



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

**Mediante Método de Múltiplos**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Carla Silva Seguel  
Profesor Guía: Mauricio Jara Bertin**

**Santiago, diciembre 2022.**

## Tabla de contenido

1. RESUMEN EJECUTIVO .....	4
2. METODOLOGÍA.....	5
2.1. Principales métodos de valoración.....	5
2.1.1. Método de flujos de caja descontados .....	5
2.1.2. Método de múltiplos .....	7
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA .....	10
3.1. Descripción de la Empresa .....	10
3.1.1. Antecedentes del negocio e historia .....	10
3.1.2. Principales accionistas .....	11
3.1.3. Filiales.....	12
3.1.4. Riesgos del negocio .....	13
3.2. Descripción de la industria .....	15
3.2.1. Estado actual .....	15
3.2.2. Regulación y fiscalización .....	17
3.2.3. Empresas comparables.....	18
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL .....	22
4.1. Deuda financiera .....	22
4.2. Patrimonio económico .....	23
4.3. Valor económico .....	23
4.4. Estructura de capital histórica y objetivo .....	23
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	25
5.1. Costo de la deuda.....	25
5.2. Beta de la deuda.....	25
5.3. Estimación del beta patrimonial.....	25
5.4. Beta patrimonial sin deuda .....	26
5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo .....	26
5.6. Costo patrimonial.....	27
5.7. Costo de Capital .....	27
6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS .....	28
6.1. Análisis de las empresas comparables .....	28

6.2.	Múltiplos de la industria.....	28
6.3.	Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria .....	30
6.4.	Análisis de los resultados .....	31
7.	CONCLUSIÓN.....	32
8.	BIBLIOGRAFÍA.....	33

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene por objetivo determinar el valor de la acción de Entel S.A. al 31 de diciembre 2021, mediante el método de Valoración por Múltiplos/ Valoración por Flujo de Caja Descontado, según concentración.

Entel es una empresa chilena, constituida en 1964 como una entidad de carácter público para asegurar las telecomunicaciones, pasando a ser en una empresa privada en 1992. Es una empresa líder de tecnología y telecomunicaciones con operaciones en Chile y en Perú (desde el 2014), la cual ofrece distintos servicios, manteniendo actualmente 11 líneas de negocio, tanto para personas como para empresas, corporaciones y mayoristas.

Para valorar mediante la metodología de Múltiplos (concentración 1) se consideraron como comparables América Móvil, TIM y Telefónica Brasil, ya que la primera corresponde a la Matriz que consolida a Claro, uno de los principales competidores en Chile y Perú. Por otro lado, las otras empresas comparables no participan en los mismos países que Entel, pero son las mejores opciones, considerando que otros competidores directos no mantienen información pública. Si bien se calcularon los múltiplos más utilizados para conocer la valoración obtenida por todos ellos, solo se va a ocupar el múltiplo sugerido por la literatura para la industria de las Telecomunicaciones, correspondiente a Enterprise Value/EBITDA, obteniendo así un precio de \$ 3.712, lo que corresponde a un precio 28,93% mayor al valor de mercado de la acción para el 31 de diciembre 2021, interpretando que la acción estaría subvalorada.

Por otro lado, para valorar por la metodología de Flujo de Caja Descontado (concentración 2) se proyectaron los ingresos por venta desde el año 2022 al año 2026, basados en el crecimiento histórico de cada negocio de Entel y las perspectivas del mercado, tanto para Chile y Perú, como para Latinoamérica, estableciendo una perpetuidad desde 2026, además, se proyectaron las distintas cuentas operacionales y no operacionales de la empresa. Junto a esto, se calculó la WACC, el FCB, el RCTON, el FCL y el valor presente de los flujos, para finalmente obtener el precio de la acción, el cual alcanza a \$ 3.273, valor un 13,67% mayor al precio de mercado al 31 de diciembre de 2021, interpretando que la acción estaría subvalorada.

## **2. METODOLOGÍA**

### **2.1. Principales métodos de valoración**

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

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel & Mitto, 2014; Fernández P. , 2012; Palepu, Healy, & Peek, 2019; Pinto, Robinson, & Stowe, 2019). En este trabajo se utiliza el método de valoración por múltiplos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **2.1.2. Método de múltiplos**

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y

el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Fernández P. , 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019).

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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Fernández P. , 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira & Espinosa, 2019).

#### **2.1.2.1. Múltiplos de ganancias**

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

### **2.1.2.2. Múltiplos de valor libro**

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

### **2.1.2.3. Múltiplos de ventas**

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández P. , 2012).

### **3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA**

#### **3.1. Descripción de la Empresa**

##### **3.1.1. Antecedentes del negocio e historia**

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (ENTEL) se constituye en 1964 como una entidad de carácter público para asegurar la comunicación interurbana e internacional posterior al terremoto de 1960. Actualmente es una compañía privada de telecomunicaciones, con operaciones en Chile, y desde 2014 en Perú, ofreciendo servicios a personas, empresas y corporaciones.

A Dic-21 el capital social de Entel S.A. se distribuye en 302.017.113 acciones de única serie, con derecho a voto totalmente suscritas y pagadas por sus 19.965 accionistas, las que transan en el mercado nacional.

En primera instancia, la compañía proveía servicios de larga distancia, pero posteriormente fue sumando nuevos servicios. Actualmente en Chile provee servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo voz, valor agregado, banda ancha e internet móvil, así como servicios de red fija, que comprende 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 negocios y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. Además, ofrece servicios de call center para el mercado corporativo y para las empresas del propio grupo. Mientras que, en Perú, sus actividades se centran en red fija, call center y servicios de telefonía móvil.

A continuación, en la Tabla 1, se presentan los principales antecedentes de Entel S.A. en modo resumen, mientras que en la Tabla 2 se detallan los ingresos y EBITDA por negocio y país para el año 2021.

**Tabla 1. Antecedentes de Entel S.A.**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	ENTEL
Clase de acción	Comunes.
Derechos de cada clase	Derecho a Voto.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa electrónica de Chile.
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Compañía dedicada a las telecomunicaciones a través de las comunicaciones móviles, y fijas. Además, ofrece soluciones tecnologías de información digital. Los servicios se ofrecen en los segmentos personas, empresas, corporación y mayoristas, tanto en servicio prepago como pospago. Actualmente Entel opera en Chile y en Perú.
Rubros y países donde opera	Industria de las Telecomunicaciones en Chile y Perú.

Fuente: Página Web de Entel S.A.

**Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Entel S.A.**

Países y rubros donde opera 2021	Ingresos (MM\$)	%	EBITDA (MM\$)	%
<b>Chile</b>	<b>1.678.428</b>	<b>68,23%</b>	<b>638433</b>	<b>82,65%</b>
Personas	1.069.418	43,47%	395.954	51,26%
Empresas	266.250	10,82%	111.481	14,43%
Corporaciones	250.489	10,18%	74.407	9,63%
Otros negocios	956.929	38,90%	58.411	7,56%
Eliminaciones	-864.658	-35,15%	-1.820	-0,24%
<b>Perú</b>	<b>781.691</b>	<b>31,77%</b>	<b>134.019</b>	<b>17,35%</b>
Telef. Móvil	766.725	31,17%	127.723	16,53%
Telef. Fija	14.966	0,61%	6.296	0,82%
<b>Total</b>	<b>2.460.119</b>	<b>100,00%</b>	<b>772.452</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: EEFF de Entel Dic-2021.

### 3.1.2. Principales accionistas

En la Tabla 3 se observan los 12 principales accionistas a Dic-21, destacando al controlador Inv. Altel Ltda., controlada (directa e indirectamente) en un 99,9% por Almendral S.A., siendo esta controlada por los grupos Matte, Fernández León, Hurtado

Vicuña, Consorcio, Izquierdo y Gianoli, quienes convinieron un Pacto de Actuación Conjunta en 2005.

**Tabla 3. 12 principales accionistas**

Accionistas	N° Acciones suscritas	Propiedad %
INV ALTEL LTDA	165.674.102	54,86%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	11.803.175	3,91%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	10.689.614	3,54%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	8.241.635	2,73%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	7.552.724	2,50%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	6.537.258	2,16%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	5.817.984	1,93%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	5.386.174	1,78%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	5.016.764	1,66%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	4.549.485	1,51%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	4.481.729	1,48%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO C	3.486.123	1,15%

Fuente: CMF.

### 3.1.3. Filiales

Entel mantiene a Dic-21 un total de 16 filiales domiciliadas en Chile y en el extranjero, las cuales se presentan con mayor detalle en la Tabla 4. En el caso de las filiales chilenas, estas están representadas por Sociedades Anónimas Cerradas, no sujetas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF); sus acciones no se transan, ni se encuentran inscritas en el Registro de Valores, a excepción de Entel PCS Telecomunicaciones S.A., ya que por su condición de concesionaria de servicios públicos de telecomunicaciones, está sometida a las mismas normas de las sociedades anónimas abiertas, salvo a la presentación obligatoria de EEFF trimestrales intermedios.

**Tabla 4. Filiales de Entel S.A.**

RUT	Nombre Sociedad	País de origen	Participación Directa	Participación Indirecto
96806980-2	ENTEL PCS TELECOMUNICACIONES S.A.	CHILE	99,99%	0,01%
76479460-5	ENTEL COMERCIAL S.A.	CHILE	-	100,00%
96561790-6	ENTEL INVERSIONES SpA.	CHILE	99,99%	0,01%
96554040-7	ENTEL SERVICIOS TELEFONICOS S.A.	CHILE	91,42%	8,58%
96563570-K	ENTEL CALL CENTER S.A.	CHILE	90,00%	10,00%
96697410-9	ENTEL TELEFONIA LOCAL S.A.	CHILE	99,00%	1,00%
77088124-2	EPH 1	CHILE	99,00%	1,00%
96548490-6	MICARRIER TELECOMUNICACIONES S.A.	CHILE	99,99%	0,01%
96672640-7	ENTEL SERVICIOS EMPRESARIALES S.A.	CHILE	-	100,00%
79637040-8	SOC.DE TELECOMUNICACIONES INSTABEEP	CHILE	99,99%	0,01%
96652650-5	TRANSAM COMUNICACIÓN S.A.	CHILE	-	100,00%
96833480-8	WILL S.A.	CHILE	-	100,00%
76942869-0	ENTEL INTERNACIONAL SpA.	CHILE	100,00%	-
0-E	AMERICATEL PERU S.A.	PERU	25,01%	72,00%
0-E	SERVICIOS DE CALL CENTER DEL PERÚ S.	PERU	0,04%	99,96%
0-E	ENTEL DEL PERU S.A.	PERU	54,12%	45,88%

Fuente: EEFF de Entel Dic-2021.

### 3.1.4. Riesgos del negocio

Entel, al igual que la industria, está expuesta a distintos riesgos, siendo los más destacados los 6 factores que se presentan en la Tabla 5.

**Tabla 5. Riesgos del negocio de Entel S.A.**

Riesgo	Detalles
Evolución Tecnológica	La evolución de la tecnología, hace necesaria la revisión permanente de los proyectos de inversión de manera que estén alineados en satisfacer las necesidades de conectividad de los mercados. Estos cambios ocurren tanto por la modificación en los hábitos de la demanda como en los desarrollos de las nuevas formas de conectarse.
Regulatorio	Los servicios de telecomunicaciones en Chile se rigen principalmente por la Ley General de Telecomunicaciones, sus Reglamentos y normativa técnica complementaria. Dichos cuerpos legales y normativos establecen como principio general un régimen de Libre Competencia en el cual se otorgan concesiones a través de normas preestablecidas y objetivas.
Tipo de Cambio	Los pasivos de Entel están denominados mayoritariamente en moneda extranjera como consecuencia de créditos bancarios y bonos emitidos en los mercados internacionales de deuda. Adicionalmente parte de los proveedores de Entel generan obligaciones por pagar en moneda extranjera.
Tasa de Interés	Generalmente existe una correlación positiva entre el negocio de la compañía, el ciclo económico y el nivel de tasas de interés, lo que genera una cobertura natural entre los flujos del negocio y los gastos financieros. Sin embargo en algunas situaciones se pueden producir desfases en el tiempo respecto de esta.
Crédito	Corresponde al riesgo de crédito relacionado con los saldos en bancos, instrumentos financieros, valores negociables y derivados, es administrado por la Gerencia de Finanzas en conformidad con políticas dictadas para mantener el capital invertido.
Liquidez	Con el fin de minimizar el riesgo, se mantiene una política de liquidez consistente con una adecuada gestión de los activos y pasivos, que permite a la empresa cumplir a cabalidad con los compromisos de pagos en el corto y mediano plazo.

Fuente: Memoria Corporativa anual 2021.

## 3.2. Descripción de la industria

### 3.2.1. Estado actual

Entel se enfrenta a distintos escenarios en Chile y Perú, dada la madurez del mercado y la participación de la empresa en cada país, teniendo en común que ambos mercados son altamente competitivos, concentrados y con un continuó avance tecnológico.

Los principales rubros en ambos países corresponderían a la telefonía e internet, tanto móvil como fija, además de la TV paga.

#### **Chile:**

En el caso nacional, el sector de las Telecomunicaciones y Servicios de Información alcanzó Ingresos Brutos por MM\$ 5.993.927 en 2021, correspondiente a un 2,49% del PIB total, rango relativamente estable, aunque decreciente en los últimos años.

Como es posible visualizar en la Tabla 6, la industria se destaca por una alta penetración en los servicios móviles, tanto por telefonía como por internet, con una penetración muy por sobre la de los servicios fijos. Por otro lado, la participación se distribuye entre 4 o 5 competidores, donde Entel destaca en los servicios móviles.

**Tabla 6. Penetración cada 100 Hab. por negocio en Chile en 2021**

Penetración cada 100 Hab.	Móvil		Fijo		Tv paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
	132	114	12	21	60

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Subtel.

Mientras que en la Tabla 7 se puede observar la participación de mercado por empresa y tipo de negocio en Chile.

**Tabla 7. Participación de mercado por empresa y negocio en Chile**

Participación de Mercado	Móvil		Fijo		TV paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
Entel	32,20%	34,70%	19,00%	6,50%	-
Movistar	24,90%	21,30%	-	29,50%	17,90%
Claro	21,30%	18,30%	9,50%	10,50%	10,60%
Wom	20,00%	24%	-	-	-
VTR	0,90%	1%	20,00%	28,50%	30,70%

Mundo Pacífico	-	-	-	14,30%	-
Grupo GTD	-	-	12,70%	7,80%	-
Virgin	0,40%	0,50%	-	-	-
DIRECTV	-	-	-	-	21,20%
Telefónica	-	-	36,70%	-	-
Otros	0,30%	0,20%	2,10%	2,90%	19,60%

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Subtel.

### **Perú:**

Por otro lado, en Perú el Sector de las Comunicaciones y Servicios de Información alcanzó a MM S/ 28.408 durante 2021, equivalente a un 5,15% del PIB.

En cuanto a la penetración por servicios, en el país vecino se observa una tendencia similar en la preferencia por servicios móviles, aunque con menores penetraciones en los distintos segmentos, a excepción del internet fijo, donde se alcanza una mayor penetración que en Chile.

A continuación, en la Tabla 8 se presenta la penetración por servicio y en la Tabla 9 la participación de mercado por empresa y tipo de negocio en Perú.

**Tabla 8. Penetración cada 100 Hab. por negocio en Perú 2021**

Penetración cada 100 Hab.	Móvil		Fijo		Tv paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
	130	80	7	33	

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Osipitel.

**Tabla 9. Participación de mercado por negocio en Perú 2021**

Participación de Mercado	Móvil		Fijo		TV paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
Entel	21,30%	16,90%	3,20%	3,70%	-
Claro	28,40%	36,50%	28,30%	27,60%	9,90%
DirecTV	-	-	-	-	17,80%
Telefónica	30,70%	29,40%	64,20%	59,60%	61,40%
Bitel	19,20%	16,90%	-	-	-
Flash Móvil	-	0,20%	-	-	-
Otros	0,40%	0,10%	4,30%	9,10%	10,90%

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Osipitel.

### **3.2.2. Regulación y fiscalización**

En Chile el principal regulador de Entel es la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL), ente dependiente del Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones que coordina, promueve, fomenta y desarrolla las telecomunicaciones en Chile, mediante la Ley general de las Telecomunicaciones, dictada el 2 de octubre de 1982, que permitió desregular el sector, impulsar la entrada de nuevas empresas y promover la competencia.

Una de las modificaciones a destacar es la ley N°19.724, de 11 de marzo del 2001, posibilitándose la existencia de subsidios directos del Estado a los distintos servicios de telecomunicaciones que se instalen en las áreas rurales y urbanas de bajos ingresos.

Actualmente, uno de los temas más importantes que involucra a la SUBTEL son los límites de espectro, los cuales se reparten mediante licitaciones para otorgar las concesiones, siendo la última licitación del 5G.

Por otra parte, las empresas en Chile están sujetas a la legislación de N°211 que protege la libre competencia cuyos entes fiscalizadores corresponden al Tribunal de Libre Competencia y la Fiscalía Nacional Económica.

Cabe destacar producto de la participación en Perú, la empresa también está sujeta a la regulación peruana, destacando al Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (OSIPTEL).

Por otro lado, Entel S.A., al ser un emisor de valores de oferta pública, está regulado por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), en la que se encuentra registrada bajo el número 162. La CMF tiene entre sus principales objetivos velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública, velando porque entidades fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rigen, desde su inicio hasta su liquidación; pudiendo ejercer la más amplia fiscalización sobre todas sus operaciones.

### 3.2.3. Empresas comparables

Al momento de buscar comparables es posible observar que los principales competidores chilenos y peruanos, no se pueden considerar para la comparación, ya sea porque no mantienen información pública o porque mantienen operaciones en más países, volviendo sus mercados distintos a los de la región.

En el caso de Chile, los principales competidores son Claro, Movistar y Wom. Sin embargo, solo es posible utilizar como comparable la empresa matriz de la primera, América Móvil, ya que en el caso de Movistar forma parte de un gran conglomerado, Telefónica S.A, la cual agrupa filiales de telecomunicaciones en todo el mundo, difiriendo de la realidad latinoamericana, y si bien su filial Telefónica Chile S.A. transa en el mercado local, esta solo incluye los ingresos de telefonía fija, perdiendo su comparabilidad con Entel. Finalmente, no se puede comparar con Wom debido a que esta no mantiene información pública.

Por otro lado, en Perú, la situación es similar ya que los principales competidores también con Claro (América Móvil) y Movistar (Telefónica).

Considerando la anterior, y acorde a lo sugerido por *Bloomberg*, los comparables a considerar serán Telefónica Brasil, América Móvil y TIM Participacoes.

En las Tablas 10, 11 y 12 se presentan los antecedentes de cada empresa.

**Tabla 10. Antecedentes de Telefónica Brasil S.A.**

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	VIVT3 (Brasil) y VIV (EE.UU.).
Mercado donde transa sus acciones	Bovespa, Brasil y NYSE, EE.UU. Acciones corresponden a acciones comunes de única clase.
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Telefónica, S.A. es una empresa española de telecomunicaciones totalmente privada, que cuenta con más de 1,3 millones de accionistas y cotiza en varios de los principales mercados bursátiles del mundo, en Europa, América y Asia.  Telefónica Brasil S.A., una subsidiaria de Telefónica S.A., brinda servicios de telecomunicaciones fijas y móviles a clientes residenciales y corporativos en Brasil. Su cartera de servicios de línea fija incluye llamadas locales, de larga distancia nacional e internacional, mientras que la cartera móvil comprende

	<p>acceso a Internet de banda ancha y voz a través de 3G, 4G, 4.5G y 5G, así como servicios móviles de valor agregado y servicios de roaming inalámbrico. La compañía también ofrece servicios de datos, incluidos servicios de datos móviles y de banda ancha. Además, brinda servicios de TV paga a través de tecnología satelital directo al hogar, IPTV y cable, así como servicios de pago por evento y video bajo demanda; servicios de red, como alquiler de instalaciones; otros servicios que comprenden acceso a internet, conectividad a redes privadas, arrendamiento de equipos, servicio extendido, identificación de llamadas, correo de voz, bloqueador de celulares y otros; servicios mayoristas, incluidos los servicios de interconexión a usuarios de otros proveedores de red; y servicios digitales, como entretenimiento, nube y seguridad y servicios financieros. Por otra parte, la empresa ofrece servicios de comunicación multimedia, que incluyen audio, datos, voz y otros sonidos, imágenes, textos y otra información, y vende dispositivos, como teléfonos inteligentes, módems USB de banda ancha y otros dispositivos. Adicionalmente, brinda soluciones de telecomunicaciones y soporte de TI a diversas industrias, como minorista, manufactura, servicios, instituciones financieras, gobierno, etc.</p> <p>Los ingresos al a Dic-21 alcanzan a MM R\$ 44.033 y provienen de:</p> <table border="1" data-bbox="634 1125 1354 1507"> <thead> <tr> <th></th> <th>MM R\$</th> <th>% del total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Servicio Móvil Pospago</td> <td>21.683</td> <td>49,24%</td> </tr> <tr> <td>Servicio Móvil Prepago</td> <td>5.049</td> <td>11,47%</td> </tr> <tr> <td>Venta de Equipos</td> <td>2.643</td> <td>6,00%</td> </tr> <tr> <td>Fibra Óptica</td> <td>5.357</td> <td>12,17%</td> </tr> <tr> <td>IPTV</td> <td>1.378</td> <td>3,13%</td> </tr> <tr> <td>Datos Corporativos, TIC y otros</td> <td>3.207</td> <td>7,28%</td> </tr> <tr> <td>Voz fija, xDSL y DTH</td> <td>4.714</td> <td>10,71%</td> </tr> <tr> <td><b>Total</b></td> <td><b>44.033</b></td> <td><b>100,00</b></td> </tr> </tbody> </table> <p>Mientras que el Ebitda alcanza los MM R\$ 19.007.</p>		MM R\$	% del total	Servicio Móvil Pospago	21.683	49,24%	Servicio Móvil Prepago	5.049	11,47%	Venta de Equipos	2.643	6,00%	Fibra Óptica	5.357	12,17%	IPTV	1.378	3,13%	Datos Corporativos, TIC y otros	3.207	7,28%	Voz fija, xDSL y DTH	4.714	10,71%	<b>Total</b>	<b>44.033</b>	<b>100,00</b>
	MM R\$	% del total																										
Servicio Móvil Pospago	21.683	49,24%																										
Servicio Móvil Prepago	5.049	11,47%																										
Venta de Equipos	2.643	6,00%																										
Fibra Óptica	5.357	12,17%																										
IPTV	1.378	3,13%																										
Datos Corporativos, TIC y otros	3.207	7,28%																										
Voz fija, xDSL y DTH	4.714	10,71%																										
<b>Total</b>	<b>44.033</b>	<b>100,00</b>																										
Rubros y países donde opera	Telecomunicaciones y Soporte TI en Brasil.																											
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings: AAA con perspectiva en evolución.																											

Fuente: Página Web y EEFF 2021 de Telefónica Brasil S.A.

**Tabla 11. Antecedentes de América Móvil de S.A.B. de S.V.**

Antecedentes													
Ticker o Nemo-técnico	AMERICA MOVIL S.A.B. de S.V.												
Mercado donde transa sus acciones	AMXA, AMXL. AMX, AMOV. Se mantiene 2 tipos acciones, siendo las de Serie A acciones preferentes y las de Serie L acciones comunes.												
Descripción de la empresa (profile)	<p>América Móvil es el proveedor líder de servicios integrados de telecomunicaciones en América Latina. Excluyendo a China e India, es la compañía más grande en términos de suscriptores inalámbricos. Mediante el desarrollo de una plataforma de telecomunicaciones integrada de clase mundial, ofrecen a sus clientes una cartera de servicios de valor agregado y soluciones de comunicaciones mejoradas en 25 países de América Latina, los Estados Unidos y Europa Central y del Este. Presta servicios de telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión.</p> <p>Los ingresos al a Dic-21 alcanzan a MM MXN 855.534 y provienen de:</p> <table border="1" data-bbox="695 999 1297 1171"> <thead> <tr> <th></th> <th>MM MXN</th> <th>% del total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Servicios</td> <td>714.244</td> <td>83,49%</td> </tr> <tr> <td>Venta de bienes</td> <td>141.290</td> <td>16,51%</td> </tr> <tr> <td><b>Total</b></td> <td><b>855.534</b></td> <td><b>100,00%</b></td> </tr> </tbody> </table> <p>Mientras que el Ebitda alcanzó los MM MXN \$89.800.</p>		MM MXN	% del total	Servicios	714.244	83,49%	Venta de bienes	141.290	16,51%	<b>Total</b>	<b>855.534</b>	<b>100,00%</b>
	MM MXN	% del total											
Servicios	714.244	83,49%											
Venta de bienes	141.290	16,51%											
<b>Total</b>	<b>855.534</b>	<b>100,00%</b>											
Rubros y países donde opera	Telecomunicaciones y Soporte TI en América Latina, Estados Unidos y Europa Central y del Este.												
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings: AAA con perspectiva estable.												

Fuente: Página Web y EEFF 2021 de América Móvil de S.A.B. de S.V.

**Tabla 12. Antecedentes de TIM Participacoes S.A.**

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	TIMP3. TSU
Mercado donde transa sus acciones	Bovespa, Brasil. NYSE, EE.UU. Acciones de único tipo, comunes.

<p>Descripción de la empresa (<i>profile</i>)</p>	<p>TIM Participacoes S.A. (TIM), constituida el 22 de mayo de 1998, es una sociedad de cartera. La empresa brinda servicios de telecomunicaciones móviles en Brasil. La Compañía, a través de sus subsidiarias en varios mercados de telecomunicaciones, opera telefonía móvil, telefonía fija y de larga distancia, transmisión de datos y servicios de banda ultra ancha. Las subsidiarias directas de la Compañía incluyen TIM Celular SA, que proporciona servicios de telefonía fija (STFC), servicios de llamadas de larga distancia nacional e internacional, servicio móvil personal (SMP) y servicio de comunicación multimedia (SCM) en todos los estados brasileños y en el Distrito Federal. También incluye Intelig Telecomunicacoes Ltda., que proporciona servicios de llamadas locales STFC y servicios SCM en todos los estados brasileños y en el Distrito Federal.</p> <p>Los ingresos al a Dic-21 alcanzan a MM R\$ 25.357y provienen de:</p> <table border="1" data-bbox="636 926 1357 1136"> <thead> <tr> <th></th> <th>MM R\$</th> <th>% del total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Ingresos por servicio - Móvil</td> <td>22.433</td> <td>88,47%</td> </tr> <tr> <td>Ingresos por servicio - Fijo</td> <td>1.831</td> <td>7,22%</td> </tr> <tr> <td>Bienes vendidos</td> <td>1.093</td> <td>4,31%</td> </tr> <tr> <td><b>Total</b></td> <td><b>25.357</b></td> <td><b>100,00%</b></td> </tr> </tbody> </table> <p>Mientras que el Ebitda alcanza a MM R\$ 8.738.</p>		MM R\$	% del total	Ingresos por servicio - Móvil	22.433	88,47%	Ingresos por servicio - Fijo	1.831	7,22%	Bienes vendidos	1.093	4,31%	<b>Total</b>	<b>25.357</b>	<b>100,00%</b>
	MM R\$	% del total														
Ingresos por servicio - Móvil	22.433	88,47%														
Ingresos por servicio - Fijo	1.831	7,22%														
Bienes vendidos	1.093	4,31%														
<b>Total</b>	<b>25.357</b>	<b>100,00%</b>														
<p>Rubros y países donde opera</p>	<p>Telecomunicaciones y Soporte TI en Brasil.</p>															
<p>Clasificación de riesgo</p>	<p>Fitch Ratings: AAA con perspectiva estable.</p>															

Página Web y EEFF 2021 de TIM Participacoes S.A.

## 4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

Para poder conocer la Estructura de Capital de la Empresa se va a analizar la deuda y el patrimonio económico de la empresa desde 2017 a 2021.

Cabe destacar que desde 2019 se reconocen Pasivos por Arrendamientos, correspondiente a la obligación por Derecho de Uso asociada a la NIIF 16, estando asociada principalmente al arriendo de torres.

### 4.1. Deuda financiera

En la Tabla 13 se presenta la deuda financiera de Entel S.A para los años 2017-2021. Entel entre sus pasivos cuenta con financiamiento nacional e internacionales a través de créditos bancarios y bonos para poder financiarse.

Entel emitió su primer bono en octubre del 2013 en el mercado internacional (bonos 144A/RegS), en donde las obligaciones por bono pasaron a representar un 39,78% a Dic-13. Actualmente, la cuenta más grande corresponde a las obligaciones con tenedores de bonos, que representan un 73% de los pasivos financieros a Dic-21. A Dic-21, la compañía tiene emitidos 3 bonos en el mercado internacional, misma cantidad que en el mercado nacional. Mientras que, el bono a más largo plazo corresponde al bono serie M, emitido en julio de 2014 con vencimiento en el 2035.

**Tabla 13. Deuda financiera de Entel S.A.**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
<b>Total corriente</b>	<b>1.364</b>	<b>748</b>	<b>3.453</b>	<b>3.378</b>	<b>9.750</b>
<i>Prestamos que Devengan Intereses</i>	41	29	18	22	1.542
<i>Obligaciones con tenedores de Bonos</i>	571	625	688	641	4.624
<i>Obligaciones por Leasing Financiero</i>	43	-	-	-	-
<i>Derivados - No Cobertura</i>	576	2	247	34	144
<i>Derivados - Cobertura</i>	132	92	65	85	43
<i>Pasivo por Arrendamiento</i>	-	-	2.435	2.596	3.398
<b>Total no corriente</b>	<b>59.367</b>	<b>65.113</b>	<b>84.845</b>	<b>78.610</b>	<b>78.137</b>
<i>Prestamos que Devengan Intereses</i>	10.615	12.961	6.028	3.792	3.131
<i>Obligaciones con tenedores de Bonos</i>	47.863	51.958	63.457	59.855	59.321
<i>Obligaciones por Leasing Financiero</i>	-	-	-	-	-
<i>Derivados - No Cobertura</i>	-	19	67	214	-

<i>Derivados - Cobertura</i>	888	175	-	-	-
<i>Pasivo por Arrendamiento</i>	-	-	15.293	14.750	15.685
<b>Total</b>	<b>60.730</b>	<b>65.861</b>	<b>88.298</b>	<b>81.988</b>	<b>87.887</b>

Fuente: Estados financieros de Entel S.A.

## 4.2. Patrimonio económico

En la Tabla 14 se presenta el patrimonio económico de Entel S.A para los años 2017-2021.

**Tabla 14. Patrimonio económico de Entel S.A.**

	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Número de acciones	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.11
Precio de la acción CLP	6.913	5.382	5.348	4.409	2.879
<b>Total MUF</b>	<b>77.913</b>	<b>58.962</b>	<b>57.054</b>	<b>45.806</b>	<b>28.056</b>

Fuente: Estados financieros de Entel S.A., Bloomberg.

## 4.3. Valor económico

En la Tabla 15 se presenta el valor económico de Entel S.A para los años 2017-2021.

**Tabla 15. Valor económico de Entel S.A.**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Valor deuda financiera (B)	60.730	65.861	88.298	81.988	87.887
Patrimonio económico (P)	77.913	58.962	57.054	45.806	28.056
<b>Valor económico (V)</b>	<b>138.644</b>	<b>124.823</b>	<b>145.351</b>	<b>127.794</b>	<b>115.944</b>

Fuente: Estados financieros de Entel S.A., Bloomberg.

## 4.4. Estructura de capital histórica y objetivo

Para la estructura de Capital Objetivo es necesario conocer los planes de ENTEL, la empresa ha manifestado mantener sus niveles de endeudamiento altos, los cuales además se han mantenido estable. Dado esto, si bien se observa un aumento en Dic-19 respecto a Dic-18, este solo se debería a la incorporación de la NIIF 16, manteniendo así estable la deuda real.

**Tabla 16. Estructura de capital de Entel S.A.**

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	E.C. Histórica Promedio T1-T5	E.C. Histórica Promedio T3-T5	E.C. Objetivo Promedio T4-T5
B/V	43,80	52,76	60,75	64,16	75,80	59,45	66,90	69,98
P/V	56,20	47,24	39,25	35,84	24,20	40,55	33,10	30,02
B/P	77,95	111,70	154,76	178,99	313,26	167,33	215,67	246,12

Fuente: Estados financieros de Entel S.A., Bloomberg.

Dado lo anterior, la Estructura de Capital Objetivo a utilizar será 59,45% de deuda y 40,55% de capital, ya que, si bien los últimos años muestran un cambio, con una estructurada cargada a un mayor porcentaje de deuda, este se debería a la incorporación de la NIIF 16 y al patrimonio disminuido producto del castigo de la acción.

## 5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

### 5.1. Costo de la deuda

El  $k_b$  a utilizar será 3,69%+UF obtenido de Bloomberg. Este corresponde al Yield to Maturity (YTM) del bono serie M al 31 de diciembre de 2021, ya que equivale al bono de más largo plazo emitido por Entel (emitido en julio de 2014 con vencimiento en el 2035).

### 5.2. Beta de la deuda

Para el cálculo del Beta de la Deuda ( $\beta_d$ ) se utilizó el Capital Asset Pricing Model (CAPM) por medio de la siguiente ecuación:

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

Donde  $k_b$  es el costo de la deuda encontrado en la parte anterior,  $R_f$  corresponde a la tasa libre de riesgo<sup>1</sup> (2,41%) y PRM es el premio por riesgo de mercado<sup>2</sup> (6,46% para Chile).

Despejando el beta de la deuda se llega a:

$$\beta_d = \frac{k_b - R_f}{PRM} = \frac{3,69\% - 2,41\%}{6,46\%} = 0,20$$

### 5.3. Estimación del beta patrimonial

Para poder hacer las estimaciones de costo de capital es necesario obtener el  $\beta$  de la acción con respecto al mercado (en este caso el IGPA) mediante el modelo de mercado ( $R_{t,i} = \alpha + \beta * R_{t,m} + \epsilon_{t,i}$ ), el que se calculó empleando Excel, utilizando dos años de retornos semanales al 30 de Dic-21, tanto de la acción como del mercado. Por otro lado, la presencia bursátil de la empresa fue obtenido de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Dado lo anterior, los datos para la estimación se presentan en la Tabla 17.

---

<sup>1</sup> Corresponde a la tasa del Benchmark UF-20 al 30 de diciembre de 2021.

<sup>2</sup> PRM entregada para el AFE, correspondiente al Premio por riesgo de mercado provisto por Damodaran pero ajustado la PRM de USA por la de Duff & Phelps, llegando así a una PRM de 6,46% para Chile.

**Tabla 17. Datos de la estimación del beta**

	Dic-21
Beta de la acción	1,09
P-value	0,00%
Nº observaciones	104
R <sup>2</sup>	0,54
Presencia bursátil	100%

Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg.

#### 5.4. Beta patrimonial sin deuda

Dado que la deuda de Entel es riesgosa (lo que puede verse en un costo de deuda distinto a la tasa libre de riesgo) se empleará el método de Rubinstein para desapalancar el beta de la empresa y así obtener el beta puro del negocio de Entel.

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

Despejando  $\beta_p^{S/D}$  llegamos a:

$$\beta_p^{S/D} = \frac{\beta_p^{C/D} + \beta_b (1 - T_c) \left( \frac{B}{P} \right)}{1 + (1 - T_c) \left( \frac{B}{P} \right)}$$

Donde  $T_c$  es la tasa promedio de impuesto de los últimos 2 años comerciales y  $\left( \frac{B}{P} \right)$  el promedio de la estructura de capital entre los años 2020 y 2021 (2,46).

$$\beta_p^{S/D} = \frac{1,09 + 0,2 \cdot (1 - 0,27) \cdot (2,46)}{1 + (1 - 0,27) \cdot (2,46)} = 0,52$$

#### 5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

Para calcular el beta patrimonial con deuda de largo plazo se utilizará nuevamente el modelo de Rubinstein, usando el beta desapalancado encontrado en el punto anterior, la tasa impositiva ( $T_c$ ) de largo plazo es de 27% a partir de 2018 según la norma impositiva chilena y la estructura de capital objetivo de la empresa  $\left( \frac{B}{P} \right)$  es 1,47.

Remplazando estos datos, llegamos a:

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,52 [1 + (1 - 0,27) * 1,47] - 0,2 * (1 - 0,27) * 1,47 = 0,86$$

## 5.6. Costo patrimonial

Para calcular el costo patrimonial con deuda de la empresa se empleó CAPM<sup>3</sup>, donde  $R_f$  y  $PRM$  son los señalados en el punto 6.2.2. Mientras que el  $\beta_p^{C/D}$  es el encontrado en el punto anterior.

$$k_p = R_f + \beta_p^{C/D} \cdot PRM = 2,41\% + 0,86 \cdot 6,46\%$$

$$k_p = 7,96\%$$

## 5.7. Costo de Capital

Se calculó el costo promedio ponderado del capital (o WACC, por sus siglas en inglés) con los datos obtenidos en los puntos anteriores, llegando a:

$$k_0 = k_p \cdot \left( \frac{P}{V} \right) + k_b \cdot (1 - T_c) \cdot \left( \frac{B}{V} \right) = 8,79\% \cdot 0,59 + 3,69\% \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,41$$

$$k_0 = 4,83\% + UF$$

---

<sup>3</sup> Sin adicionar premio por liquidez, por tratarse una empresa que transa en bolsa regularmente (con presencia bursátil de 100%).

## 6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

### 6.1. Análisis de las empresas comparables

Las empresas comparables fueron seleccionadas no sólo debido a que pertenecen a la misma industria de Entel, sino que además porque sus mixes de ventas poseen líneas de negocios similares. Por esta misma razón, cabe señalar que para el cálculo de múltiplos no se seleccionó Telefónica Chile S.A. (cuya acción transa en la Bolsa de Santiago), dado que las ventas de telefonía móvil del grupo se ubican contablemente en la matriz Telefónica Móviles Chile S.A.

### 6.2. Múltiplos de la industria

Para determinar un rango de valoración del precio de la acción de Entel a Dic-21, se utilizarán siete múltiplos, agrupados en tres tipos: múltiplos de ganancias, de valor libro y de ingresos, que se muestran en la siguiente Tabla 18:

**Tabla 18: Definición de múltiplos**

Múltiplos	Definición
Price-Earnings Ratio (PER)	Precio por acción / Resultado por acción
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	$(\text{Valor Mercado Patrimonio} + \text{Valor Mercado Deuda Neta}) / \text{EBITDA}$
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	$(\text{Valor Mercado Patrimonio} + \text{Valor Mercado Deuda Neta}) / \text{EBIT}$
Price to Book Equity (PBV)	$\text{Valor Mercado Patrimonio} / \text{Valor Libro Patrimonio}$
Value to Book Ratio (VBR)	$(\text{Valor Mercado Patrimonio} + \text{Valor Mercado Deuda}) / (\text{Valor Libro Patrimonio} + \text{Valor Libro Deuda})$
Price to Sales Ratio (PS)	$\text{Valor Mercado Patrimonio} / \text{Ingresos}$
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	$(\text{Valor Mercado Patrimonio} + \text{Valor Mercado Deuda Neta}) / \text{Ingresos}$

Fuente: Creación propia.

Una vez definidos los múltiplos a utilizar, obtenemos los valores para cada una de las compañías comparables. En la Tabla 19 se muestran los múltiplos correspondientes a Telefónica Brasil:

**Tabla 19: Múltiplos de Telefónica Brasil**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	dic-21	dic-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	12,95	16,46	14,70
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	4,80	4,83	4,81
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	13,10	13,06	13,08
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,15	1,13	1,14
	Value to Book Ratio (VBR)	0,85	0,84	0,84
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,84	1,82	1,83
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	2,07	1,99	2,03

Fuente: EEFF de Telefónica Brasil Dic-2021.

De la misma forma, se calcularon los múltiplos correspondientes a América Móvil, los que se presentan en la Tabla 20:

**Tabla 20: Múltiplos de América Móvil**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	dic-21	dic-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	20,27	20,68	20,47
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	6,00	5,10	5,55
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	11,88	10,16	11,02
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	3,60	3,87	3,73
	Value to Book Ratio (VBR)	1,27	1,09	1,18
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,64	0,95	1,30
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	2,31	1,65	1,98

Fuente: EEFF de América Móvil Dic-2021.

Por último, en la Tabla 21 se muestran los múltiplos correspondientes a TIM Brasil:

**Tabla 21: Múltiplos de TIM Brasil**

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	dic-21	dic-20	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	10,76	19,23	15,00
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3,69	4,98	4,34
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	9,27	14,75	12,01
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,27	1,53	1,40
	Value to Book Ratio (VBR)	0,90	1,11	1,00
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,76	2,05	1,91
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,93	2,41	2,17

Fuente: EEFF de TIM Brasil Dic-2021.

Con todo lo anterior, se obtienen los múltiplos para la industria de telecomunicaciones obteniéndolos del promedio de los comparables señalados anteriormente. En la Tabla 22, se muestra un resumen con los indicadores y los promedios para la industria:

**Tabla 22: Múltiplos de la industria**

Múltiplos	Telefónica Brasil	América Móvil	TIM	Promedio	Mediana
Price-Earnings Ratio (PER)	14,70	20,47	15,00	16,73	15,00
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	4,81	5,55	4,34	4,90	4,81
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	13,08	11,02	12,01	12,04	12,01
Price to Book Equity (PBV)	1,14	3,73	1,40	2,09	1,40
Value to Book Ratio (VBR)	0,84	1,18	1,00	1,01	1,00
Price to Sales Ratio (PS)	1,83	1,30	1,91	1,68	1,83
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	2,03	1,98	2,17	2,06	2,03

Fuente: EEFF de Telefónica Brasil, América Móvil y TIM Brasil Dic-2021.

### 6.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

En la Tabla 23 se detallan los indicadores para Entel a Dic-21.

**Tabla 23: Indicadores de Entel**

Indicador financiero \$	Dic-21
Resultado por acción	248,25
EBITDA	761.256.869
EBIT	294.374.685
Valor libro patrimonio	1.503.045.367
Valor libro empresa	5.418.228.373
Ingresos	2.427.220.678
Ingresos por acción	8.037

Fuente: EEFF de Entel Dic-2021.

En base a los indicadores presentados y a los múltiplos de la industria encontrados anteriormente en la sección 5.2, en la Tabla 24 se muestra el valor de la empresa, del patrimonio y de la acción aplicando los diferentes múltiplos.

**Tabla 24: Valoración por múltiplos de Entel**

Múltiplos	Valor empresa	Patrimonio	Precio acción
Price-Earnings Ratio (PER)	-	-	4.152
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3.730.558.460	1.121.159.852	3.712
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	3.543.746.967	934.348.359	3.094
Price to Book Equity (PBV)	-	3.143.677.364	10.409
Value to Book Ratio (VBR)	5.472.584.510	2.754.581.134	9.121
Price to Sales Ratio (PS)	-	4.071.391.363	13.481
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	5.002.250.503	2.392.851.895	7.923

Fuente: *Elaboración propia.*

#### 6.4. Análisis de los resultados

Cabe destacar que el precio de la acción observado a diciembre de 2021 (\$2.789) se encuentra por debajo del rango obtenido al aplicar los múltiplos de la industria. Dicho rango va entre \$3.094 y \$13.481, un 11% y 383% superior al precio de mercado, respectivamente.

De todos los múltiplos, los sugeridos para la industria por Fernández en el paper “Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos” (Fernández, 2013) corresponderían a los múltiplos Enterprise Value to EBITDA y Enterprise Value to Sales Ratio, obteniendo un precio promedio de \$ 5.818. Sin embargo, solamente será ocupado el primer ratio ya que el segundo pierde comparabilidad, ya que solo considera los ingresos y no los márgenes obtenidos, los cuales difieren entre las compañías utilizadas, tanto por zona geográfica, como por los negocios en los que participa.

Dado lo anterior, y con lo construidos con las 3 empresas seleccionadas y sus datos al 21 de diciembre de 2021, la valoración entregada por el múltiplo seleccionado alcanza a \$ 3.712, precio un 28,93% mayor que el precio al 31 de diciembre de 2021, por lo que la acción de Entel se encontraría subvalorada. Es importante señalar, que el mercado bursátil chileno presenta un alto descuento, tanto con su historia como al compararlo con otros países de Latinoamérica, principalmente por la incertidumbre que ha estado presente luego del estallido social y la pandemia. Es por esto, que las acciones en general se estarían transando a valores muy por debajo de lo esperado.

## 7. CONCLUSIÓN

Esta tesis tuvo por objetivo determinar el valor de Entel S.A. a través de la valoración del precio de su acción al 31 de diciembre de 2021, usando el método de valoración por Múltiplos.

Entel es una compañía líder en el sector telecomunicaciones, que entrega servicios de telefonía móvil y operaciones de redes fijas (incluye datos, integración TI, internet, telefonía local, larga distancia y servicios relacionados), para los segmentos de personas, empresas, corporaciones y mayoristas. La compañía cotiza en la Bolsa de Valores de Santiago bajo el nemotécnico “ENTEL” y cuenta con una capitalización bursátil de MM\$ 869.507 al 31 de diciembre de 2021, siendo una de las mayores sociedades que cotizan en la Bolsa de Santiago y un constituyente del índice local IPSA.

Mediante este trabajo fue posible determinar que la acción de Entel se encontraría subvalorada. Al realizar la valoración por múltiplos, una metodología rápida, pero con resultados menos exactos que la valoración por FCD, se obtiene un rango de valoración muy amplio, con precios para la acción entre \$3.094 y \$13.481, con un promedio de \$7.413, precio un 157,49% mayor que el precio mercado de la acción de Entel al 31 de diciembre 2021. Sin embargo, utilizando el múltiplo sugerido por la literatura (Valor/EBITDA) es posible observar un valor más acotado de \$ 3.712, lo que sería un 28,93% mayor al valor de la empresa a la misma fecha. Por otro lado, el método requiere de comparables, los cuales deben cumplir ciertos requisitos, siendo en este caso específico difíciles de cumplir, principalmente porque en los países que opera Entel no se encuentran comparables con información pública, por lo que los comparables sugeridos corresponden a empresas con operaciones similares en otros países o conglomerados, incurriendo en diferencias como el riesgo mercado, por lo que no sería recomendable tomar una decisión únicamente basados en este tipo de valoración.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- Bakhat, H. (2019). *Total Fixed Voice Subscription and Revenue Forecast: 2019–24*.
- Bancel, F., & Mittoo, U. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation :Tools and Techniques for Determining the Value*. Wiley Finance.
- Férrandez, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Barcelona: IESE Business School - Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Fernández, P. (2013). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* Madrid: IESE Business School, University of Navarra.
- GSM Association. (2020). *La Economía Móvil en América Latina 2020*. GSM Association.
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J., Robinson, T., & Stowe, J. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Research and Markets. (2021). *Telecommunication Services in Chile - Market Summary, Competitive Analysis and Forecast to 2025*. Research and Markets.
- Research and Markets. (2021). *Telecommunication Services in Peru - Market Summary, Competitive Analysis and Forecast to 2025*. Research and Markets.

TelesSemana. (2018). *TeleSemana*. Obtenido de

<https://www.telesemana.com/panorama-de-mercado/peru/>

Tett, D. (2019). *Mobile Broadband Subscription Forecast: 2019–24*.