b>23.897.118</b>  | <b>23.276.842</b>  |
| <b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>                                |                    |                    |                    |                    |                    |
| Otros Pasivos Financieros No Corrientes                     | 64.541.313         | 59.849.399         | 59.366.582         | 65.113.159         | 63.601.169         |
| Obligaciones por Arrendamientos No Corrientes               |                    |                    |                    |                    | 10.115.865         |
| Otras Provisiones No Corrientes                             | 1.115.235          | 1.298.858          | 1.361.353          | 1.598.158          | 1.557.597          |
| Pasivos por Impuestos Diferidos                             | 777.351            | 676.385            | 822.172            | 2.987.249          | 6.636.552          |
| Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados    | 370.528            | 394.997            | 454.191            | 478.462            | 473.112            |
| Otros Pasivos No Financieros No Corrientes                  | 407.409            | 119.689            | 212.119            | 165.610            | 201.635            |
| <b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>                          | <b>67.211.835</b>  | <b>62.339.328</b>  | <b>62.216.416</b>  | <b>70.342.638</b>  | <b>82.585.929</b>  |
| <b>PATRIMONIO</b>   |                    |                    |                    |                    |                    |
| Capital Emitido   | 20.393.528         | 33.203.555         | 32.645.796         | 31.736.679         | 31.352.801         |
| Ganancias (Pérdidas) Acumuladas                             | 16.653.185         | 17.106.307         | 17.952.073         | 20.241.821         | 20.517.155         |
| Otras Reservas  | 229.167            | -2.417.283         | -4.387.529         | -2.409.016         | -2.140.493         |
| Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora | 37.275.880         | 47.892.580         | 46.210.340         | 49.569.483         | 49.729.463         |
| Participaciones No Controladoras                            |                    |                    |                    |                    |                    |
| <b>PATRIMONIO TOTAL</b>                                     | <b>37.275.880</b>  | <b>47.892.580</b>  | <b>46.210.340</b>  | <b>49.569.483</b>  | <b>49.729.463</b>  |
| <b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>                           | <b>127.314.443</b> | <b>132.095.118</b> | <b>131.689.743</b> | <b>143.809.239</b> | <b>155.592.234</b> |

### 13.2. Estados de Resultados Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019

Cifras en UF.

| ESTADOS DE RESULTADOS   | 2014              | 2015              | 2016              | 2017              | 2018              | Jun-19           |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| <b>Ingresos de Actividades Ordinarias</b>                       | 67.314.884        | 69.632.307        | 70.885.778        | 72.507.689        | 69.403.934        | 34.197.503       |
| <b>Otros Ingresos</b>   | 174.595           | 323.255           | 729.247           | 446.853           | 358.210           | 216.899          |
| <b>Gastos por Beneficios a los Empleados</b>                    | -9.023.591        | -9.637.710        | -9.321.628        | -9.297.793        | -9.437.554        | -4.650.047       |
| <b>Gasto por Depreciación y Amortización</b>                    | -9.730.552        | -                 | -                 | -                 | -                 | -7.344.344       |
| <b>Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto</b>               | -2.243.477        | -2.099.024        | -2.235.513        | -1.943.773        | -2.488.026        | -1.087.170       |
| <b>Otros Gastos</b>   | -41.587.192       | -                 | -                 | -                 | -                 | -                |
| <b>Otras Ganancias (Pérdidas)</b>                               | 242.886           | -1.304            | 14.822            | 4.648             | -3.229            | -1.857           |
| <b>Ganancias (Pérdidas) de Actividades Operacionales (EBIT)</b> | <b>5.147.553</b>  | <b>3.154.376</b>  | <b>4.341.711</b>  | <b>4.380.354</b>  | <b>3.298.040</b>  | <b>2.458.624</b> |
| <b>EBITDA</b>   | <b>14.878.105</b> | <b>13.830.740</b> | <b>15.712.007</b> | <b>16.167.278</b> | <b>15.326.203</b> | <b>9.802.968</b> |
| <b>Ingresos Financieros</b>                                     | 439.301           | 475.392           | 225.935           | 194.996           | 68.555            | 270.261          |
| Costos Financieros  | -2.243.577        | -2.769.444        | -3.120.617        | -2.986.624        | -2.819.117        | -1.692.673       |
| Diferencias de Cambio   | -456.532          | -505.123          | -609.207          | -260.226          | -36.067           | 72.428           |
| Resultados por Unidades de Reajuste                             | -919.135          | -896.866          | -604.784          | -358.249          | -593.794          | -269.290         |
| <b>Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto</b>                     | 1.967.610         | -541.665          | 233.037           | 970.251           | -82.384           | 839.351          |
| Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias                    | 325.413           | 498.667           | 1.063.385         | 649.620           | -774.261          | -319.178         |
| <b>Ganancia (Pérdida)</b>                                       | <b>2.293.023</b>  | <b>-42.998</b>    | <b>1.296.422</b>  | <b>1.619.871</b>  | <b>-856.645</b>   | <b>520.173</b>   |

### 13.3. Estados de Resultados segmento Perú años 2015 al 30 de junio de 2019

Cifras en UF.

|  | 2015              | 2016              | 2017              | 2018              | Jun-19            |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos Operativos  | 9.572.293         | 13.568.521        | 17.560.640        | 17.741.302        | 10.191.000        |
| Otras Partidas Significativas de Ingresos (Gastos)           | -16.168.689       | -18.179.447       | -20.396.568       | -19.704.653       | -9.524.135        |
| <b>Ganancia (Pérdida) del Segmento, (EBITDA)</b>             | <b>-6.596.396</b> | <b>-4.610.926</b> | <b>-2.835.929</b> | <b>-1.963.351</b> | <b>666.865</b>    |
| Depreciación, Amortización y Deterioro                       | -1.190.327        | -1.682.943        | -1.602.200        | -1.727.966        | -1.675.178        |
| <b>Ganancia (Pérdida) Operacional del Segmento, (EBIT)</b>   | <b>-7.786.724</b> | <b>-6.293.869</b> | <b>-4.438.129</b> | <b>-3.691.316</b> | <b>-1.008.313</b> |
| Ingresos por Intereses                                       | 1.489             | 1.794             | 2.037             | 2.600             | 1.446             |
| Gastos por Intereses   | -792.346          | -1.196.458        | -1.472.844        | -1.733.699        | -1.166.252        |
| Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajustes | -146.119          | -83.923           | -1.745            | -68.761           | 70.577            |
| Gasto (Ingreso) sobre Impuesto a la Renta                    | 2.357.639         | 2.007.158         | 1.606.015         | 1.546.409         | 47.984            |
| <b>Ganancia (Pérdida) Total</b>                              | <b>-6.366.061</b> | <b>-5.565.298</b> | <b>-4.304.665</b> | <b>-3.944.767</b> | <b>-2.054.558</b> |
| <b>EBITDA</b>  | <b>-68,91%</b>    | <b>-33,98%</b>    | <b>-16,15%</b>    | <b>-11,07%</b>    | <b>6,54%</b>      |
| <b>EBIT</b>  | <b>-81,35%</b>    | <b>-46,39%</b>    | <b>-25,27%</b>    | <b>-20,81%</b>    | <b>-9,89%</b>     |