



VALORACIÓN DE LA EMPRESA ENTEL S.A. Mediante Método de Múltiplos Comparables

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

Alumno: José Antonio Babun Díaz

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Santiago, Diciembre, 2023

ÍNDICE

1. Resumen Ejecutivo.....	4
2. Metodología.....	6
2.1. Principales métodos de valoración.....	6
2.2. Método de múltiplos.....	6
2.2.1. Múltiplos de ganancias.....	7
2.2.2. Múltiplos de valor libro.....	7
2.2.3. Múltiplos de ventas.....	8
3. Descripción de la empresa y la industria.....	9
3.1. Descripción de la empresa.....	9
3.1.1. Gobierno Corporativo.....	10
3.1.2. Ficha Técnica.....	12
3.1.3. Antecedentes del negocio e historia.....	13
3.1.4. Análisis del Negocio.....	14
3.1.4.1. Gestión y Factores de Riesgos.....	14
3.1.4.2. Principales accionistas.....	15
3.1.4.3. Filiales.....	16
3.2. Descripción de la industria.....	19
3.2.1. Estado actual.....	19
3.2.2. Riesgos de la industria.....	20
3.2.3. Regulación y fiscalización.....	22
3.2.4. Empresas comparables.....	22
4. Financiamiento.....	29
5. Estructura de Capital.....	30
5.1. Deuda financiera.....	30
5.2. Patrimonio Económico.....	31
5.3. Valor Económico.....	32
5.4. Estructura de Capital Histórica y Objetivo.....	32
6. Estimación del Costo de Capital.....	35
6.1. Costo de la Deuda.....	35
6.2. Beta de la deuda.....	36
6.3. Estimación del Beta Patrimonial.....	37
6.4. Beta Patrimonial sin deuda.....	39
6.5. Beta Patrimonial con deuda.....	39
6.6. Costo Patrimonial.....	40
6.7. Costo de Capital.....	40
7. Valoración Por Múltiplos.....	42
<u>7.1. Análisis de las empresas comparables.....</u>	<u>42</u>
7.2. Múltiplos de la industria.....	49
7.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria.....	51

7.4. Análisis de los resultados.....	52
8. Referencias.....	53
9. Bibliografía.....	56
10. Anexos.....	57

1. Resumen Ejecutivo

En el presente documento de título para optar al grado de Magíster en Finanzas se realizará la valoración económica de Entel con el objetivo de conocer el valor de mercado de esta compañía.

Entel S.A., Rut 92.580.000-7, es una sociedad anónima constituida y domiciliada en Chile. Las oficinas centrales de la compañía se encuentran en Av. Costanera Sur Río Mapocho 2760 Piso 22 Torre C, Las Condes, Santiago. Chile. El giro principal de la empresa es la prestación de servicios de telecomunicaciones tales como telefonía móvil y fija, internet, televisión, call center, y otros servicios relacionados a las Tecnologías de la Información (TI). La compañía tiene operaciones tanto en Chile como en Perú.

La valoración se lleva a cabo mediante las dos metodologías más utilizadas, según Bancel y Mittoo (2014): los Flujos de Caja Descontados (FCD) y la Valoración Relativa por Múltiplos. Tras recopilar información pública de la empresa respecto a emisiones de bonos y acciones, se logró estimar la Estructura de Capital Objetivo de la compañía. Esto posibilita la estimación del Costo de la Deuda, el Costo Patrimonial y el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC, por sus siglas en inglés). Posteriormente, con dichos datos, se lleva a cabo la proyección de ingresos y costos, tanto por segmento como por ubicación geográfica. Esta proyección permite estimar los Estados de Resultados de Entel S.A hasta el año 2027. En la etapa final, se calculan los Flujos de Caja Libre, los cuales se descuentan a valor presente, obteniendo así el valor económico de Entel al 31 de marzo de 2023.

Este informe ha sido realizado en UF para evitar ajustes por inflación durante el proceso. Los valores de la UF han sido extraídos al 31 de Diciembre o 31 de Marzo de cada año, según corresponda. Estos precios fueron obtenidos desde la Base de Datos Estadísticos (BDE) del Banco Central de Chile.

Los hallazgos de este informe se resumen en un valor estimado del patrimonio económico de Entel de \$26.312.000 UF, valor equivalente a \$0,087 UF

por acción o \$3.099 CLP por acción al 31 de marzo de 2023. Esta estimación es un -1,14% del valor bolsa, el cual corresponde a \$3.135 CLP a la misma fecha. Mediante la metodología de múltiplos comparables se elige usar el múltiplo de EV/EBITDA que entrega un precio de \$3.153 con una desviación de 0,57% por sobre el precio listado en bolsa a la fecha de valoración.

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 y Mittoo, 2014, Fernández, 2012, Papelu et al., 2019, Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

2.2. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y 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 (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y 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 y Espinosa, 2019).

2.2.1. 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.

2.2.2. 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

Dónde: “*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.

2.2.3. 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, 2012).

3. Descripción de la empresa y la industria

3.1. Descripción de la empresa

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A, en adelante Entel, es una empresa fundada el 31 de agosto de 1964 y domiciliada en Chile dedicada a la prestación de servicios integrados de telecomunicaciones. Su gama de servicios abarca la conectividad móvil y fija, así como una amplia gama de soluciones TI y digitales para los segmentos de personas, empresas y grandes corporaciones, además de servicios mayoristas y de call center.

En Chile, Entel y toda empresa correspondiente a la Industria de Telecomunicaciones es supervisada por la Subsecretaría de Telecomunicaciones (Subtel) la cual forma parte del Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones del Gobierno de Chile. Además es fiscalizada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), servicio público descentralizado, de carácter técnico, dotado de personalidad jurídica y patrimonio propio, que se relaciona con el Presidente de la República de Chile a través del Ministerio de Hacienda. En Perú es supervisada por el Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (Osiptel), dependiente del consejo de ministros, además de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) con el objetivo de velar tanto por la correcta regulación y supervisión de la industria de telecomunicaciones de Perú, como por el cumplimiento de la Ley del Mercado de Valores en Perú.

Entel es un referente en tecnología y comunicaciones. Con operaciones en Chile y Perú, ya cuenta con más de 20 millones de clientes e ingresos anuales consolidados por \$3.137.710 millones hasta el año 2022 (Entel, 2023).

La empresa categoriza sus negocios en seis segmentos principales, estos son:

- Mercado Personas: enfocado en proveer servicio de telefonía, internet y TV satelital a Personas y Hogares. Adicionalmente cuenta con Equipos y accesorios, Servicios Financieros y Seguros. En 2022, Entel atendió a 4.7 millones de clientes de suscripción y 3.4 millones de clientes prepago.

- Mercado Empresas: busca entregar soluciones tecnológicas mediante el Internet de las cosas (IoT) para micro, pequeñas, medianas y grandes empresas. Hoy presta servicios a 155 mil empresas de distinto tamaño.
- Mercado Corporaciones: brindar soluciones fijas, móviles y digitales. Hoy presta soluciones a 550 conglomerados y entidades públicas.
- Mercado Mayorista: proveer servicios y arriendo de infraestructura de redes a operadores de telecomunicaciones nacionales e internacionales. Roaming Nacional e Internacional y Servicios a Operadores Móviles (OMV) forman parte de sus servicios.
- Entel Perú: provee servicios similares a los que realiza en Chile en el país vecino subdividiendo los segmentos Personas (Telefonía Móvil, Hogar, Equipos y accesorios) y Empresas (Soluciones móviles, Equipos, Soluciones fijas, Soluciones digitales). Ofrece servicios a personas, empresas de todos los tamaños, y corporaciones.
- Entel Call Center, enfocado en servicios omnicanal, service desk, servicios back office, campañas de ventas, atención a clientes, cloud contact center, y servicios de consultorías, este servicio se provee tanto en Chile como en Perú y los clientes de este sector son tanto empresas privadas como instituciones de gobierno (Entel, 2023).

“Con USD 1,0 mil millones en capitalización bursátil y 302.017.113 acciones de serie única, Entel Chile S.A. es una de las mayores sociedades anónimas que cotizan en la Bolsa de Santiago de Chile” (Entel, 2023).

3.1.1. Gobierno Corporativo

El Gobierno Corporativo de Entel tiene por objetivo asegurar la creación de valor en el largo plazo. Sus políticas, normas y procesos se basan en tres principios:

1. Tomar decisiones y aprobar directrices estratégicas para una adecuada gestión de los negocios.
2. Proteger los derechos de los accionistas, velando por su trato equitativo.
3. Divulgar en forma oportuna y precisa cualquier información relevante acerca de la compañía.

El Directorio de la compañía se compone por:

- Presidente:
Juan Hurtado Vicuña
- Vicepresidente:
Luis Felipe Gazitúa Achondo
- Directores:
Bernardo Matte Larraín
Richard Büchi
Patricio Parodi Gil
Andrés Echeverría Salas
Juan José Mac-Auliffe Granello
- Directores Independientes:
Jorge Salvatierra Pacheco
Enrique Gundermann Wylie

Según lo expuesto en la Memoria Anual de Entel (2020), la Política de remuneraciones del Directorio se aprueba anualmente en la Junta Ordinaria de Accionistas, disponible en los Hechos Esenciales enviados cada año a la Comisión del Mercado Financiero (CMF). Son iguales para todos los integrantes de acuerdo al cargo que desempeñan, sin hacer distinciones de género, experiencia ni

antigüedad. Los directores y ejecutivos no son remunerados con acciones o participación en el patrimonio de la empresa, como tampoco por su desempeño como directores. (Entel, 2023).

3.1.2. Ficha Técnica

Cuadro 1. Antecedentes de Entel S.A.

Nombre	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.
RUT (Chile)	92.580.000-7
Ticker o Nemotécnico	ENTEL / ENTEL.SN
Clase de acción	Ordinaria
Derechos	302.017.113 Acciones de serie única
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Valores de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa dedicada a la prestación de servicios integrados de telecomunicaciones.
Sector e industria	Abarca 6 mercados: <ul style="list-style-type: none"> · Personas · Empresas · Corporaciones · Mayorista · Entel Perú (Enfocado en Personas) · Call Center
Países y Negocios	Chile y Perú
Clasificación de riesgo	ICR: AA- Fitch: AA-

Fuentes: Memoria Anual Entel 2022, Refinitiv Workspace, www.cmf.cl.

Cuadro 2. Ingresos y EBITDA de Entel.

Países y rubros donde opera al 31.03.23	Ingresos (en \$)	%	EBITDA (en \$)	%
Chile	401.936.292		101.993.323	93,30%
Móvil	289.615.520	48,16%		
Servicios	216.658.072	36,03%		
Equipos	72.930.448	12,13%		
Fijo y TI	96.716.467	16,08%		
Servicios a otros operadores	15.604.305	2,59%		

Cuadro 2. Ingresos y EBITDA de Entel.

Perú	196.192.231		7.322.458	6,70%
Móvil	187.403.846	31,16%		
Servicios	126.070.080	20,96%		
Equipos	61.333.766	10,20%		
Fijo y TI	6.256.392	1,04%		
Servicios a otros operadores	2.261.995	0,38%		
Call Center y Otros (Chile y Perú)	3.281.136		0,55%	
Total	601.409.659	179,27%	109.315.781	100,00%

Fuentes: Memoria Anual Entel 2022, Refinitiv Workspace, www.cmf.cl.

3.1.3. Antecedentes del negocio e historia

Entel S.A, conocida como Entel, líder en telecomunicaciones, se fundó en Chile en 1964, siendo pionera con la primera estación satelital de Latinoamérica. Surgió tras el terremoto de Valdivia en 1960, evidenciando las deficiencias en las telecomunicaciones chilenas. El Ministerio de Hacienda creó Entel para establecer un "sistema de comunicaciones moderno y seguro para Chile".

En 1974, se inauguró la icónica Torre Entel en Santiago, responsable de sistemas de telecomunicaciones de larga distancia. En los años 80, Entel fue el primer operador en ofrecer servicios de telefonía móvil, digitalizando la red de larga distancia. El proceso de privatización concluyó en 1992, dividiendo la empresa en Entel Chile (telefonía fija) y Entel PCS (telefonía móvil). La década de los 90 fue testigo de avances tecnológicos significativos, incluyendo el despliegue de la red de fibra óptica.

En 1993, Grupo Chilquinta adquirió el 19,99%, seguido por Telecom Italia en 1996. En 2001, Telecom Italia alcanzó el 54,76% de la propiedad. En 2005, Entel PCS cambió su nombre a Entel, diversificándose en Perú, Tecnologías de la Información y lanzando servicios de telefonía móvil 3G. Almendral S.A. adquirió el 54,76% en 2005 a través de Inversiones Altel.

En 2016, Entel lideró el mercado móvil con el 34,7% de cuota, ofreciendo servicios a 7.8 millones de clientes. Actualmente, la empresa, sólidamente posicionada, enfrenta a nuevos competidores en la industria. Con un 34,7% de cuota de mercado en telefonía a finales de 2022, Entel se destaca como líder, ofreciendo no solo servicios de calidad sino también una clara orientación al cliente y una continua búsqueda de la innovación tecnológica (Entel, 2023).

3.1.4. Análisis del Negocio

3.1.4.1. Gestión y Factores de Riesgos

La compañía ha desarrollado la Política General de Control y Gestión de Riesgos la cual establece categorías de riesgos, los principios de su gestión y los roles relacionados, apoyado por la Subgerencia de Gestión de Riesgos (SGR) que organiza su trabajo en cuatro etapas: Monitorear, Identificar, Responder y Evaluar. Por su parte, el Directorio y la alta gerencia se encargan de la identificación, evaluación, gestión y monitoreo de los macro riesgos empresariales (MRE).

Para hacer frente a todos estos riesgos, Entel desarrolla anualmente un Plan de Trabajo aprobado por los Directores. Parte de este plan es actualizar los MRE año tras año, generando una lista que aumentó de 20 a 25 Macro Riesgos

Empresariales en 2022. También se encontraron ciertos riesgos financieros, entre los cuales destacan: Nivel de endeudamiento, rentabilidad, ausencia de estrategia ESG, baja calificación de riesgo, alto nivel de crédito, exposición al tipo de cambio, falta de liquidez, entre otros. También se mencionan ciertos riesgos medioambientales, alineando “(...) *la matriz de riesgos de cambio climático con las recomendaciones del Task Force on Climate-Related Financial Disclosure (TCFD), lo que ha permitido definir escenarios de riesgo físicos y de transición, así como detectar y evaluar riesgos y oportunidades para priorizar los focos de 2023*”. (Entel, 2023).

El detalle de los riesgos propios de la actividad de Entel se presenta a continuación:

- Tipo de Cambio: La mayoría de los pasivos de Entel están denominados en moneda extranjera, lo que implica una fluctuación diaria del valor de estos pasivos. Con el fin de mitigar este riesgo, Entel implementa estrategias de cobertura a través de derivados financieros.
- Tasa de Interés: Normalmente existe una correlación positiva entre el negocio de la compañía, el ciclo económico y el nivel de tasa de interés. No obstante, esta relación no es constante, lo que puede generar fluctuaciones en los gastos financieros. Para gestionar este riesgo, se implementa una Política de Cobertura de Riesgo de Tasa de Interés, la cual involucra la adquisición de instrumentos financieros derivados para reducir la variabilidad de los intereses.
- Crédito: Riesgo de no pago de alguna de las contrapartes de un contrato relacionado al saldo en bancos, instrumentos financieros, valores negociables y derivados. Entel maneja ciertas políticas que apuntan a diversificar y disminuir este riesgo.

3.1.4.2. Principales accionistas

En esta sección se presentan a los accionistas de Entel, de los cuales destacan, Inversiones Altel S.A. con 54,86%, Banco de Chile por medio de diferentes cuentas en bancos de inversión con 11,99% (sumando cuentas) y AFP Habitat con 5,17%, entre otros. Con respecto al controlador Altel, cabe destacar que

es una empresa filial de Almendral S.A. la cual es posesión de los grupos Matte, Fernández León, Hurtado Vicuña, Consorcio, Izquierdo Menéndez, Gianoli, en el orden respectivo en cuanto a porcentaje de participación en Almendral. A continuación se exhibe la tabla de principales accionistas:

Cuadro 3. Principales accionistas Entel.

Nombre	N° Acciones	Porcentaje de la Propiedad
Inversiones Altel Ltda	165.674.102	54,86%
AFP Habitat S.A.	15.611.766	5,17%
Banco de Chile, cuenta State Street	14.321.371	4,74%
AFP Provida S.A.	11.295.633	3,74%
Banco de Chile, cuenta Citi NA NY Clie	10.745.082	3,56%
AFP Capital S.A.	7.937.103	2,63%
Banco Santander, cuenta Inv. Extranjeros	7.831.928	2,59%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	6.588.646	2,18%
Banco de Chile, cuenta terceros no residentes	4.558.070	1,51%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	4.503.671	1,49%
AFP Planvital S.A.	3.073.007	1,02%
AFP Modelo S.A.	2.853.131	0,94%
Otros	47.023.603	15,57%
Total	302.017.113	100%

Fuente: Memoria Anual Entel (2022)

3.1.4.3. Filiales

El grupo Entel y sus filiales se describen brevemente en esta sección a partir de información obtenida de la Memoria Anual 2022.

Entel PCS Telecomunicaciones S.A. y Filiales: Constituida el 3 de octubre de 1996, tiene por objetivo desarrollar toda clase de actividades y convenir, celebrar y

ejecutar toda clase de contratos que sean necesarios para la prestación de cualquiera clase de servicios de telecomunicaciones móviles. Esta representa el 18,60% de la inversión en el activo de Entel S.A. La empresa matriz controla el 99,999% de sus acciones mientras que el 0,001% lo posee Entel Inversiones S.p.A. Entel PCS tiene su propia filial la cual es Entel Comercial S.A. a la cual controla con 99% y el 1% restante lo posee Entel Inversiones.

Entel Telefonía Local S.A.: Constituida el 29 de abril de 1994, busca satisfacer necesidades de comunicación telefónica, multimedia y de infraestructura de usuarios de alto consumo; comercialización y representación de equipos, y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones. La filial no aportó porcentaje de inversión al activo de Entel S.A. en el periodo 2022. Ésta es controlada 99% a través de Entel S.A. y 1% por medio de Entel Inversiones S.p.A.

EPH1 S.A y Filiales: EPH1 y EPH2 nacen de la división de la filial EPH en 2019. Lo anterior se realiza con el objetivo de que EPH1 sea la controladora de las acciones que tiene la empresa sobre TRANSAM Comunicaciones SA y que EPH2 se encargue de la explotación del negocio. En adición TRANSAM es propietario de alrededor de 99% de WILL S.A., y nuevamente el resto de porcentaje lo controla Entel Inversiones S.p.A. De acuerdo al Hecho Esencial publicado en octubre de 2019 esta reestructuración corporativa no afectaría los balances financieros consolidados del grupo Entel. Su objetivo es satisfacer las necesidades de comunicación telefónica, multimedia y de infraestructura de usuarios de alto consumo. Representa un 1,01% de la inversión en el activo de Entel S.A. La anterior mencionada posee 99% de la propiedad, mientras que el 1% lo tiene Entel Inversiones S.p.A.

Entelefónica S.A.: Sociedad anónima cerrada de telecomunicaciones, constituida en marzo de 1989, tiene por objeto la prestación de servicios de telecomunicaciones; comercialización, distribución y representación de equipos. Su porcentaje de inversión en el activo de Entel S.A. corresponde a 0,04%. La filial es controlada por Entel S.A. en un 91,42% y el restante lo posee Entel Inversiones S.p.A.

Entel Call Center S.A. y Filiales: Constituida el 12 de septiembre de 1989, esta sociedad anónima tiene por objeto desarrollar, instalar, operar y explotar plataformas de medios de telecomunicaciones ya sean propios o de terceros. Esta tiene dos filiales, las cuales son: Entel Servicios Empresariales S.A. y Servicios de Call Center del Perú S.A. Su porcentaje de la inversión en el activo de Entel S.A. es del 0,71%. La posesión de esta filial es del 90% de Entel S.A. y 10% de Entel Inversiones S.p.A.

Micarrier S.A.: Constituida en diciembre de 1988, tiene por objetivo instalar, operar, explotar y prestar servicios de telecomunicaciones públicos y privados, en Chile y el extranjero, de forma directa o a través de terceros. Su porcentaje de la inversión en el activo de Entel S.A. representa el 0,1%. Entel S.A. posee 99,99%, mientras que Entel Inversiones S.p.A tiene el restante.

Entel Internacional S.p.A.: Sociedad por acciones constituida en octubre de 2018, esta tiene por objeto la realización de toda clase de operaciones de comercio exterior mediante transacciones en moneda extranjera, la prestación de servicios en o hacia el extranjero, además la realización de inversión en el extranjero. Su porcentaje de inversión en el activo de Entel S.A. corresponde al 23,37%. Sociedad 100% controlada por Entel S.A.

Entel Inversiones S.p.A.: Constituida en agosto de 1989, el objetivo de la filial es realizar inversiones que estratégicamente se consideren convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionadas con el negocio de las telecomunicaciones. El porcentaje de la inversión en el activo de Entel S.A. es de 0,84%. Sociedad 100% controlada por Entel S.A.

Entel Perú S.A.: Constituida en diciembre de 1987 (antiguamente Nextel del Perú S.A.), es una filial en el extranjero la cual tiene como objetivo prestar diversos servicios de telecomunicaciones en adición de servicios de transmisión, almacenamiento y procesamiento de datos. El porcentaje de la inversión en el activo de Entel S.A. es de 10,23%. La propiedad de esta filial se reparte entre Entel S.A., Entel Internacional S.p.A y Entel Inversiones S.p.A con 54,1225%, 44,8847% y 0,9928% respectivamente.

Sociedad de Telecomunicaciones Instabeep Ltda: Constituida en noviembre de 1985, se encarga de realizar negocios relacionados a ingeniería eléctrica y electrónica, especialmente operación y explotación de servicios de comunicaciones. No aporta a la inversión en el activo de Entel S.A. Esta última controla 99,99% de la propiedad, y Entel PCS Telecomunicaciones S.A. controla el resto.

En el Anexo 1 se puede apreciar de manera gráfica la estructura societaria de Entel para una comprensión visual de esta.

3.2. Descripción de la industria

3.2.1. Estado actual

La industria de las telecomunicaciones y tecnologías de la información está experimentando un rápido avance, ejemplificado por el despliegue de redes 5G en diversos países, incluido Chile, que se sitúa entre aproximadamente 60 naciones que ya han implementado esta tecnología para proporcionar una experiencia completamente nueva en velocidad de transmisión de datos. Entre los proveedores de la red 5G en Chile, Entel se destaca al ser la primera empresa en completar el 100% del despliegue de la red en la primera fase, liderando el mercado con una participación del 44,3% de las conexiones hasta diciembre de 2022. Movistar y WOM fueron los otros adjudicatarios en la licitación de redes 5G en Chile.

Una característica importante de esta industria es que existe una muy baja diferenciación entre los productos y servicios ofrecidos, lo que implica un alto poder de decisión de los consumidores y un bajo nivel de lealtad hacia la marca. Todo esto radica en una alta competitividad entre los participantes, quienes realizan constantes esfuerzos para adjudicarse la mayor cuota de mercado.

En esta industria son cuatro los actores principales: Entel, Wom, Movistar y Claro, y algunos otros pero con participaciones de mercado muy bajas como VTR y Virgin Mobile. Un detalle importante es que esta industria posee un balance entre los competidores, donde ninguno de ellos se escapa con una participación de

mercado radicalmente alta con la que pudiera influir en el mercado, la rentabilidad, o el riesgo. Los participantes poseen nivel de instalaciones y posicionamiento bastante similares, sinónimo de alta competitividad en un mercado donde los clientes prefieren precios bajos y servicio de calidad.

3.2.2. Riesgos de la industria

Tal como fue presentado en la Descripción del Negocio, existen ciertos riesgos asociados a la industria de las telecomunicaciones los cuales son sistemáticos para todas las empresas. En su Memoria Anual 2022, Entel describe ciertos riesgos, entre ellos:

- **Evolución tecnológica:** La rapidez de la innovación tecnológica genera una presión sistemática en la industria que obliga a mantenerse al día para no perder competitividad en el mercado. Entel considera una gestión activa de este riesgo.
- **Regulatorio:** La Ley General de Telecomunicaciones reglamenta el mercado y tiene por objetivo mantener la libre competencia. Las modificaciones a esta ley pueden generar oportunidades y/o riesgos en el desarrollo de la empresa, por lo que Entel se mantiene participando activamente en la discusión legislativa, para así mantenerse preparada para los potenciales cambios que puedan existir en el futuro.
- **Liquidez:** El riesgo de no lograr conseguir liquidez suficiente para cumplir con obligaciones es inherente prácticamente a cualquier empresa. Entel monitorea diariamente los flujos de ingresos para mantener una liquidez que logre cumplir con todas las obligaciones estipuladas a corto, mediano y largo plazo.

Cuadro 4. Participación de Mercado a Marzo 2023 - Internet Móvil.

Empresa	% Participación (conexiones 3G, 4G y 5G)
Grupo Entel	34,6%
Wom	25,6%
Movistar	20,9%
Claro	17,0%
VTR Móvil	1,2%
Virgin	0,3%
Otros	0,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Series Conexiones Internet Móvil Primer Trimestre 2023, SUBTEL.

Cuadro 5: Participación de Mercado a Diciembre 2022 - Telefonía Móvil

Empresa	% Participación
Grupo Entel	38,5%
Movistar	22,8%
Wom	19,22%
Claro	14,6%
VTR Móvil	4,30%
Virgin	0,2%
Otros	0,38%

Fuente: Elaboración propia en base a Series Tráfico Móviles Primer Trimestre 2023, SUBTEL.

3.2.3. Regulación y fiscalización

Existen tres principales entidades fiscalizadoras que regulan el accionar de Entel, estas son:

SUBTEL: La Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL) es un organismo cuyo trabajo es coordinar, promover, fomentar y desarrollar el sector de las telecomunicaciones en Chile. Su deber es supervisar a empresas públicas y privadas de este sector, velando por el cumplimiento de leyes, normas y reglamentos pertinentes con la finalidad de que se cumplan los estándares de calidad y protección de los derechos de los usuarios (SUBTEL, 2023).

CMF: La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) es una organización de carácter técnico la cual vela por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero en Chile (CMF, 2023). Al ser el regulador financiero del país, en su plataforma se encuentra información relevante de las empresas que transan o alguna vez han transado en la Bolsa de Santiago, como los Estados Financieros y la publicación de Hechos Esenciales. Por lo tanto, emisiones de deuda por medio de bonos o los aumentos de capital que realizan las empresas deben ser informados a la CMF.

SERNAC: El Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC) es un organismo del estado de Chile el cual vela por la protección y los derechos de los consumidores en general. Tiene por misión informar, educar y proteger a los consumidores chilenos. Los consumidores pueden generar reclamos cuando las empresas no proveen sus productos o servicios de manera adecuada, en esta situación, SERNAC debe interceder en los conflictos entre el consumidor y la empresa en cuestión (SERNAC, 2023).

3.2.4. Empresas comparables

Para una mejor comprensión de la industria en Chile y Latinoamérica, es crucial analizar las empresas comparables a Entel, las cuales son sus principales competidores en el mercado chileno.

Las consideradas son: América Móvil S.A.B. de C.V. a través de la marca Claro y Telefónica Chile S.A. a través de la marca Movistar. Estas dos empresas son evaluadas en función de su cuota de mercado y una cierta similitud en los ingresos por sector en Chile. Además, compiten en el mercado peruano, donde junto con Entel, dominan las mayores participaciones en telefonía móvil (BNamericas, 2023). También se examinarán empresas comparables a nivel latinoamericano, excluyendo otras filiales de Telefónica o América Móvil. En este contexto, se incluirá a la empresa brasileña TIM S.A. y a Telecom Argentina (Personal).

América Móvil S.A.B de C.V.: Con sede en Ciudad de México, fue establecida en el año 2000 y ha realizado diversas adquisiciones que le han permitido expandirse a Estados Unidos, América Latina, El Caribe y Europa (América Móvil, 2023), consolidándose como una de las principales empresas de telecomunicaciones a nivel global. A través de su marca Claro, opera en Latinoamérica y se ubica en el cuarto lugar en participación de mercado en Chile, tanto en el sector móvil como en el de internet móvil para fines de 2022. A pesar de que América Móvil en 2022 desafilió a Claro Chile de sus estados financieros se optó por utilizar las cifras de Claro en 2021 que serán más representativas de lo que es la marca Claro en Chile.

Cuadro 6. Antecedentes América Móvil S.A.B de C.V.

Antecedentes América Móvil S.A.B de C.V.	
Ticker o Nemo-técnico	AMX
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Nueva York (NYSE)
Descripción de la empresa	Empresa dedicada a prestar diversos servicios de telecomunicaciones.
Rubros y países donde opera	Argentina, Austria, Bielorrusia, Brasil, Bulgaria, Chile, Colombia, Costa Rica, Croacia, Ecuador, El Salvador, Eslovenia, Guatemala, Honduras, Macedonia del Norte, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, Puerto Rico, República Dominicana, Serbia y Uruguay.
Clasificación de riesgo	<i>Fitch Ratings: A-</i>

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de los datos de Estados financieros de América Móvil al 31/12/2021

Cuadro 7. Ingresos ordinarios y EBITDA Claro Chile al 31/12/2021.

Países y rubros	Ingresos ordinarios (en \$M)	%	EBITDA	% (de los ingresos ordinarios)
Chile	208.718.000*	100%	38.082.000	18,2%
Ingresos por Servicios Totales	157.743.000	75,58%		
Ingresos celulares	133.992.000			
Ingresos por servicio	84.882.000			
Ingresos por equipo	49.110.000			
Ingresos líneas fijas	72.861.000			
Total	208.718.000*	100%		

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de los datos de Estados financieros de América Móvil al 31/12/2021

*Estos ingresos totales reflejan también la categoría otros ingresos y transacciones intercompañías de acuerdo a lo reportado por América Móvil.

Telefónica Chile S.A.: Esta empresa es una filial chilena del Grupo Telefónica, considerados de las empresas más grandes a nivel mundial de telecomunicaciones. Con casa matriz en España, esta empresa tiene presencia en 12 países, España, Reino Unido, Alemania y varios países en América Latina (Telefónica, 2023). Provee servicios telefonía fija y móvil, banda ancha, TV cable, fibra óptica, transmisión de datos y TI. Movistar ocupa el segundo lugar en participación de telefonía móvil después de Entel en el mercado chileno (Entel, 2023) y el primer lugar en el mercado peruano en el mismo segmento (BNamericas, 2023).

Cuadro 8. Antecedentes Telefónica S.A.

Antecedentes Telefónica Chile S.A.	
Ticker o Nemo-técnico	CTC
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa dedicada a prestar diversos servicios de telecomunicaciones.
Rubros y países donde opera	Chile, la empresa opera el área de telecomunicaciones las cuales divide en sector fijo y sector móvil
Clasificación de riesgo	<i>Fitch Ratings: AA</i> <i>ICR: AA</i>

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de datos Memoria Anual Telefónica 2022

Cuadro 9. Ingresos ordinarios y EBITDA Telefónica Chile S.A. al 31/03/2023.

Países y rubros	Ingresos ordinarios (en \$M)	%	EBITDA	% (de los ingresos ordinarios)
Chile	237.168.473	100%	(15.749.888)	
Telecomunicaciones fijas	129.922.994	54,78%		
Servicios de datos y soluciones tecnológicas empresas	47.506.808	20,03%		
Servicios y equipos de televisión	38.061.851	16,05%		
Servicios de personal	21.676.820	9,14%		
Total	237.168.473	100%		

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de los datos de Estados financieros de Telefónica Chile S.A. al 31/03/2023

TIM S.A.: Esta empresa es la filial brasileña del Grupo TIM (TIM S.p.A.) quienes son la mayor empresa de telecomunicaciones de Italia. A través de la marca TIM es que en Italia y Brasil ofrecen varios servicios de telecomunicaciones, tales como telefonía móvil y fija, servicios de TV e internet. Desde el año 2015 lideran en cuanto a cobertura 4G y fueron de las empresas pioneras en la introducción de la

red 5G a Brasil en el año 2019. Otro dato importante es que su cuota del mercado móvil de Brasil fue de un 24,8% en 2022 (TIM, 2023).

Cuadro 10. TIM S.A.

Antecedentes TIM S.A.	
Ticker o Nemo-técnico	TIMS3.SA
Mercado donde transa sus acciones	B3 (Brazil stock exchange and over-the-counter Market)
Descripción de la empresa	Empresa dedicada a prestar diversos servicios de telecomunicaciones.
Rubros y países donde opera	Italia y Brasil. Los rubros que cubre son telefonía fija y móvil, Internet y servicios de TV.
Clasificación de riesgo	<i>Fitch Ratings: AAA (bra)</i>

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de datos recuperados de los estados financieros de TIM S.A. y Yahoo Finance.

Cuadro 11. Ingresos ordinarios y EBITDA TIM S.A. al 31/12/2022.

Países y rubros	Ingresos ordinarios (en millones de Reales Brasileños)	%	EBITDA	% (de los ingresos ordinarios)
<i>Brasil</i>	21,58	100%	10,236	47,40%
<i>Net Revenues</i>	21,58	100%		
<i>Services Revenues</i>	20,878	96,70%		
<i>Mobile Service</i>	19,644			
<i>Client Generated</i>	18,002			
<i>Interconnection</i>	450			
<i>Customer Platform</i>	188			

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de datos recuperados de los estados financieros de TIM S.A. y Yahoo Finance.

Cuadro 12. Ingresos ordinarios y EBITDA TIM S.A. al 31/12/2022.

<i>Others</i>	1,004			
<i>Fixed Service</i>	1,234			
<i>Products Revenues</i>	702			
<i>Total</i>	21,58	100%		

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de TIM S.A.

Telecom Argentina: La empresa Telecom Argentina que opera bajo la marca comercial 'Personal' es una de las principales compañías de telecomunicaciones en ese país. Telecom brinda una amplia gama de servicios de telecomunicaciones, incluyendo telefonía móvil, telefonía fija, acceso a Internet y televisión por cable, en tres países: Argentina, Uruguay y Paraguay. La empresa tiene una presencia sólida en el mercado argentino y ha invertido significativamente en su infraestructura de redes para ofrecer servicios de alta calidad a sus clientes en todo el país. En cuanto a su participación en el mercado, se destaca como uno de los principales actores en la telefonía móvil, la telefonía fija y la banda ancha, alcanzando un 44,3% del mercado en 2021 (BNamericas, 2021).

Cuadro 13. Telecom Argentina.

Antecedentes Liberty Latin America	
Ticker o Nemo-técnico	TECO2
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Buenos Aires
Descripción de la empresa	Empresa dedicada a prestar diversos servicios de telecomunicaciones.
Rubros y países donde opera	Argentina, Uruguay y Paraguay. Los rubros que cubre son telefonía fija y móvil, Internet y servicios de TV, para personas y empresas.
Clasificación de riesgo	<i>Fitch Ratings: B-</i>

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir del sitio web de Telecom Argentina

Cuadro 14. Ingresos ordinarios y EBITDA Telecom Argentina al 31/12/2022.

Países y rubros	Ingresos ordinarios (en millones de pesos Argentinos)	%	EBITDA	% (de los ingresos ordinarios)
Ingresos	684.092	100%	200.380	29,29%
Servicios móviles	268.035	39,18%		
Servicios de internet	154.671	22,60%		
Servicios de TV cable	119.279	17,43%		
Servicios telefonía fija y datos	87.569	12,80%		
Otras ventas de servicios	7.029	1,02%		
Ventas de equipos	47.509	6,94%		
Total	684.092	100%		

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros de Telecom Argentina al 31 de diciembre 2022

4. Financiamiento

De acuerdo a lo revisado en los Estados Financieros de Entel, se observa que el financiamiento de la empresa se compone en mayor medida de las Obligaciones con tenedores de Bonos. Esta cuenta, considerando el corto y largo plazo, compone alrededor de un 80% a 94% del total anual de la deuda financiera en el periodo de estudio. Además, se puede apreciar que la deuda con bonistas de largo plazo es la cuenta predominante del pasivo financiero. A continuación se analizan las colocaciones de bonos de mayor plazo al vencimiento vigentes al 31 de marzo 2023.

Cuadro 15. Bonos Largo Plazo Entel.

Serie	Serie Q	Serie M	REGS 144 A
Nemotécnico	BENTE-Q	BENTE-M	US29245VAE56
Clasificación de Riesgo (Fitch)	BBB	BBB	BBB
Moneda	UF	UF	USD
Tipo de emisión	Nacional	Nacional	Internacional
Monto total emisión	2.000.000	7.000.000	800.000.000
Fecha de Emisión	01/11/2018	10/07/2014	14/09/2021
Fecha de Vencimiento	01/11/2039	30/05/2035	14/09/2032
Plazo	21 años	21 años	11 años
Duration aproximado	14,3 años	14,9 años	-
Tasa Carátula	2,90%	3,50%	3,05%
Tasa Efectiva Anual	1,34%	3,53%	3,07%
Tipo de Bono	Amortización Semestral , 15 años de gracia	Amortización semestral	Amortización semestral
Motivo de emisión	Refinanciamiento	Refinanciamiento	Refinanciamiento

Fuente: Tabla de elaboración propia a base de datos corporativos de Entel e información de CMF y Refinitiv Workspace.

Cabe destacar que Entel a través de su política de inversiones y financiamiento 2023 establece que la empresa debe cumplir con los siguientes ratios relacionados a financiamiento:

- Deuda financiera Neta/Patrimonio más participaciones no controladoras igual a 1,7 veces.
- Deuda financiera Neta/Ebitda últimos 12 meses igual a 3,5 veces.

5. Estructura de Capital

5.1. Deuda financiera

Para calcular la evolución de la deuda financiera de Entel, se utilizaron datos publicados por la compañía en sus Estados Financieros Anuales desde 2018 a 2023 (primer trimestre). El detalle de las cuentas se presenta a continuación:

Cuadro 16. Evolución de la Deuda Financiera Entel.

	2018	2019	2020	2021	2022
<u>CORRIENTES</u>					
Préstamos que Devengan					
Intereses	28.854	17.829	22.069	1.541.836	2.567.222
Obligaciones con tenedores de Bonos	625.318	688.089	641.066	4.623.551	4.111.841
Acreedores por Leasing Financiero					
Derivados - No Cobertura	2.165	247.145	34.106	143.869	125.656
Derivados - Cobertura	91.614	64.739	84.780	42.671	1.031.451
Subtotal Corrientes	747.952	1.017.802	782.022	6.351.927	7.836.170
<u>NO CORRIENTES</u>					
Préstamos que Devengan					
Intereses	12.961.137	6.027.529	3.791.865	3.131.314	2.782.742
Obligaciones con tenedores de Bonos	51.957.987	63.457.220	59.855.357	59.321.153	51.225.187
Derivados - No Cobertura	19.163				
Derivados - Cobertura	174.873	66.862	213.559		1.410.692
Subtotal No Corrientes	65.113.159	69.551.611	63.860.781	62.452.467	55.418.621
Total Deuda Financiera	65.861.111	70.569.413	64.642.802	68.804.393	63.254.790

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados de Resultados de Entel S.A.

Los principales hallazgos con respecto a la deuda financiera son los siguientes:

- La deuda financiera total presenta una disminución sostenida desde 2019, a excepción del período 2020- 2021 donde aumentó producto de la pandemia y las dificultades financieras que esta presentó a todos los sectores.

- La cuenta Obligaciones con Tenedores de Bonos representa, en promedio, alrededor del 85% del monto total de la deuda financiera. Esto nos indica que para Entel, los bonos son una fuente primordial de financiamiento, como así también uno de los principales responsables del gasto financiero.
- La cuenta Derivados - No Cobertura desapareció desde el año 2019; clara señal de que Entel desde entonces sólo utiliza derivados financieros con el propósito de realizar cobertura cambiaria, para así reducir el riesgo de tipo de cambio.

5.2. Patrimonio Económico

Para realizar el cálculo del patrimonio económico se obtuvo información desde el sitio corporativo de Entel. Se presentan el número de acciones suscritas y pagadas (el cual no difiere durante los años de estudio; no existen emisiones de acciones), el precio de la acción en pesos chilenos (CLP) y su conversión a UF. El precio de la acción al 31.03.2023 fue obtenido desde Yahoo Finance.

Cuadro 17. Evolución del Patrimonio Económico de Entel (en UF).

	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Acciones suscritas	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Acciones pagadas	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Precio de la acción (CLP)	5.382	5.348	4.409	2.879	2.930	3.135
Precio de la acción (UF)	0,195	0,189	0,152	0,093	0,083	0,088
Patrimonio Económico (UF)	58.966.425	57.053.725	45.805.928	28.056.097	25.203.231	26.614.501

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados de Resultados de Entel S.A.

Se observa una caída permanente del patrimonio económico de Entel alcanzando los 26 millones de UF a Marzo de 2023. Lo anterior se da sólo por la caída del precio de la acción durante los últimos 5 años (a excepción del 2023 donde se observa una leve recuperación en el primer trimestre), además, no existe movimiento en el número de acciones, por lo que éste no podría ser un motivo para éste fenómeno.

5.3. Valor Económico

El Valor Económico de una compañía (V) se calcula mediante la suma de la Deuda Financiera (B) y del Patrimonio económico de la empresa (P):

$$V = B + P$$

Este valor debe ser equivalente a la suma total del valor de los activos de la empresa.

Cuadro 18. Evolución del Valor Económico de Entel (en UF).

	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Deuda Financiera (B)	65.861.111	70.569.413	64.642.802	68.804.393	63.254.790	59.535.612
Patrimonio (P)	58.966.425	57.053.725	45.805.928	28.056.097	25.203.231	26.614.501
Valor de la Empresa (V)	124.827.536	127.623.138	110.448.730	96.860.490	88.458.021	86.150.113

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados de Resultados de Entel S.A.

5.4. Estructura de Capital Histórica y Objetivo

Para obtener la estructura de capital objetivo se debe comprender que Entel ha presentado una deuda financiera fluctuante y un patrimonio decreciente a lo largo del periodo de estudio, por lo cual, no es sencillo determinar una estructura objetivo en consideración de que las relaciones deuda financiera a patrimonio son sustancialmente diferentes cada año. Lo anterior ocurre ya que han sucedido diferentes eventos anormales para los mercados financieros, tales como el estallido social y la pandemia del Covid-19. Por lo anterior, en esta sección se incluyó también información del 2017, para así tener más datos de periodos considerados normales. Los datos del año 2023 están actualizados a marzo.

Cuadro 19. Estructura de Capital Histórica y Objetivo.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	mar 2023
B	60.730.111	65.861.111	70.569.413	64.642.802	68.804.393	63.254.790	59.535.612
P	77.910.045	58.966.425	57.053.725	45.805.928	28.056.097	25.203.231	26.614.501
V	138.640.156	124.827.536	127.623.138	110.448.730	96.860.490	88.458.021	86.150.113
B/V	43,80%	52,76%	55,30%	58,53%	71,03%	71,51%	69,11%
P/V	56,20%	47,24%	44,70%	41,47%	28,97%	28,49%	30,89%
B/P	0,78	1,12	1,24	1,41	2,45	2,51	2,24

Fuente:Elaboración propia en base a los Estados de Resultados de Entel S.A.

Cuadro 20. Selección de Estructura de Capital Histórica y Objetivo.

	Media	Media 21-23	Mediana	Media Armónica (Estructura Objetivo)
B	64.771.176	63.864.932	64.642.802	64.558.054
P	45.658.565	26.624.610	45.805.928	38.451.709
V	110.429.741	90.489.542	110.448.730	103.009.763
B/V	58,65%	70,58%	58,53%	62,67%
P/V	41,35%	29,42%	41,47%	37,33%
B/P	1,42	2,40	1,41	1,68

Fuente:Elaboración propia en base a los Estados de Resultados de Entel S.A.

La parte superior del Cuadro 18 es un resumen de la información sobre Deuda Financiera (B), Patrimonio (P) y Valor de la Empresa (V). Este último se obtiene por medio de la suma de B y P y representa financieramente que la firma vale tanto por los dueños de la deuda como por los accionistas en las proporciones que correspondan.

La parte superior del Cuadro 19 exhibe los cálculos de la media, mediana y media armónica de los 7 datos presentados entre 2017 y marzo de 2023. En adición, se calculó una media que sólo considera la data de 2021 en adelante para así tener una noción de cómo se ha comportado la estructura de capital más reciente. Es importante señalar que la media, mediana y media armónica de V no se calculan

sobre los datos de V, sino que son la suma de las medias, medianas y medias armónicas de B y P respectivamente. La parte inferior del Cuadro 18 presenta las relaciones Deuda Financiera a Valor, Patrimonio a Valor y la relación que nos interesa definir Deuda Financiera a Patrimonio. Sus medias, medianas y medias armónicas se calculan tomando los datos del cuadrante superior derecho y realizando las divisiones correspondientes, esta información se expone en el cuadrante inferior del Cuadro 19.

El efecto creciente observado en el ratio Deuda a Patrimonio (B/P) es causado por la disminución de 34% del patrimonio bursátil desde 2017 a marzo 2023. Este hecho es significativamente más relevante que la fluctuación de la deuda financiera.

La media de la razón B/P es de 1,42 y a pesar de que concuerda más con una estructura de capital de períodos normales puede estar afectada por valores extremos, como por ejemplo los años 2017 y 2022, además dista mucho de la estructura actual de la empresa de la cual se puede tener una noción a través de la Media 21-23, la cual es de 2,4 aproximadamente. La mediana es de 1,41 y a pesar de que esta no se ve afectada por valores extremos, su representatividad es baja considerando las relaciones B/P más recientes. Es así que se decide utilizar la media armónica de 1,68 como estructura de capital objetivo, ya que este cálculo le otorga menor peso a los valores altos pero aun así los toma en consideración, utilizando una razón B/P que conversa con los periodos normales y la situación actual de la empresa.

6. Estimación del Costo de Capital

6.1. Costo de la Deuda

De los bonos revisados en la sección cuatro, se selecciona el de la serie 144 A para que su *yield* a la fecha 31 de marzo 2023 sea representativo del costo de la deuda (K_b).

Cuadro 21. Detalles del bono seleccionado.

Serie	REGS 144 A
Nemotécnico	US29245VAE56
Clasificación de Riesgo (Fitch)	BBB
Moneda	USD
Tipo de emisión	Internacional
Monto total emisión	800.000.000
Fecha de Emisión	14/09/2021
Fecha de Vencimiento	14/09/2032
Plazo	11 años
Duration aproximado	-
Tasa Carátula	3,05%
Tasa Anual Efectiva	3,07%
Estructura Bono	Amortización Semestral
Motivo de emisión	Refinanciamiento
Yield 31/03/2023	6,201%

Fuente: Tabla de elaboración propia a base de datos corporativos de Entel e información de CMF y Refinitiv Workspace.

A pesar que este bono es el de menor madurez, tiene otras características que lo hacen altamente deseable para que su *Yield To Maturity* (YTM) represente el costo de la deuda de Entel. Al revisar el detalle de la sección Otros Pasivos Financieros de marzo de 2023, se puede apreciar que el monto de las obligaciones por bonos internacionales superan al de las obligaciones por bonos nacionales en alrededor de 25 mil UF (UF 31/03/2023). El valor nominal de este bono es significativamente mayor al de los otros dos, tomando en cuenta esta información, es posible afirmar que este bono es el más representativo de la deuda de Entel; además es el más recientemente emitido, otra característica deseable, y aún faltan

nueve años para su vencimiento desde la fecha de valoración lo cual se considera un plazo lo suficientemente largo. Dado a que la valoración a realizar es en UF y la yield del bono está en dólares, ésta se debe convertir a una tasa adecuada para valorar a Entel. Por lo tanto, a la *yield* de 6,201 se resta una r_f (tasa libre de riesgo) sintética y después se suma el promedio de 36 meses de la tasa del bono de Chile a 30 años.

Para la tasa libre de riesgo se tomará en cuenta el bono a 10 años del Tesoro estadounidense (*10-Year Treasury Bond*), se elige este y no un bono más largo para que sea lo más similar posible al bono de Entel seleccionado para el costo de la deuda. Obtenido desde la plataforma Refinitiv Workspace a fecha 31 de marzo 2023 la *Yield* es de 3,49%. Para poder hacer esta tasa comparable a Chile debemos sumar el CDS (*Credit Default Swap*) de Chile a 10 años y descontar el CDS de U.S.A a 10 años, para así considerar el riesgo país, estos datos se obtienen desde Bloomberg. La r_f sintética se define como:

$$\begin{aligned} r_f &= T \text{ Bond } 10 \text{ years} + CDS \text{ Chile } 10Y - CDS \text{ US } 10Y \\ &= 3,49\% + 1,68\% - 0,42\% = 4,75\% \end{aligned}$$

En tanto, K_b se define como:

$$\begin{aligned} K_b &= Yield \text{ Bono en USD} - r_f + Promedio \text{ 36 meses Bono Chile } 30Y \\ &= 6,201\% - 4,75\% + 1,77\% = 3,221\% \end{aligned}$$

Por lo tanto,

$$K_b = 3,221\%$$

6.2. Beta de la deuda

Para el cálculo del Beta de la deuda (β_b) se utiliza el modelo CAPM:

$$K_b = r_f + PRM * \beta_b$$

En donde K_b es el costo de la deuda definido en la sección anterior, r_f es el promedio de 36 meses de la tasa del bono de Chile a 30 años (esta será la r_f a utilizar desde acá en adelante), PRM es el premio por riesgo de mercado y β_d es el beta de la deuda a estimar.

Por su parte el premio por riesgo de mercado se obtiene desde Damodaran en donde se toma el *Total Equity Risk Premium* para Chile, el recomendado para marzo de 2023 es:

$$PRM = 6,76\%$$

Reemplazando los datos en la ecuación de CAPM y despejando β_b se obtiene:

$$3,221\% = 1,77\% + 6,76\% * \beta_d$$

$$\beta_b = (3,221\% - 1,77\%)/6,76\%$$

$$\beta_b = 0,215$$

6.3. Estimación del Beta Patrimonial

Para realizar la estimación del Beta Patrimonial de Entel se modelan los parámetros mediante regresión lineal simple. El modelo es el siguiente:

$$r_{t,Entel} = \alpha + \beta_{Entel} \cdot r_{t,IGPA} + \varepsilon_t$$

Donde $r_{t,Entel}$ corresponde a los retornos logarítmicos semanales de Entel y $r_{t,IGPA}$ son retornos logarítmicos semanales del índice de mercado IGPA. El resumen de los resultados se presentan a continuación:

Cuadro 22. Estimaciones del Beta Patrimonial

Resumen 2 años (2021-2023)		Resumen 3 años (2020-2023)		Resumen 4 años (2019-2023)		Resumen 5 años (2018-2023)	
Corr	0,5370	Corr	0,6751	Corr	0,6771	Corr	0,6711
R ²	0,2884	R ²	0,4557	R ²	0,4585	R ²	0,4504
R ² Ajustado	0,2814	R ² Ajustado	0,4524	R ² Ajustado	0,4560	R ² Ajustado	0,4484
Error típico	0,0408	Error típico	0,0413	Error típico	0,0391	Error típico	0,0369
Observaciones	103	Observaciones	168	Observaciones	220	Observaciones	271
Intercepto (α)	0,0020	Intercepto (α)	0,000	Intercepto (α)	0,000	Intercepto (α)	0,000
P-value	(0,627)	P-value	(0,997)	P-value	(0,893)	P-value	(0,882)
β	0,864***	β	1,019***	β	1,061***	β	1,072***
P-value	(0,000)	P-value	(0,000)	P-value	(0,000)	P-value	(0,000)

Elaboración propia. Observaciones semanales
 (***) Significancia al 1%.

Obs: Entel presenta 100% de presencia bursátil para todos los años de estudio.

Se obtienen los siguientes hallazgos:

- En el período más corto (2 años) se observa un Beta menor a 1. Esto indicaría que Entel se mueve en la misma dirección del mercado pero con menor intensidad. Este valor, pese a ser estadísticamente significativo, no es representativo, puesto que considera principalmente años de pandemia y recuperación de la misma.
- Utilizando el período más largo (5 años) conseguimos obtener un beta igual a 1,072 significativo al 1%. La decisión de optar por un período más largo radica en que de esta manera conseguimos medir el riesgo sistemático del mercado de manera más representativa, considerando años que no fueron afectados por pandemia, incertidumbre política, ventas extraordinarias de activos, entre otros eventos que pueden interferir en la representatividad del beta estimado.

Entonces, el beta de la acción corresponde a

$$\beta_p^{c/d} = 1,072$$

6.4. Beta Patrimonial sin deuda

Para obtener el beta patrimonial sin deuda es necesario desapalancar el beta de la acción. Con este objetivo se utiliza el modelo Rubinstein (1973), el cual considera entre sus variables el promedio de la estructura de financiamiento de los últimos años, y la tasa de impuesto corporativo del país en cuestión. Utilizaremos una estructura de deuda igual a $B/P = 1,42$ calculado como la media entre los años 2017-2023 (el mismo periodo utilizado para estimar el beta de la acción), y la tasa de impuesto corporativo es igual a $t_c = 27\%$. Recordar que la tasa de impuesto corporativo no requiere ajuste entre las unidades de negocio de Chile y Perú, puesto que existe un acuerdo entre ambos países el cual elimina la doble tributación, y permite a las empresas pagar la tasa de impuesto corporativo correspondiente a su país de origen.

Rubinstein (1973):

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} \left[1 + (1 - t_c) \frac{B}{P} \right] - \beta_d (1 - t_c) \frac{B}{P}$$

Reemplazando se obtiene:

$$1,072 = \beta_p^{s/d} [1 + (1 - 27\%)(1,42)] - 0,215(1 - 27\%)(1,42)$$

Resultando

$$\beta_p^{s/d} = 0,636$$

6.5. Beta Patrimonial con deuda

Para realizar este ejercicio es necesario apalancar al $\beta_p^{s/d}$ la estructura de capital objetivo. La tasa de impuesto corporativo se mantiene, pero la estructura de capital utilizada es la objetivo, que corresponde a la media armónica del periodo 2017-2023 igual a $B/P = 1,68$. Manteniendo el uso de Rubinstein (1973), el cálculo es el siguiente:

$$\hat{\beta}_p^{c/d} = 0,636[1 + (1 - 27\%)(1,68)] - 0,215(1 - 27\%)(1,68)$$

Resolviendo se obtiene:

$$\hat{\beta}_p^{c/d} = 1,152$$

6.6. Costo Patrimonial

Para realizar el cálculo del costo patrimonial se utiliza el modelo CAPM. La tasa libre de riesgo (r_f) a utilizar es $r_f = 1,77\%$. El PRM se mantiene en $6,76\%$, pero ahora se utiliza el beta patrimonial con deuda, el cual incluye la estructura de capital objetivo de Entel. Entonces:

$$K_p = 1,77\% + 6,76\% \cdot 1,152$$

$$K_p = 9,56\%$$

Es importante notar que el costo patrimonial es casi 3 veces más alto que el costo de la deuda. Esto se fundamenta en que el ratio Deuda/Patrimonio ha evidenciado un crecimiento constante en los años de estudio, presentando una leve recuperación recién en 2023, lo que le entrega motivos al accionista para exigir un retorno mucho mayor ya que la estructura de capital objetivo se ha vuelto más riesgosa.

6.7. Costo de Capital

Para la estimación del costo de capital promedio ponderado (WACC) se utiliza el modelo de Modigliani & Miller 1963:

$$K_{WACC} = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

En el cálculo se utilizan las relaciones $\frac{P}{V}$ y $\frac{B}{V}$ obtenidas por media armónica, las cuales corresponden a $\frac{P}{V} = 37,33\%$ y $\frac{B}{V} = 62,67\%$. La tasa de impuesto corporativo se mantiene en $t_c = 27\%$. Se utilizan el costo patrimonial y el costo de la deuda obtenidos en las secciones anteriores, $K_p = 9,56\%$ y $K_b = 3,221\%$. Reemplazando en la ecuación de Modigliani & Miller, se tiene:

$$K_{WACC} = 9,56\% \cdot 37,33\% + 3,221\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 62,67\%$$

$$K_{WACC} = 5,042\%$$

Desde ahora en adelante este costo de capital promedio ponderado será la tasa de descuento utilizada para valorar a Entel.

7. Valoración Por Múltiplos

7.1. Análisis de las empresas comparables

América Móvil SAB de CV (Claro Chile):

Como ya fue mencionado la marca Claro Chile es uno de los principales competidores de Entel. Esta posterior a un joint venture celebrado entre finales de 2021 y comienzos de 2022 reparte en 50% y 50% sus ingresos entre América Móvil (dueños originales de Claro) y Liberty Latin América (dueños de VTR en Chile).

América Móvil es una empresa de telecomunicaciones a nivel global de origen Mexicano esta opera a través de las marcas Telcel y Telmex, en adición tiene operaciones en países de América Central y el Caribe donde opera bajo la marca Claro, misma marca utilizada para sus operaciones en sudamérica teniendo operaciones en Ecuador, Colombia, Argentina, Perú, Brasil y Chile. Por último cabe mencionar que bajo la marca Telekom Austria Group opera en Austria y parte de Europa del Este.

A continuación se presentan los múltiplos obtenidos para América Móvil a partir de información financiera recopilada desde Refinitiv Workspace:

Cuadro 23. Múltiplos América Móvil SAB de CV.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	31 dic 2021	31 dic 2022	Promedio
De ganancia	<i>Price-Earnings Ratio (PER)</i>	7,30	14,73	11,02
	<i>Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)</i>	5,96	5,21	5,59
	<i>Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)</i>	11,80	10,05	10,93
De valor libro	<i>Price to Book Equity (PBV)</i>	3,60	3,00	3,30
	<i>Value to Book Ratio (VBR)</i>	3,06	2,58	2,82
De ingresos	<i>Price to Sales Ratio (PSR)</i>	1,62	1,34	1,48
	<i>Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)</i>	2,29	2,03	2,16

Fuente: Elaboración propia a partir de información financiera obtenida de Refinitiv Workspace

Telefónica S.A. (Movistar Chile):

Esta empresa de origen español opera en 12 países a lo largo del mundo bajo tres marcas comerciales diferentes, Movistar en España y Latinoamérica (Argentina, Chile, Colombia, Ecuador, Uruguay, Venezuela, México y Perú), en Brasil trabaja bajo marca comercial Vivo, mientras que en Reino Unido y Alemania opera bajo el nombre de O2.

Como ya fue estudiado anteriormente Movistar Chile es el principal competidor de Entel no tan sólo en Chile sino que también en el Perú, a través de su prestación de servicios tanto para el segmento personas y hogar y para el segmento empresas. Ofreciendo servicios de telefonía móvil, TV de cable, internet fijo y móvil, almacenamiento de datos, ciberseguridad, redes y big data.

Para mantener una línea de trabajo coherente, se obtiene la data de la empresa matriz para la construcción de sus múltiplos los cuales se exhiben a continuación:

Cuadro 24. Múltiplos Telefónica S.A.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	31 dic 2021	31 dic 2022	Promedio
De ganancia	<i>Price-Earnings Ratio (PER)</i>	2,81	10,94	6,87
	<i>Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)</i>	5,28	5,04	5,16
	<i>Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)</i>	15,67	17,24	16,45
De valor libro	<i>Price to Book Equity (PBV)</i>	1,45	1,10	1,27
	<i>Value to Book Ratio (VBR)</i>	0,20	0,18	0,19
De ingresos	<i>Price to Sales Ratio (PSR)</i>	0,57	0,49	0,53
	<i>Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)</i>	1,70	1,57	1,63

Fuente: Elaboración propia a partir de información financiera obtenida de Refinitiv Workspace

TIM S.A. (TIM Brasil):

La empresa brasileña ha obtenido grandes logros como empresa en la última década, como por ejemplo llegar a cubrir con sus servicios a todos los estados de Brasil y siendo la empresa líder en la implementación de red 5G en Brasil teniendo la mayor participación de este mercado. Esta empresa al igual que las vistas anteriormente se dedica tanto al rubro personas y hogar como al segmento empresas.

Esta transa en la bolsa de valores brasileña y en la bolsa americana, al igual que en ocasiones anteriores se tomará en cuenta la información financiera de sus acciones en su país de origen, es decir, sus acciones de la bolsa de Brasil (B3). Los múltiplos obtenidos para TIM se presentan a continuación:

Cuadro 25. Múltiplos TIM S.A.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	31 dic 2021	31 dic 2022	Promedio
De ganancia	<i>Price-Earnings Ratio (PER)</i>	9,94	17,36	13,65
	<i>Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)</i>	3,94	4,23	4,08
	<i>Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)</i>	10,96	12,79	11,88
De valor libro	<i>Price to Book Equity (PBV)</i>	1,17	1,14	1,16
	<i>Value to Book Ratio (VBR)</i>	1,27	1,18	1,22
De ingresos	<i>Price to Sales Ratio (PSR)</i>	1,76	1,39	1,58
	<i>Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)</i>	1,94	2,00	1,97

Fuente: Elaboración propia a partir de información financiera obtenida de Refinitiv Workspace

Telecom Argentina:

Telecom Argentina es una empresa de telecomunicaciones la cual ofrece servicios de telefonía fija, telefonía móvil, servicios de internet y servicios de televisión, a través de diferentes marcas dependiendo del servicio, y teniendo alrededor de 30 millones de clientes opera en Argentina, Uruguay y Paraguay. Dentro de sus marcas importantes se encuentran Flow quienes proveen servicios de TV y Personal que es su marca orientada a los servicios de telefonía móvil.

Esta empresa tiene acciones en la NYSE y también en la Bolsa De Comercio de Buenos Aires. Para obtener los múltiplos de Telecom Argentina manteniendo la metodología que se ha usado hasta ahora, se utilizó su acción de su país de origen, es decir la acción TECO2 transada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Los múltiplos se presentan a continuación:

Cuadro 26. Múltiplos Telecom Argentina.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	31 dic 2021	31 dic 2022	Promedio
De ganancia	<i>Price-Earnings Ratio (PER)</i>	25,09	-3,69	10,70
	<i>Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)</i>	2,22	3,12	2,67
	<i>Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)</i>	48,91	-17,94	15,49
De valor libro	<i>Price to Book Equity (PBV)</i>	0,40	0,96	0,68
	<i>Value to Book Ratio (VBR)</i>	0,12	0,28	0,20
De ingresos	<i>Price to Sales Ratio (PSR)</i>	0,15	0,32	0,23
	<i>Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)</i>	0,73	0,91	0,82

Fuente: Elaboración propia a partir de información financiera obtenida de Refinitiv Workspace

En adición cabe mencionar que para tener un espectro más amplio de comparables se intentó considerar a las empresas Tigo Colombia y Liberty Latin America, finalmente estas dos terminan por descartarse porque a pesar de tener las mismas líneas de negocio que las empresas anteriormente revisadas, sus ingresos vienen principalmente por el servicio de TV e internet hogar, a diferencia de Entel y

las consideradas comparables las cuales la mayor parte de sus ingresos operacionales son percibidos por la línea de negocio de telefonía móvil.

Es relevante para la valoración por múltiplos la justificación del uso de estas empresas a modo de comparables. Para esto se aplican tres criterios: Clasificación de riesgo de la empresa, tasa de crecimiento de los ingresos operacionales y tasa de crecimiento de los flujos de caja libre. A continuación se presentan los detalles:

Cuadro 27. Clasificación de riesgo de Entel y sus comparables histórico.telefoni

	Clasificación de Riesgo					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Entel	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB
América Móvil	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Telefónica	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Telecom Argentina	B	B-	CCC	B-	B-	B-
TIM		AAA (bra)	AAA (bra)	AAA (bra)		AAA (bra)

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de datos obtenidos de Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/>
*(bra): Categoría exclusivamente para Brasil. Considera las condiciones económicas, financieras y crediticias del país.

Cuadro 28. Clasificación de riesgo de Entel y sus comparables.

Categorías Fitch Ratings	Empresas
AAA	
AA+, AA, AA-	TIM
A+, A, A-	América Móvil
BBB+, BBB, BBB-	Entel y Telefónica
BB+, BB, BB-	
B+, B, B-	Telecom
CCC+, CCC, CCC-	
CC+, CC, CC-	
C+, C, C-	
RD	
D	

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de datos obtenidos de Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/>

Utilizando el primer criterio descrito, obtenemos la clasificación de riesgo histórica desde 2018 a 2022 para cada una de las compañías comparables. Las categorías más altas reflejan compañías de baja probabilidad de incumplimiento, es decir, alta calidad crediticia.

Observamos que Entel y las empresas consideradas se encuentran entre las categorías más altas, lo que nos indica que bajo este criterio son compañías comparables. La única que se escapa levemente hacia una categoría un tanto más riesgosa es Telecom, lo cual se explica por la complicada situación económica que vive actualmente Argentina.

Cuadro 29. Tasas de crecimiento ingresos operacionales Entel y comparables.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mediana 16-19
Entel (en M CLP)	1.784.613	1.867.697	1.943.071	1.913.174	1.978.792	2.092.644	2.408.810	2.540.683	
		4,66%	4,04%	-1,54%	3,43%	5,75%	15,11%	5,47%	3,73%
América Móvil (en M MXN)	893.738	975.412	1.021.634	1.038.208	1.007.348	839.707	855.535	844.501	
		9,14%	4,74%	1,62%	-2,97%	-16,64%	1,88%	-1,29%	3,18%
Telefónica (en M Euros)	54.916	52.036	52.008	48.693	48.442	43.076	39.277	39.993	
		-5,24%	-0,05%	-6,37%	-0,52%	-11,08%	-8,82%	1,82%	-2,88%
Telecom Argentina (en M ARS)	40.540	53.323	102.531	351.948	487.067	455.234	828.831	729.182	
		31,53%	92,28%	243,26%	38,39%	-6,54%	82,07%	-12,02%	65,34%
TIM (en M BRL)	17.142	15.617	16.234	16.981	17.377	17.268	18.058	21.531	
		-8,90%	3,95%	4,60%	2,33%	-0,63%	4,58%	19,23%	3,14%

Fuente: Tabla de elaboración propia. Datos obtenidos de Refinitiv Workspace.

Se utiliza la mediana entre 2016 y 2019 para omitir años anormales y valores extremos. Se aprecia que Entel en este criterio es bastante similar a América Móvil y TIM, por su parte Telecom tuvo un aumento significativo de las ventas en el periodo de estudio, mientras que Telefónica ha disminuido las ventas.

Cuadro 30. Tasas de crecimiento flujos de caja libre Entel y comparables.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Mediana 16-19
Entel (en M CLP)	-279.663	-365.504	-31.926	-112.092	51.286	68.109	21.073	-87.261	
		-30,69%	91,27%	-251,10%	145,75%	32,80%	-69,06%	-514,08%	30,29%
América Móvil (en M MXN)	-19.030	54.338	52.238	68.262	56.158	124.974	80.159	45.977	
		385,53%	-3,87%	30,68%	-17,73%	122,54%	-35,86%	-42,64%	13,40%
Telefónica (en M Euros)	2.430	4.115	4.804	4.838	7.363	6.167	4.104	6.255	
		69,34%	16,74%	0,71%	52,19%	-16,24%	-33,45%	52,41%	34,47%
Telecom Argentina (en M ARS)	-2.373	-1.547	2.689	-8.020	48.136	37.465	53.229	45.952	
		-34,81%	273,82%	-398,25%	700,20%	-22,17%	42,08%	-13,67%	119,51%
TIM (en M BRL)	-486	490	1.256	2.297	2.498	3.916	3.883	3.237	
		200,78%	156,45%	82,89%	8,73%	56,75%	-0,84%	-16,63%	119,67%

Fuente: Tabla de elaboración propia. Datos obtenidos de Refinitiv Workspace.

Se utiliza la mediana entre 2016 y 2019 por los mismos motivos ya mencionados. En este criterio Entel es más similar con América Móvil y Telefónica, mientras que Telecom y TIM se asimilan bastante entre ellas, Telecom por su exponencial crecimiento de los FCF de 2018 a 2019 y TIM de 2015 a 2016 y de 2016 a 2017.

7.2. Múltiplos de la industria

En esta sección se presenta un cuadro resumen de los múltiplos promedio de cada una de las empresas tomadas en consideración como empresas comparables:

Cuadro 31. Múltiplos de la Industria.

Múltiplos	América		Telecom		Promedio
	Móvil	Telefónica	Argentina	TIM	
<i>Price-Earnings Ratio (PER)</i>	11,02	6,87	10,70	13,65	10,56
(*) <i>Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)</i>	5,59	5,16	2,67	4,08	4,38
<i>Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)</i>	10,93	16,45	15,49	11,88	13,69
<i>Price to Book Equity (PBV)</i>	3,30	1,27	0,68	1,16	1,60
<i>Value to Book Ratio (VBR)</i>	2,82	0,19	0,20	1,22	1,11
<i>Price to Sales Ratio (PSR)</i>	1,48	0,53	0,23	1,58	0,96
(*) <i>Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)</i>	2,16	1,63	0,82	1,97	1,23

Fuente: Elaboración propia

Después de tomar los promedios de cada empresa comparable vistos en la sección anterior, se calcula el promedio a estos resultados con la finalidad de generar múltiplos para la industria de telecomunicaciones, así posteriormente poder usar estos múltiplos para valorar a Entel bajo esta metodología. Cabe recalcar que sólo nos fijamos en los múltiplos destacados del cuadro ya que estos son los múltiplos más relevantes para la industria de las telecomunicaciones. También se debe señalar que el promedio del múltiplo EVS sólo considera a las empresas Telefónica y Telecom dado a que el promedio de industria genera un múltiplo excesivamente alto, sospechamos que esto podría deberse principalmente a los Enterprise Value de las empresas y no a las ventas necesariamente ya que vimos que Entel en el criterio de ventas es muy similar a América Móvil y TIM.

7.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria

En el siguiente cuadro se presenta la información financiera de Entel necesaria para llevar a cabo la valoración por múltiplos comparables, esta información es obtenida desde Refinitiv Workspace al 31 de marzo 2023 en formato TTM (Trailing Twelve Months), es decir, de marzo 2022 a marzo 2023:

Cuadro 32. Información Financiera Entel en millones CLP (a menos que se indique lo contrario).

Indicador financiero	mar 23
	Millones CLP
Resultado por acción (en pesos)	1.349,30
EBITDA	678.709
EBIT	160.329
Valor libro patrimonio	1.495.362
Valor libro empresa	3.317.610
Ingresos	2.501.307
Ingresos por acción (en pesos)	8.282
Deuda financiera neta	2.118.008
nº acciones	302.017.113
<i>Market Cap</i>	946.824
Efectivo y equivalentes	101.060
Valor Libro por acción (en pesos)	4951,25

Fuente: Elaboración propia a partir de información financiera obtenida de Refinitiv Workspace

A partir de la información previamente mostrada y los múltiplos de industria de la sección anterior, se genera la valoración por múltiplos para Entel S.A, se exhibe el precio de la acción obtenido por los distintos múltiplos a continuación:

Cuadro 33. Valoración por múltiplos Entel.

Múltiplos	Valor empresa	Patrimonio	Precio acción
<i>Price-Earnings Ratio (PER)</i>			\$14.249
(*) <i>Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)</i>	2.969.350.693.750	952.403.135.750	\$3.153
<i>Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)</i>	2.194.506.472.500	177.558.914.500	\$588
<i>Price to Book Equity (PBV)</i>			\$7.934
<i>Value to Book Ratio (VBR)</i>		1.656.113.154.738	\$5.484
<i>Price to Sales Ratio (PSR)</i>		2.388.748.175.450	\$7.909
(*) <i>Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)</i>	3.064.101.062.750	1.047.153.504.750	\$3.467

Fuente: *Elaboración propia*

7.4. Análisis de los resultados

Se generó el promedio del precio de la acción considerando los múltiplos EV/EBITDA y EVS. Observamos que el resultados más acertado en relación al precio de la acción listado en Bolsa al día 31 de marzo de 2023, el cual es de \$3.135 (Bolsa de Comercio de Santiago) es el precio entregado por el EV/EBITDA el cual es de \$3.153 con una desviación de 0,57%. Además los precios entregados por el otro múltiplo de interés (EVS) también es bastante cercano y en consecuencia el promedio de ambos múltiplos de interés resulta ser cercano al precio de Bolsa, siendo \$3.310 con una desviación del 5,58%. Los resultados confirman que estos múltiplos son adecuados para la industria a la cual pertenece Entel, lo anterior en consideración que el resto de múltiplos se aleja bastante del precio listado en bolsa para la fecha de valoración. Por último cabe recordar que esta metodología a pesar de ser más rápida para generar valoración de una empresa es menos precisa que el método del flujo de caja libre.

8. Referencias

- Aswath D. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). *The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- BNamericas - Industria de telecomunicaciones en Perú: El lado positivo de una economía debilitada (2020). BNamericas.com.
<https://www.bnamericas.com/es/noticias/industria-de-telecomunicaciones-en-peru-el-lado-positivo-de-una-economia-debilitada>
- Bnamericas. (2023). Radiografía al mercado de telecomunicaciones de Perú.
<https://www.bnamericas.com/es/reportajes/radiografia-al-mercado-de-telecomunicaciones-de-peru>
- BNamericas. (2021). Radiografía del mercado de telecomunicaciones. BNamericas.com.
<https://www.bnamericas.com/es/noticias/radiografia-del-mercado-de-telecomunicaciones-argentino#:~:text=El%2044%2C3%25%20del%20mercado,conjunto%20una%20participaci%C3%B3n%20de%2023%25>.
- Corporativa, I. (s. f.). Entel: líder en tecnología y telecomunicaciones.
<https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/informacion-bursatil>
- CMF. (2023). Qué es la CMF.
<https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyvalue-25539.html>
- Entel. (2023). Política de Inversiones y Financiamiento.
https://entel.modyocdn.com/uploads/a761ca53-b011-4aea-8647-5fed02065ea1/original/Politica_de_Inversiones_y_Financiamiento_2023.pdf
- Entel. (2023). Entel y plan de inversión para 2023: foco estará en recambio tecnológico de 4G a 5G y conexión de hogares a fibra óptica.
<https://informacioncorporativa.entel.cl/comunicados-de-prensa/posts/entel-y-plan-de-inversion-para-2023-foco-estara-en-recambio-tecnologico-de-4g-a-5g-y-conexion-de-hogares-a-fibra-optica>
- Entel, Corporativa, I. (2023). Líder en tecnología y telecomunicaciones.
<https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/informacion-bursatil>

- Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.
- *Fitch Ratings: Credit Ratings & Analysis for financial markets.* (s. f.). Fitch Ratings. <https://fitchratings.com/>
- Hurtado, J. (2023). Telecomunicaciones en Perú: exceso de regulación dificulta despliegue de planes de operadoras. <https://lexlatin.com/reportajes/telecomunicaciones-peru-exceso-regulacion-dificulta-despliegue-planes-operadoras>
- Informe de Cuentas Nacionales de Chile primer trimestre de 2018 - Banco Central de Chile. (s. f.). <https://www.bcentral.cl/en/web/banco-central/content/-/detalle/informe-de-cuentas-nacionales-de-chile-primer-trimestre-de-2018-3>
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas.* Editorial Lainu.
- Millicom. (2023). Latinoamérica. Colombia. <https://www.millicom.com/our-company/markets/colombia/>
- Panorama de mercado - Perú. (s. f.). TeleSemana.com. <https://www.telesemana.com/panorama-de-mercado/peru>
- Papelu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition.* Cengage learning.
- PBI (Millones US\$). (2022). <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/trimestrales/resultados/PN39029BQ/html>
- Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). *Equity valuation: A survey of professional practice.* *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Telecom Argentina. (2023). Servicios de telecomunicaciones, <https://www.telecom.com.ar/web/>
- Telefónica. (2023). Países y Unidades emergentes. <https://www.telefonica.com/es/nosotros/paises-unidades-emergentes/>
- TIM. (2023). Hogar. Nuestro TIM. Perfil. <https://ri.tim.com.br/nossa-tim/perfil/>
- TIM. (2023). Centro de resultados. <https://ri.tim.com.br/informacoes-ao-mercado/central-de-resultados/>

- SAP, E. M. (2001). Grupo Telecom Italia asume control de Entel Chile. Emol.
<https://www.emol.com/noticias/economia/2001/03/13/48853/grupo-telecom-italia-asume-control-de-entel-chile.html>
- SERNAC. (2023). El SERNAC.
<https://www.sernac.cl/portal/617/w3-propertyname-586.html>
- SUBTEL. (2023). Que es SUBTEL.
<https://www.subtel.gob.cl/quienes-somos/mision-y-vision-2/>
- Panorama de mercado - Chile. (s. f.). TeleSemana.com.
<https://www.telesemana.com/panorama-de-mercado/chile/>
- PIB trimestral. (s. f.). <https://www.hacienda.cl/indices/pib-trimestral>

9. **Bibliografía**

- Entel S.A. (11d. C.). Memoria Anual Entel 2022. En *www.cmf.cl*.
https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=df83522ea5a626c089daf30bd837cb5cVFdwQmVVMTZRVEJOUkVVeFRsUkpIRTVSUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1691783178

10. Anexos

- Anexo 1: Estructura Societaria Grupo Entel

