



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA ENTEL S.A.
Mediante Método de Flujos de Caja
Descontados**

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

**Alumno: Matías Guzmán González
Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva**

Santiago, Diciembre, 2023

ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| 1. Resumen Ejecutivo..... | 5 |
| 2. Metodología..... | 7 |
| 2.1. Principales métodos de valoración..... | 7 |
| 2.2. Método de flujos de caja descontados..... | 7 |
| 3. Descripción de la empresa y la industria..... | 12 |
| 3.1. Descripción de la empresa..... | 12 |
| 3.1.1. Gobierno Corporativo..... | 14 |
| 3.1.2. Ficha Técnica..... | 15 |
| 3.1.3. Antecedentes del negocio e historia..... | 16 |
| 3.1.4. Análisis del Negocio..... | 17 |
| 3.1.4.1. Gestión y Factores de Riesgos..... | 17 |
| 3.1.4.2. Principales accionistas..... | 18 |
| 3.1.4.3. Filiales..... | 19 |
| 3.2. Descripción de la industria..... | 22 |
| 3.2.1. Estado actual..... | 22 |
| 3.2.2. Riesgos de la industria..... | 22 |
| 3.2.3. Regulación y fiscalización..... | 24 |
| 3.2.4. Empresas comparables..... | 25 |
| 4. Análisis Operacional del Negocio y la Industria..... | 31 |
| 4.1. Estados Financieros de Entel S.A..... | 31 |
| 4.2. Análisis de crecimiento de Entel..... | 32 |
| 4.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa..... | 36 |
| 4.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa..... | 41 |
| 4.5. Análisis de márgenes de la empresa..... | 45 |
| 4.6. Análisis de los activos de la empresa..... | 47 |
| 4.6.1. Activos operacionales y no operacionales..... | 47 |
| 4.6.2. Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)..... | 49 |
| 4.6.3. Ratio de Capital de Trabajo Operativo Neto (RCTON)..... | 49 |
| 4.6.4. Inversión en PPE y Activos Intangibles..... | 50 |
| 4.7. Análisis de crecimiento de la industria..... | 51 |
| 4.7.1. Chile..... | 51 |
| 4.7.1.1. Resumen del sector Telecomunicaciones..... | 52 |
| 4.7.1.2. Internet Móvil..... | 55 |
| 4.7.1.3. Telefonía Móvil..... | 56 |
| 4.7.1.4. Televisión..... | 58 |
| 4.7.2. Perú..... | 59 |

| | |
|---|------------|
| 4.7.2.1. Resumen del sector Telecomunicaciones..... | 60 |
| 4.7.2.2. Internet Móvil..... | 61 |
| 4.7.2.3. Telefonía Móvil..... | 63 |
| 4.7.2.4. Televisión pagada..... | 65 |
| 5. Proyección del Estado de Resultados..... | 67 |
| 5.1. Ingresos operacionales proyectados..... | 67 |
| 5.1.1. Proyección Ingresos Móvil..... | 67 |
| 5.1.1.1. Proyección Variables Dependientes..... | 72 |
| 5.1.2. Proyección Ingresos Fijo y TI..... | 74 |
| 5.1.3. Proyección Ingresos Servicios a Otros Operadores y Negocios de Tráfico.... | 77 |
| 5.1.4. Proyección Call Center y Otros..... | 78 |
| 5.1.5. Resumen Proyección Ingresos Operacionales..... | 80 |
| 5.2. Costos y gastos operacionales proyectados..... | 80 |
| 5.3. Resultado no operacional proyectados..... | 83 |
| 5.3.1. Otros Ingresos..... | 83 |
| 5.3.2. Ingresos Financieros..... | 84 |
| 5.3.3. Costos Financieros..... | 86 |
| 5.3.4. Diferencias de Cambio..... | 88 |
| 5.3.5. Resultados por Unidad de Reajuste..... | 90 |
| 5.4. Impuesto corporativo proyectado..... | 91 |
| 5.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF..... | 92 |
| 5.5.1. Supuestos utilizados..... | 93 |
| 5.6. Estado de resultados proyectado como porcentaje de los ingresos..... | 94 |
| 6. Proyección de los Flujos de Caja Libre..... | 95 |
| 6.1. Inversión en reposición y Nuevas Inversiones..... | 95 |
| 6.2. Liberación de capital de trabajo operativo neto..... | 96 |
| 6.3. Valor terminal..... | 98 |
| 6.4. Flujos de caja libre proyectados..... | 99 |
| 7. Estimación del Precio de la Acción..... | 100 |
| 10.1. Valor presente de los flujos de caja libre..... | 100 |
| 7.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto..... | 100 |
| 7.3. Activos prescindibles y otros activos..... | 101 |
| 7.4. Valorización económica de la empresa..... | 103 |
| 7.5. Análisis de sensibilidad..... | 104 |
| 8. Referencias..... | 105 |
| 9. Bibliografía..... | 108 |
| 10. Anexos..... | 109 |

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.

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 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, 2012, Maquieira y 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 (Damodaran, 2002, Fernández, 2012, Maquieira y Espinosa, 2019, Papelu et al., 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 (Maquieira y 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 (Damodaran, 2002, Fernández, 2012, Maquieira y Espinosa, 2019, Papelu et al., 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 y 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 (Damodaran, 2002, Fernández, 2012, Maquieira y Espinosa, 2019, Papelu et al., 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 (Maquieira y 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 (Damodaran, 2002, Fernández, 2012, Maquieira y Espinosa, 2019, Papelu et al., 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 y Espinosa, 2019).

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 Nemo-técnico | 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: · 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 (Chile).

| 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 3. Ingresos y EBITDA de Entel (Perú).

| | | | | |
|---|--------------------|----------------|--------------------|----------------|
| 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 4. 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 5. 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 6: 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 desafiló 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 7. 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 8. 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 9. 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 10. 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 11. TIM S.A.

| Antecedentes TIM S.A. | |
|-----------------------------------|---|
| Ticker o Nemotécnico | 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 12. 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 | | | |

| | | | | |
|--------------------------|-------|------|--|--|
| <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. Análisis Operacional del Negocio y la Industria

4.1. Estados Financieros de Entel S.A.

Con el objetivo de conocer el estado actual de la empresa, se presentan a continuación los Estados Financieros Consolidados de Entel bajo normas IFRS al 31 de Marzo de 2023. Todos los valores se encuentran expresados en UF.

Cuadro 15. Estados Financieros Históricos de Entel.

| ESTADOS DE RESULTADOS | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar 2023 |
|---|------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 69.403.934 | 69.897.428 | 71.985.569 | 78.318.309 | 72.361.492 | 16.905.173 |
| Otros Ingresos | 358.210 | 405.349 | 455.957 | 390.079 | 1.482.804 | 348.915 |
| Gastos por Beneficios a los Empleados | (9.437.554) | (9.189.993) | (8.826.255) | (8.303.325) | (8.433.996) | (2.360.558) |
| Gasto por Depreciación y Amortización | (12.028.163) | (14.929.439) | (16.079.477) | (15.064.730) | (14.753.754) | (3.479.096) |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | (2.488.026) | (2.477.299) | (2.741.080) | (3.181.030) | (3.035.460) | (1.562.662) |
| Otros Gastos | (42.507.133) | (38.879.433) | (38.916.430) | (43.332.268) | (41.564.727) | (9.657.378) |
| Otras Ganancias (Pérdidas) | (3.229) | 7.321.649 | 1.430.509 | 671.453 | 15.521.184 | (13.609) |
| Ganancias (Pérdidas) de Actividades Operacionales | 3.298.040 | 12.148.262 | 7.308.793 | 9.498.488 | 21.577.543 | 180.785 |
| Ingresos Financieros | 68.555 | 308.971 | 374.765 | 158.750 | 756.569 | 163.740 |
| Costos Financieros | (2.819.117) | (3.446.104) | (3.527.168) | (3.676.823) | (3.238.200) | (775.467) |
| Diferencias de Cambio | (36.067) | 160.767 | (3.959) | 8.073 | (9.982) | 5.374 |
| Resultados por Unidades de Reajuste | (593.794) | (686.896) | (920.474) | (2.160.683) | (3.713.204) | (330.072) |
| Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto | (82.384) | 8.485.000 | 3.231.957 | 3.827.806 | 15.372.725 | (755.641) |
| Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias | (774.261) | (3.039.842) | (326.374) | (1.408.603) | (2.362.911) | 840.878 |
| Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Continuas | (856.645) | 5.445.158 | 2.905.583 | 2.419.203 | 13.009.814 | 85.238 |
| Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Discontinuas | - | - | - | - | - | - |
| Ganancia (Pérdida) | (856.645) | 5.445.158 | 2.905.583 | 2.419.203 | 13.009.814 | 85.238 |

Fuente: Elaboración propia en base a los EE.FF. de Entel.

Los principales hallazgos relacionados a la evolución de los Estados Financieros de Entel son los siguientes:

- Existe un crecimiento importante de las ganancias (utilidad del ejercicio) en el año 2022 producto de un aumento en la cuenta Otras Ganancias (Pérdidas). La Nota 22 de los EEFF de ese mismo año explica este aumento extraordinario en las ganancias debido a la Ganancia por Venta de Data Centers ocurrida ese año. Esto no forma parte del giro operacional del negocio.
- 2018 es el último año de estudio en el cual se presentaron pérdidas del ejercicio; de ahí en adelante solo existieron ganancias, incluso durante la pandemia del COVID-19. También es importante destacar que las ganancias entre los años 2020 y 2021 fueron alrededor de un 40% menores en comparación al 2019.

4.2. Análisis de crecimiento de Entel

Los ingresos operacionales son todos aquellos contabilizados para el normal funcionamiento y continuidad del giro del negocio de la empresa. En 2022 Entel cambia el formato de contabilidad de los ingresos, actualmente se separan por país y rubro, es por esto que para los años 2018, 2019 y 2020 se tuvo que adaptar las cuentas de ingresos al nuevo formato. Tener en consideración que podrían existir ciertas discrepancias entre las cuentas presentadas por Entel y las cuentas presentadas en este informe; sin embargo, este informe ha sido modificado en base a los EEFF de Entel y su evolución entre los años 2017 y 2023. Los montos totales coinciden. Las adaptaciones realizadas son:

- La cuenta “Entel Perú” pasa a ser la cuenta Móvil de Perú.
- La cuenta “Americatel Perú” pasa a ser la cuenta Fijo y TI de Perú.
- Lo que antiguamente eran las categorías “Servicio de TV”, “Larga Distancia” e “Internet” se junta en la cuenta Servicios (Chile) y se le agrega “Telefonía Móvil Chile” para conformar la cuenta Móvil de Chile.

- Las antiguas cuentas de “Telefonía Local” y “Servicios Privados (Incluye TI)” sumadas pasan a conformar la cuenta Fijo y TI (Chile).
- La cuenta Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos antes se encontraba separada en “Servicios Otros Operadores” y “Negocios de Tráfico”. Además estas cuentas antiguas no diferenciaban por país, por lo tanto se suman las cuentas antiguas y para diferenciar por país se toman proporciones de Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos entre Chile y Perú en 2021 y 2022, el promedio de estas proporciones se aplica a los años anteriores para separar la cuenta por país.

Cuadro 16. Ingresos operacionales por periodo.

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar 2023 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Chile | 52.291.351 | 50.559.234 | 47.927.148 | 49.084.577 | 52.047.646 | 46.224.066 | 11.298.127 |
| Móvil | 41.346.725 | 39.833.041 | 37.275.653 | 38.894.867 | 37.728.645 | 33.232.323 | 8.140.875 |
| Servicios | 3.242.165 | 3.495.314 | 3.701.657 | 3.930.332 | 27.417.603 | 23.930.611 | 6.090.854 |
| Equipos | | | | | 10.311.042 | 9.301.712 | 2.050.020 |
| Fijo y TI | 8.930.109 | 9.034.617 | 8.970.054 | 8.562.978 | 12.380.783 | 11.236.666 | 2.718.627 |
| Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos | 2.014.516 | 1.691.576 | 1.681.440 | 1.626.731 | 1.938.219 | 1.755.077 | 438.625 |
| Perú | 17.740.510 | 18.329.756 | 21.494.709 | 22.428.161 | 25.222.555 | 25.618.219 | 5.514.816 |
| Móvil | 16.579.189 | 17.335.054 | 20.461.032 | 21.569.024 | 24.294.550 | 24.606.885 | 5.267.781 |
| Servicios | | | | | 13.759.999 | 15.138.879 | 3.543.735 |
| Equipos | | | | | 10.534.551 | 9.468.007 | 1.724.046 |
| Fijo y TI | | 741.800 | 782.290 | 615.929 | 647.191 | 740.756 | 183.452 |
| Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos | 301.184 | 252.902 | 251.387 | 243.207 | 280.814 | 270.578 | 63.583 |
| Call Center y Otros | 471.850 | 514.945 | 475.571 | 472.831 | 454.044 | 519.207 | 92.230 |
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | 70.503.710 | 69.403.934 | 69.897.428 | 71.985.569 | 77.724.245 | 72.361.492 | 16.905.173 |

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

En relación a los Ingresos por periodo, podemos notar que Entel presenta ingresos en torno a los 70 millones de UF desde 2018, con un aumento importante en 2021 que alcanzó alrededor de 77,7 millones de UF. En 2021 se presenta un alza considerable de la cuenta Servicios en Chile. Call Center y Otros se mantiene constante en torno a los 500 mil UF por periodo. Es importante destacar que, dentro de los ingresos operacionales declarados por entel, se encuentran la Venta de Torres y Venta de Data Centers, los cuales para objeto de esta valoración no son considerados como ingresos operacionales, puesto que distan del giro principal del negocio. Asimismo, otra de las actividades que realiza Entel para mejorar sus resultados es el uso de *leaseback*, en donde vende sus activos para posteriormente arrendarlos, consiguiendo liquidez a corto plazo y continuidad de sus operaciones.

Cuadro 17. Análisis Horizontal de los ingresos por segmento.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar 2023 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| Chile | -3,31% | -5,21% | 2,41% | 6,04% | -11,19% | -1,00% |
| Móvil | -3,66% | -6,42% | 4,34% | -3,00% | -11,92% | -1,00% |
| Servicios | 7,81% | 5,90% | 6,18% | 597,59% | -12,72% | 2,00% |
| Equipos | | | | | -9,79% | -8,00% |
| Fijo y TI | 1,17% | -0,71% | -4,54% | 44,59% | -9,24% | 0,00% |
| Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos | -16,03% | -0,60% | -3,25% | 19,15% | -9,45% | -4,00% |
| Perú | 3,32% | 17,27% | 4,34% | 12,46% | 1,57% | -15,00% |
| Móvil | 4,56% | 18,03% | 5,42% | 12,64% | 1,29% | -16,00% |
| Servicios | | | | | 10,02% | 4,00% |
| Equipos | | | | | -10,12% | -39,00% |
| Fijo y TI | -13,76% | 5,46% | -21,27% | 5,08% | 14,46% | 13,00% |
| Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos | -16,03% | -0,60% | -3,25% | 15,46% | -3,65% | 2,00% |
| Call Center y Otros | 9,13% | -7,65% | -0,58% | -3,97% | 14,35% | -29,00% |
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | -1,56% | 0,71% | 2,99% | 7,97% | -6,90% | -6,00% |

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

De acuerdo al Cuadro 17, se puede observar un crecimiento anormal de las cuentas Servicios y Fijo de Chile en 2021. En este período se presenta el cambio

de la presentación de los Estados de Resultados de Entel. Los crecimientos de 597,59% y 44,59% se deben a la reorganización de cuentas de Entel. Asimismo, se encuentran ventas por Equipos y Accesorios.

Se aprecia un crecimiento del Total de los Ingresos Ordinarios de Entel a lo largo de los años de estudio, a excepción 2018, 2022 y 2023 (donde se considera sólo el primer trimestre). De 2021 a 2022 no se presenta la cuenta Venta de Activos, por lo que cae la cuenta Equipos.

Cuadro 18. Análisis Vertical.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar 2023 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Chile | 74,17% | 72,85% | 68,57% | 68,19% | 66,96% | 63,88% |
| Móvil | 58,64% | 57,39% | 53,33% | 54,03% | 48,54% | 45,93% |
| Servicios | 4,60% | 5,04% | 5,30% | 5,46% | 35,28% | 33,07% |
| Equipos | | | | | 13,27% | 12,85% |
| Fijo y TI | 12,67% | 13,02% | 12,83% | 11,90% | 15,93% | 15,53% |
| Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos | 2,86% | 2,44% | 2,41% | 2,26% | 2,49% | 2,43% |
| Perú | 25,16% | 26,41% | 30,75% | 31,16% | 32,45% | 35,40% |
| Móvil | 23,52% | 24,98% | 29,27% | 29,96% | 31,26% | 34,01% |
| Servicios | | | | | 17,70% | 20,92% |
| Equipos | | | | | 13,55% | 13,08% |
| Fijo y TI | 1,09% | 0,95% | 1,02% | 0,80% | 0,83% | 1,02% |
| Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos | 0,43% | 0,36% | 0,36% | 0,34% | 0,36% | 0,37% |
| Call Center y Otros | 0,67% | 0,74% | 0,68% | 0,66% | 0,58% | 0,72% |
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

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

Con respecto al Análisis Vertical, el principal hallazgo es destacar que el Total de Ingresos Ordinarios ha comenzado a distribuir su ponderación de manera que Perú representa un 35,40% del total de ingresos ordinarios a marzo 2023, contrastando con el 25,16% que significaba en 2018. Esto habla del rápido crecimiento que ha tenido Entel Perú y, por consiguiente, el crecimiento de los ingresos en esa unidad de negocios.

La principal fuente de ingresos tanto para Chile como para Perú es la categoría Móvil, y experimenta un crecimiento constante a lo largo de los años debido a la expansión digital que se ha experimentado recientemente, con Entel como protagonista en ambos países. Desde el inicio de la pandemia, la ponderación de Fijo y TI en Chile ha aumentado, llegando al 15,53% solo en el primer trimestre de 2023, lo que indica un servicio que aún mantiene una cuota de clientes no menor, explicado también por el crecimiento de los servicios de Tecnologías de la Información. El servicio de Call Center y Otros Operadores representa una cuota inferior al 1% entre ambos países para todos los años.

4.3. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Los costos y gastos operacionales son aquellos desembolsos que permiten que la empresa funcione con normalidad y tenga continuidad de sus operaciones, estos se dividen en cuatro grandes segmentos los que se detallan a continuación:

Cuadro 19. Costos operacionales históricos Entel S.A.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Gastos por Beneficios a los Empleados | (9.437.554) | (9.189.993) | (8.826.255) | (8.303.325) | (8.433.996) | (2.360.558) |
| Gasto por Depreciación y Amortización | (12.028.163) | (14.929.439) | (16.079.477) | (15.064.730) | (14.753.754) | (3.479.096) |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | (2.488.026) | (2.477.299) | (2.741.080) | (3.181.030) | (3.035.460) | (1.562.662) |

Cuadro 20. Costos operacionales históricos Entel S.A.

| | | | | | | |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Otros Gastos | (42.507.133) | (38.879.433) | (38.916.430) | (43.332.268) | (41.564.727) | (9.657.378) |
| Total | (66.460.876) | (65.476.164) | (66.563.241) | (69.881.353) | (67.787.937) | (17.059.694) |

Fuente: Elaboración propia a partir de la data de los estados financieros de Entel S.A. Todos los montos se presentan en UF.

Comprender qué porcentaje de los ingresos representan estos costos y gastos es de suma importancia, su detalle en el siguiente cuadro:

Cuadro 21. Costos y gastos operacionales como % del Ingreso ordinario.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Total Ingresos Ordinarios | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Gastos por Beneficios a los Empleados | 13,60% | 13,15% | 12,26% | 10,68% | 11,66% | 13,96% |
| Gasto por Depreciación y Amortización | 17,33% | 21,36% | 22,34% | 19,38% | 20,39% | 20,58% |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | 3,58% | 3,54% | 3,81% | 4,09% | 4,19% | 9,24% |
| Otros Gastos | 61,25% | 55,62% | 54,06% | 55,75% | 57,44% | 57,13% |
| Total | 95,76% | 93,67% | 92,47% | 89,91% | 93,68% | 100,91% |

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

Es apreciable que desde 2018 a 2021 existe una disminución continua de la proporción de costos y gastos operacionales en relación al ingreso operacional, lo anterior es bastante comprensible en consideración de la pandemia del Covid-19, donde las empresas de todo el mundo se vieron forzadas a disminuir sus costos al ver obstaculizado su normal funcionamiento. De 2021 a 2022 se ve un alza esperable, donde los costos y gastos vuelven a representar sobre el 90% de los ingresos operacionales, situación considerada normal.

Para entender las tendencias de estas cuentas se realiza un análisis horizontal donde se puede apreciar el crecimiento o decrecimiento de los costos y gastos operacionales en relación al año anterior:

Cuadro 22. Análisis horizontal de costos operacionales Entel S.A.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| Gastos por Beneficios a los Empleados | 1,50% | -2,62% | -3,96% | -5,92% | 1,57% | 2,36% |
| Gasto por Depreciación y Amortización | 2,05% | 24,12% | 7,70% | -6,31% | -2,06% | -10,56% |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | 28,00% | -0,43% | 10,65% | 16,05% | -4,58% | 78,41% |
| Otros Gastos | -6,68% | -8,53% | 0,10% | 11,35% | -4,08% | -14,95% |
| Total | -3,09% | -1,48% | 1,66% | 4,98% | -3,00% | -7,42% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la data de los estados financieros de Entel S.A.

En promedio, a lo largo de los años de estudio, los costos y gastos operacionales han experimentado una leve reducción. No obstante, al examinar las cuentas de manera individual, se evidencian disminuciones promedio en los gastos destinados a beneficios a empleados y otros gastos. En contraste, se observa un gran aumento en las pérdidas por deterioro, principalmente asociadas al deterioro de cuentas por cobrar, así como en el gasto por depreciación y amortización. A continuación, se lleva a cabo un análisis vertical de estas cuentas con el objetivo de comprender la proporción que cada una representa en relación al total de costos y gastos operacionales.

Cuadro 23. Análisis vertical de costos operacionales Entel S.A.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Gastos por Beneficios a los Empleados | 14,20% | 14,04% | 13,26% | 11,88% | 12,44% | 13,84% |
| Gasto por Depreciación y Amortización | 18,10% | 22,80% | 24,16% | 21,56% | 21,76% | 20,39% |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | 3,74% | 3,78% | 4,12% | 4,55% | 4,48% | 9,16% |
| Otros Gastos | 63,96% | 59,38% | 58,47% | 62,01% | 61,32% | 56,61% |
| Total | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |

Fuente: Elaboración propia a partir de la data de los estados financieros de Entel S.A.

La cuenta otros gastos compone en mayor medida la totalidad de costos y gastos operacionales bordeando el 60% en todos los años de estudio, la sigue el gasto por depreciación y amortización, lo cual no es sorprendente considerando que Entel opera el sector de telecomunicaciones, por lo cual su cuenta de PPE es de suma importancia y genera una depreciación considerable. Los gastos por beneficios a empleados constituyen aproximadamente entre 11% y 14% del total y finalmente las pérdidas por deterioro no superan el 5% del total a excepción del periodo que va de enero a marzo de 2023. El detalle de las subcategorías que componen a las cuatro principales cuentas de costos se presenta a continuación:

La cuenta de "Otros Gastos" representa la mayor proporción de los costos y gastos operacionales, rondando el 60% en todos los años estudiados. Le sigue el "Gasto por Depreciación y Amortización", considerando que Entel opera el sector de telecomunicaciones, su cuenta de PPE es de suma importancia y genera un alto monto de depreciación. Los "Gastos por Beneficios a Empleados" constituyen aproximadamente entre el 11% y el 14% del total, y finalmente, las "Pérdidas por Deterioro" no superan el 5% del total, a excepción del 2023 (enero a marzo). El desglose detallado de las subcategorías que conforman estas cuatro principales cuentas de costos se presenta a continuación:

Cuadro 24. Detalle costos operacionales Entel S.A.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| Gastos por Beneficios a los Empleados | 9.437.554 | 9.189.993 | 8.826.255 | 8.303.325 | 8.433.996 | 2.360.558 |
| Sueldos y Salarios | 6.884.685 | 6.576.002 | 6.720.930 | 6.116.201 | 6.113.254 | 1.484.583 |
| Otros Beneficios y Gastos personal | 2.552.869 | 2.613.991 | 2.105.324 | 2.187.124 | 2.320.742 | 875.976 |
| Gasto por Depreciación y Amortización | 12.028.163 | 14.929.439 | 16.079.477 | 15.064.730 | 14.753.754 | 3.479.096 |
| Amortización Intangibles | 378.529 | 409.548 | 424.997 | 330.296 | 414.134 | 96.677 |
| Depreciación PPE | 11.649.635 | 12.089.509 | 12.928.952 | 12.325.242 | 11.619.024 | 2.660.470 |
| Depreciación Arrendamientos | 0 | 2.430.382 | 2.725.528 | 2.409.192 | 2.720.596 | 721.949 |

Cuadro 25. Detalle costos operacionales Entel S.A.

| | | | | | | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | 2.488.026 | 2.477.299 | 2.741.080 | 3.181.030 | 3.035.460 | 1.562.662 |
| Pérdidas por Deterioro, Propiedades, Planta y Equipo | 161.138 | 135.750 | 148.851 | 361.238 | 181.865 | 54.005 |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Cuentas por Cobrar Comerciales | 2.326.888 | 2.341.549 | 2.592.228 | 2.819.792 | 2.853.595 | 1.508.657 |
| Otros Gastos | 42.507.133 | 38.879.433 | 38.916.430 | 43.332.268 | 41.564.727 | 9.657.378 |
| Total | 66.460.876 | 65.476.164 | 66.563.241 | 69.881.353 | 67.787.937 | 17.059.694 |

Fuente: Elaboración propia a partir de la data de los estados financieros de Entel S.A. Todos los montos expresados en UF.

Gastos por Beneficios a los Empleados: Se alojan todo tipo de gastos relacionados al personal de la empresa, esto incluye Beneficios a corto plazo, Beneficios post-empleo, Beneficios por terminación y Otros gastos de personal. La empresa otorga estos beneficios de acuerdo a ciertos criterios como antigüedad, permanencia y remuneración, Entel contabiliza el gasto cuando el beneficio es entregado. Dentro de esta cuenta se agruparon las partidas relacionadas a beneficios y otros gastos y se exhibe por separado los Sueldos y Salarios al ser el subsegmento más relevante de esta cuenta.

Gasto por Depreciación y Amortización: Toma en consideración la amortización de los activos intangibles, la depreciación de las propiedades, planta y equipo y la depreciación de arrendamientos. Los cálculos de depreciación de PPE se aplican de forma lineal, considerando los años de vida útil del bien en cuestión, de conformidad con estudios técnicos. Estos estudios analizan cambios tecnológicos y/o comerciales que pudieran modificar la depreciación, así como el valor residual del bien.

Pérdidas por Deterioro: Se contabilizan las Pérdidas por Deterioro de PPE y las Pérdidas por Deterioro (Reversiones) de Cuentas por Cobrar Comerciales. Se observa que cada año estas últimas conforman alrededor del 95% de la cuenta de

Pérdidas por Deterioro y corresponden en palabras simples, a pérdidas llevadas al resultado por impago por parte del cliente. El valor esperado de la pérdida se calcula a través del comportamiento histórico de pago de los distintos clientes.

Otros gastos: Esta cuenta incluye arriendos, mantenciones, participaciones a corresponsales y otros operadores de servicio, gasto en publicidad, comisiones, costo de venta de equipos, gastos en energía, materiales y otros consumos. Representa entre un 55% a 62% de los costos y gastos operacionales totales.

4.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

En esta sección se consideran 6 cuentas correspondientes a resultado no operacional, éstas son: Otros Ingresos, Otras Ganancias (Pérdidas), Ingresos Financieros, Gastos Financieros, Diferencias de Cambio, y Resultados por unidades de reajuste. El detalle de cada una de éstas cuentas se presenta a continuación.

Cuadro 26. Otros Ingresos.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|
| Reembolso de Distribuidores por Pérdidas de Equipos | 83.359 | 101.005 | 61.835 | 77.130 | 39.709 | 6.905 |
| Subarriendo de Locales y Puntos de Venta | 153.918 | 163.781 | 274.616 | 130.980 | 168.954 | 32.796 |
| Intereses Comerciales y Reembolso Gastos de Cobranza | 50.152 | 67.103 | 46.502 | 606.900 | 1.009.583 | 267.398 |
| Traslado de Redes | 20.665 | | | | | |
| Indemnizaciones y Seguros | 11.381 | | | | | |
| Otros Ingresos | 38.735 | 73.460 | 73.005 | 169.132 | 264.558 | 41.816 |
| Total Otros Ingresos | 358.210 | 405.349 | 455.957 | 984.143 | 1.482.804 | 348.915 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel. Todos los montos expresados en UF.

En el Cuadro 26 se observa una tendencia en torno a los 350 mil y 400 mil UF en años no afectados por pandemia (2018,2019 y 2023). En 2020 se observa un leve aumento de Otros Ingresos provocado por Subarriendos de Locales y Puntos de Venta. En 2021 y 2022 se presenta un crecimiento anormal superando por más

del 50% el promedio histórico, debido principalmente al crecimiento en la cuenta Intereses Comerciales y Reembolso Gastos de Cobranza provocado por el acuerdo realizado entre Entel y Equinix.

Cuadro 27. Otras Ganancias (Pérdidas).

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---|----------------|------------------|------------------|----------------|-------------------|-----------------|
| Ganancia en Venta Torres de Telefonía Móvil | | 7.101.721 | 1.469.586 | 407.276 | | |
| Ganancia en Venta Otras Propiedades, Planta y Equipos | (3.229) | 219.929 | (39.077) | 14.974 | 3.271 | (6.386) |
| Ganancia (Pérdida) En Venta Intangibles | | | | 249.897 | | |
| Ganancia (Pérdida) en Valor Razonable Otras Inversiones | | | | (692) | 4.004 | (7.223) |
| Ganancia en Venta Data Centers | | | | | 15.513.910 | |
| Total Otras Ganancias (Pérdidas) | (3.229) | 7.321.649 | 1.430.509 | 671.453 | 15.521.184 | (13.609) |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel. *Todos los montos expresados en UF.*

Los principales hallazgos en Otras Ganancias (Pérdidas) son la Ganancia en Venta de Torres de Telefonía Móvil realizada en 2020, lo que significó un ingreso de cerca de 1,5 millones de UF en ese año. Por su parte, en 2022 se reconoce la Ganancia en Venta de Data Centers, lo que implica un ingreso por 15,5 millones de UF aproximadamente. Cabe destacar que, pese a que la compañía declare estas ganancias como operacionales, se considera que todas las cuentas que se presentan en este apartado son cuentas no operacionales, puesto que no representan el giro del negocio, sino que más bien son ingresos extraordinarios producto de la enajenación de bienes de la compañía. Por este motivo no serán considerados operacionales para realizar la posterior proyección del valor de Entel.

Cuadro 28. Ingresos y Gastos Financieros.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado | 40.978 | 48.577 | 182.639 | 111.357 | 756.569 | 163.740 |
| Intereses, sobre Arrendamientos Financieros Otorgados | | | | | | |
| Intereses Devengados (Netos) - IRS | 27.577 | 159 | 192.125 | | | |
| Variación del Valor Razonable Derivados - IRS | | 260.235 | | | | |
| Coberturas de Tasas de Interés (CCS) | | | | 47.394 | | |
| Total Ingreso Financieros | 68.555 | 308.971 | 374.765 | 158.750 | 756.569 | 163.740 |
| Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado | (366.913) | (421.376) | (83.264) | (60.532) | (312.914) | (96.470) |
| Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado | (1.889.540) | (2.156.592) | (2.479.446) | (2.161.979) | (1.857.420) | (395.219) |
| Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo | (77.788) | (142.195) | (102.169) | (173.466) | (168.250) | (37.909) |
| Coberturas de Tasas de Interés (CCS) | (195.068) | (31.825) | (8.572) | (1.164) | (62.046) | (55.799) |
| Liquidación Contratos Derivados Cobertura | | | | | (74.008) | |
| Derivados Ajuste Valor Razonable - IRS | (83.109) | | | | | |
| Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros | (1.670) | (498.860) | (661.628) | (635.277) | (594.786) | (149.811) |
| Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo | (27.045) | (28.536) | (28.970) | (26.378) | (21.374) | (7.761) |
| Gasto por Intereses, Otros | (68.043) | (60.494) | (58.742) | (29.042) | (59.507) | (18.274) |
| Otros Costos Financieros | (109.942) | (106.227) | (104.376) | (588.985) | (87.896) | (14.223) |
| Total Costos Financieros | (2.819.117) | (3.446.104) | (3.527.168) | (3.676.823) | (3.238.200) | (775.467) |
| Total Resultado Financiero Neto | (2.750.562) | (3.137.133) | (3.152.403) | (3.518.072) | (2.481.631) | (611.727) |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel.

El Cuadro 28 realiza el cálculo del Resultado Financiero Neto de la compañía. Este resulta de la resta entre Ingresos Financieros y Costos Financieros. Pese a que el Resultado Financiero Neto está compuesto por muchas cuentas, y que van variando a lo largo del período de estudio, mantiene un valor relativamente normal que se mantiene cercano a los 3 millones de UF en pérdidas. No es extraño pensar que existan pérdidas financieras puesto que Entel no es una compañía que ofrezca servicios financieros. La cuenta más importante y que en los últimos 5 años representa más del 50% de la ponderación del Resultado Financiero Neto son las cuentas relacionadas con Gasto por Intereses, Bonos. Por el giro del negocio y los

largos ciclos de pago (alto número de clientes postpago), es normal pensar que Entel tenga un alto gasto por intereses relacionados a sus títulos de deuda.

Cuadro 29. Diferencias de cambio.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---|-----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| Otros Activos | 100.236 | 13.066 | (292.738) | 242.854 | (187.426) | (9.070) |
| Acreeedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar | (187.425) | 32.830 | (150.571) | (403.469) | 280.693 | 119.398 |
| Obligaciones con el Público - Bonos | (5.225.172) | (3.431.516) | 2.339.912 | (7.741.553) | (907.481) | 3.042.839 |
| Préstamos que Devengan Intereses | (671.459) | (261.418) | 142.203 | (186.668) | 19.629 | 77.986 |
| Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FW) | 1.310.411 | 391.659 | 631.240 | 570.631 | (44.408) | (134.167) |
| Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS) | 4.644.598 | 3.421.378 | (2.339.912) | 7.767.573 | 897.682 | (3.079.940) |
| Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FW) | (96.049) | (65.799) | (47.899) | (8.297) | (197.346) | (39.155) |
| Otros Pasivos | 88.793 | 60.567 | (286.194) | (232.999) | 128.673 | 27.483 |
| Total Diferencias de Cambio | (36.067) | 160.767 | (3.959) | 8.073 | (9.982) | 5.374 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel.

Se observan movimientos anormales en los años estudiados. Cuentas como Obligaciones con el Público - Bonos e Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS) generan gran parte de las diferencias de cambio. Esto es esperable para una empresa como Entel, la cual posee planes de cobertura cambiaria para disminuir los efectos de las variaciones del tipo de cambio.

Cuadro 30. Resultado por unidad de reajuste.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---|------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| Otros Activos | 56.674 | 12.166 | 23.072 | 81.374 | 202.008 | 30.988 |
| Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS) | (456.096) | (430.512) | (435.612) | (1.029.905) | (1.660.789) | (128.333) |
| Obligaciones con el Público - Bonos | (193.937) | (266.510) | (421.922) | (992.868) | (1.867.864) | (208.128) |
| Otros Pasivos | (435) | (2.040) | (86.013) | (219.284) | (386.560) | (24.600) |
| Total Resultados por Unidades de Reajuste | (593.794) | (686.896) | (920.474) | (2.160.683) | (3.713.204) | (330.072) |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel.

De acuerdo al Resultado por unidad de reajuste, para todos los años se presentan pérdidas. Entel no entrega mayor detalle al respecto.

Cuadro 31. Resultado No Operacional.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| Total Ingreso | | | | | | |
| Financieros | 68.555 | 308.971 | 374.765 | 158.750 | 756.569 | 163.740 |
| Total Costos | | | | | | |
| Financieros | (2.819.117) | (3.446.104) | (3.527.168) | (3.676.823) | (3.238.200) | (775.467) |
| Total Diferencias de Cambio | (36.067) | 160.767 | (3.959) | 8.073 | (9.982) | 5.374 |
| Total Resultados por Unidades de Reajuste | (593.794) | (686.896) | (920.474) | (2.160.683) | (3.713.204) | (330.072) |
| Total Cuentas No Operacionales | (3.380.424) | (3.663.262) | (4.076.836) | (5.670.683) | (6.204.818) | (936.425) |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel. Todos los montos se presentan en UF. *No se consideran Otros Ingresos ni Otras Ganancias (Pérdidas).

Finalmente, analizamos el Resultado No Operacional de Entel. Del Cuadro 31 se puede observar que existen pérdidas para todos los años relacionadas exclusivamente a las cuentas no operacionales. Este monto podría ser menos negativo si se incluyeran las cuentas de Otros Ingresos y Otras Ganancias (Pérdidas), pero consideramos pertinente obviar estas cuentas puesto que mantiene montos muy elevados que son producto de ventas que no representan el giro del negocio. Sólo en 2021 y 2022 se alcanzaron pérdidas por sobre los 5 millones de UF, lo que indica el alto nivel de costos financieros que significó la pandemia para la compañía.

4.5. Análisis de márgenes de la empresa

Tal como fue mencionado en la sección anterior, es importante notar que, para el año 2022, existe un crecimiento anormal de los ingresos de la compañía puesto que Entel declara como operacional la Venta de Data Centers en Chile y Perú que representó un ingreso de 15,5 millones de UF en el período. Pese a esto, los flujos ahora significan exceso de capital para el año 2023, lo cual le permite flexibilidad financiera a la compañía durante el período.

Cuadro 32. Estado de Resultados como porcentaje de los Ingresos Ordinarios.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Gasto por beneficio a los empleados | -13,60% | -13,15% | -12,26% | -10,68% | -11,66% | -13,96% |
| Depreciación y amortización | -17,33% | -21,36% | -22,34% | -19,38% | -20,39% | -20,58% |
| Pérdidas por deterioro de valor | -3,58% | -3,54% | -3,81% | -4,09% | -4,19% | -9,24% |
| Otros gastos | -61,25% | -55,62% | -54,06% | -55,75% | -57,44% | -57,13% |
| Resultado Operacional (EBIT) | 4,24% | 6,33% | 7,53% | 10,09% | 6,32% | -0,91% |
| Otros ingresos | 0,52% | 0,58% | 0,63% | 1,27% | 2,05% | 2,06% |
| Otras ganancias (pérdidas) | 0,00% | 10,47% | 1,99% | 0,86% | 21,45% | -0,08% |
| Ingresos financieros | 0,10% | 0,44% | 0,52% | 0,20% | 1,05% | 0,97% |
| Costos financieros | -4,06% | -4,93% | -4,90% | -4,73% | -4,48% | -4,59% |
| Diferencias de cambio | -0,05% | 0,23% | -0,01% | 0,01% | -0,01% | 0,03% |
| Resultado por unidades de reajuste | -0,86% | -0,98% | -1,28% | -2,78% | -5,13% | -1,95% |
| Ganancia antes de impuestos | -0,12% | 12,14% | 4,49% | 4,92% | 21,24% | -4,47% |
| Gasto por impuesto a las ganancias | -1,12% | -4,35% | -0,45% | -1,81% | -3,27% | 4,97% |
| Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Continuas | -1,23% | 7,79% | 4,04% | 3,11% | 17,98% | 0,50% |
| Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Discontinuas | | | | | | |
| Ganancia (Pérdida) | -1,23% | 7,79% | 4,04% | 3,11% | 17,98% | 0,50% |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel.

Es clave notar que Entel viene con una tendencia alcista presentando ganancias desde el año 2019, incluso superando los años de pandemia. El éxito de los últimos años de Entel radica principalmente en la expansión al mercado peruano, la venta de torres y venta de data centers, y la adjudicación y despliegue de la red 5G en Chile.

4.6. Análisis de los activos de la empresa

A fecha 31 de marzo de 2023 Entel S.A. cuenta con 159 millones de UF en activos totales, de los cuales el 70,56 % son considerados activos operacionales (lo que no es igual a activos corrientes). El 29,44% restante corresponde a los activos no operacionales de la compañía. Dentro del total de activos, las tres principales partidas son Propiedades, Planta y Equipo con cerca de 56 millones de UF, Activos por Impuestos Diferidos con 22,5 millones UF y Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar con aproximadamente 16 millones de UF.

4.6.1. Activos operacionales y no operacionales

Los activos operacionales son aquellos que la compañía requiere para ejercer su giro de negocio y son considerados vitales para la operación y funcionamiento de su actividad principal. Estos son:

Cuadro 33. Activos Operacionales Entel S.A.

| Activos Operacionales | mar-23 |
|---|--------------------|
| Otros Activos No Financieros Corrientes | 3.158.018 |
| Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar | 15.986.875 |
| Inventarios | 3.559.000 |
| Otros Activos No Financieros No Corrientes | 2.076.398 |
| Cuentas por Cobrar No Corrientes | 321.181 |
| Activos Intangibles | 10.359.503 |
| Plusvalía | 1.327.867 |
| Propiedades, Planta y Equipo | 55.804.706 |
| Derechos de Usos por Arriendos | 12.570.025 |
| Activos por Impuestos Corrientes | 4.584.611 |
| Activos por Impuestos Diferidos | 22.547.437 |
| Total Activos Operacionales | 132.295.619 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EEEF de Entel. Montos en UF.

Algunas de las cuentas incluidas como operacionales podrían generar controversia, es por esto que se explican las cuentas que son menos evidentes de incluir en esta categoría:

- Derechos de Usos por Arriendos: Se debe recordar que en 2019 Entel vende torres, pero firma con los compradores contratos de arriendo de estas, es por lo cual este activo debe considerarse como operacional.
- Plusvalía: A pesar de que no es un activo que influya en las operaciones del negocio directamente, de manera indirecta si lo hace, ya que dentro de la plusvalía se encuentra la inversión del grupo Entel en la filial Entel PCS Telecomunicaciones S.A. La anterior brinda a la compañía su base de clientela, tecnología, posicionamiento de mercado y activos intelectuales que le permiten a Entel generar un valor agregado y tener ciertas ventajas competitivas relevantes en el giro de negocio principal.

Los activos no operacionales de la empresa se presentan a continuación:

Cuadro 34. Activos No Operacionales Entel S.A.

| Activos No Operacionales | mar-23 |
|--|--------------------|
| Efectivo y Equivalentes al Efectivo | 2.840.732 |
| Otros Activos Financieros Corrientes | 4.210.501 |
| Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas | 9.979 |
| Activos No Corrientes Clasificados Como Mantenedidos Para la Venta | 3.569.613 |
| Otros Activos Financieros No Corrientes | 6.124.600 |
| Total Activos No Operacionales | 16.755.426 |
| <hr/> | |
| Total Activos (Operacional + No operacional) | 149.051.045 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EEFF de Entel. Montos en UF.

El efectivo y efectivo equivalente se considera en este segmento dado a que no tiene relación alguna con el negocio principal de la empresa. Otros activos financieros corrientes y no corrientes corresponden principalmente a instrumentos financieros de cobertura tales como Forwards (FW) y Cross-currency Swaps (CCS). Los activos por Impuestos ya sea corrientes o diferidos evidentemente no guardan relación con el giro principal. Y finalmente los Activos no corrientes para venta son activos dispuestos a la venta que dejan de amortizarse y que no se relacionan con la actividad ordinaria de Entel.

4.6.2. Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)

El Capital de Trabajo Neto (CTON) es la cantidad de recursos que requiere una empresa para cumplir con sus obligaciones en el corto plazo. Habla de los activos de la compañía que son convertibles en efectivo a corto plazo.

La ecuación es la siguiente:

$$CTON = \text{Inventario} + \text{Cuentas por Cobrar} - \text{Cuentas por Pagar}$$

Cuadro 35. CTON histórico de Entel.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|------------------------------------|----------------|--------------------|--------------------|----------------|------------------|------------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 69.403.934 | 69.897.428 | 71.985.569 | 78.318.309 | 72.361.492 | 16.905.173 |
| Inventario | 4.361.555 | 2.918.237 | 2.674.077 | 3.908.342 | 3.430.301 | 3.559.000 |
| Cuentas por Cobrar | 15.930.224 | 18.263.708 | 17.101.973 | 20.306.888 | 18.762.904 | 16.318.035 |
| Cuentas por Pagar | (20.098.567) | (23.333.343) | (22.799.235) | (24.098.258) | (19.812.332) | (17.901.067) |
| CTON | 193.211 | (2.151.398) | (3.023.185) | 116.972 | 2.380.873 | 1.975.968 |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel.

Se puede observar que Entel presenta CTON positivo en los años 2018, 2021, 2022 y 2023, por lo que es posible afirmar que durante estos períodos Entel ha tenido la capacidad suficiente para convertir sus activos en efectivo y cumplir con sus obligaciones en el periodo establecido. En 2022 y 2023 existen valores cercanos 2,3 millones de UF y 2 millones de UF, respectivamente, los cuales son anormales en relación a otros períodos de la compañía. Este aumento se debe a la sostenida disminución de las Cuentas por Pagar. Da cuenta de una gestión de deuda responsable de Entel donde se han invertido esfuerzos para disminuir los niveles de deuda.

4.6.3. Ratio de Capital de Trabajo Operativo Neto (RCTON)

El Ratio de Capital de Trabajo Operativo Neto (RCTON) representa la ponderación que significa cada una de las cuentas que componen el CTON con respecto a los Ingresos de Actividades Ordinarias. Se representa por la siguiente fórmula:

$$RCTON = \frac{CTON}{\text{Ingresos de Actividades Ordinarias}}$$

Cuadro 36. RCTON histórico de Entel.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 | Promedio 18-22 |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|-------------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | |
| Inventario | 6,28% | 4,18% | 3,71% | 4,99% | 4,74% | 21,05% | 4,78% |
| Cuentas por Cobrar | 22,95% | 26,13% | 23,76% | 25,93% | 25,93% | 96,53% | 24,94% |
| Cuentas por Pagar | -28,96% | -33,38% | -31,67% | -30,77% | -27,38% | -105,89% | -30,43% |
| RCTON | 0,28% | -3,08% | -4,20% | 0,15% | 3,29% | 11,69% | -0,71% |

Fuente: Elaboración propia a partir de los EERR de Entel.

Es posible observar que, en promedio, las cuentas que más ponderan son las Cuentas por Cobrar y Cuentas por Pagar. Existe un déficit promedio de -0,71% de los ingresos operacionales con respecto a las necesidades de capital de trabajo neto, lo cual indica que Entel no invierte en necesidades de capital de trabajo para enfrentar las obligaciones al siguiente periodo.

4.6.4. Inversión en PPE y Activos Intangibles

Para obtener los montos de inversiones en Propiedad, Planta y Equipo y Activo Intangible se tuvo que revisar el Estado de flujos de Efectivos para cada periodo, en este encontramos secciones llamadas Compras de Propiedad, Planta y Equipo y Compras de Activos Intangibles. Por lo tanto, la suma de estas dos compras nos da como resultado las inversiones totales.

Cuadro 37. Inversión en PPE y Activos Intangibles de Entel.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 | Promedio 18-22 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| Compras PPE | 18.439.365 | 16.857.964 | 13.845.947 | 9.841.465 | 16.993.022 | 4.783.469 | 15.195.553 |
| Compras Activos Intangibles | 21.476 | 44.449 | 29.752 | 3.253.920 | 0 | 654 | 669.919 |
| Total Inversiones | 18.460.841 | 16.902.412 | 13.875.699 | 13.095.385 | 16.993.022 | 4.784.123 | 15.865.472 |
| Ingresos Ordinarios | 69.403.934 | 69.897.428 | 71.985.569 | 77.724.245 | 72.361.492 | 16.905.173 | 72.274.534 |
| % inversiones sobre ingresos | 26,60% | 24,18% | 19,28% | 16,85% | 23,48% | 28,30% | 21,95% |
| Gasto por Depreciación y Amortización | 12.028.163 | 14.929.439 | 16.079.477 | 15.064.730 | 14.753.754 | 3.479.096 | 14.571.113 |
| % dep. y amor. sobre inversiones | 65,16% | 88,33% | 115,88% | 115,04% | 86,82% | 72,72% | 91,84% |
| % inversiones sobre dep. y amor. | 153,48% | 113,22% | 86,29% | 86,93% | 115,18% | 137,51% | 111,02% |

Fuente: Elaboración propia a partir del Estado de flujos de efectivo de Entel.

La principal relevancia de la tabla anterior radica en los porcentajes calculados en los paneles inferiores, es decir, el porcentaje de inversión total sobre ingresos y el porcentaje de depreciación y amortización sobre inversión. La inversión sobre ingresos no tiene alta variabilidad a lo largo del periodo de estudio y su promedio es de 21,95%. Cabe destacar que este porcentaje disminuye bastante en 2020 y 2021 cayendo bajo el 20%, esto está completamente ligado a que son periodos de pandemia. Mientras que el porcentaje de depreciación y amortización sobre inversión supera el 100% justamente esos mismos años. En promedio es de 91,84%, es decir, que en promedio durante el periodo de estudio Entel es capaz de cubrir con su inversión la depreciación de PPE y amortización de Intangibles. Los promedios anteriormente mencionados no incluyen el 2023 dado que no se ha terminado el año y no sabemos cuanto más crecerá la inversión, la depreciación y amortización y la generación de ingresos ordinarios.

4.7. Análisis de crecimiento de la industria

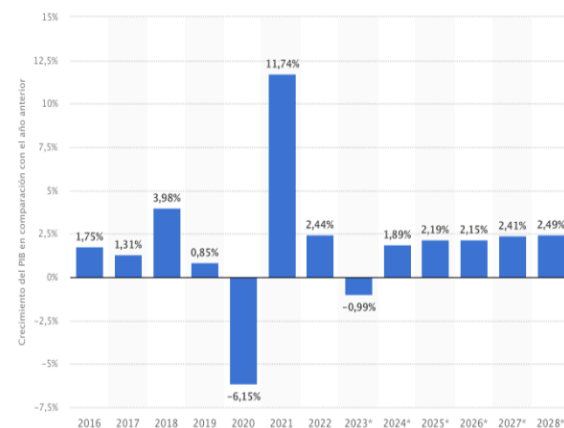
4.7.1. Chile

En función de realizar un correcto análisis de la industria de las telecomunicaciones en Chile, comenzamos desde las proyecciones del PIB del país. El PIB chileno se contrajo en 2020 debido al fuerte impacto macroeconómico que significó la pandemia del COVID-19 sistemáticamente a todos los sectores de

la economía. En términos porcentuales, el año 2020 observó una contracción de un 6,06% en comparación al año anterior, para luego presentar una fuerte recuperación alcanzando un 11,7% en 2021, tendencia que se mantendría durante el año 2022 con un crecimiento del 2,44% (Statista, 2023). En el corto plazo se observa una proyección a la baja de -0,99% para el presente año. Los pronósticos indican que no existen motivos para pensar en una nueva caída, sino que más bien se mantendrá esta tendencia al alza rondando un crecimiento anual aproximadamente de 2% por los próximos años.

Cuadro 38. Proyección del PIB chileno entre los años 2016-2028.

El crecimiento del país sería impulsado principalmente por los sectores de la minería y manufacturas, así como también por el plan de medidas macroeconómicas que el Gobierno ha desarrollado para disminuir progresivamente el costo del endeudamiento, impulsando así la reactivación económica de todos los sectores por igual.



© Statista 2023

Fuente: Statista, 2023.

4.7.1.1. Resumen del sector Telecomunicaciones

Hablando específicamente del sector de interés, creemos que existe una tendencia a la expansión del sector, sustentada principalmente por la licitación y puesta en marcha de la red 5G en Chile, lo que indicaría un crecimiento tanto en la oferta como en la demanda de este servicio. Se espera que para 2024 el país cuente con redes 5G en la totalidad de su territorio, lo que incentivaría la comercialización de equipos que cuenten con esta tecnología.

Después de una pandemia que enseñó a muchas personas la importancia de la conectividad y estabilidad de las redes, ahora son muchos más los clientes que desean tener una conexión a internet estable, rápida, y que funcione a lo largo del país. En la misma línea, desde 2020 el país experimentó una creciente demanda por conexiones mediante fibra óptica, la cual a julio de 2022 representaba el 40,9% de todos los servicios de internet fijo en Chile.

Sin embargo, al día de hoy aún existe alrededor de un 40% de la población chilena que continúa desconectada. Existen esfuerzos como el plan de Gobierno denominado Fibra Óptica Austral (FOA), el cual busca ampliar las redes de conectividad mediante una inversión cercana a los 2.000 millones de dólares, y lograr conectar a esos usuarios que aún perciben una brecha digital entre ciertos sectores del país (Telesemana, 2022).

Cuadro 39. Resumen de los principales servicios.

El resumen de los principales servicios de telecomunicaciones en Chile se presenta a continuación.

| Servicio | Unidad | 4T-2021 | 4T-2022 | Variación interanual |
|---------------------------|---------------------|----------|----------|----------------------|
| Internet fija | Miles | 4.287 | 4.458 | 4,0% |
| Internet móvil (3G+4G+5G) | Miles | 22.599 | 22.402 | -0,9% |
| 4G | Miles | 20.986 | 19.197 | -8,5% |
| 5G | Miles | 32 | 2.040 | 6.191% |
| Internet móvil (tráfico) | Miles de Tera Bytes | 3.839,3 | 4.951,6 | 29,0% |
| Internet fijo (tráfico) | Miles de Tera Bytes | 22.393,5 | 24.969,0 | 11,5% |
| Telefonía fija | Miles | 2.511 | 2.217 | -11,7% |
| Telefonía móvil | Miles | 26.572 | 26.415 | -0,6% |
| TV Pago | Miles | 3.449 | 3.306 | -4,1% |

Fuente: SUBTEL, 2022

A esta información también es importante agregar el número de servicios por habitante, el cual a diciembre de 2022 alcanzaría los 3,0 servicios (Internet, Telefonía, o TV, cada uno en cualquiera de sus formatos) por cada habitante. El detalle se presenta a continuación.

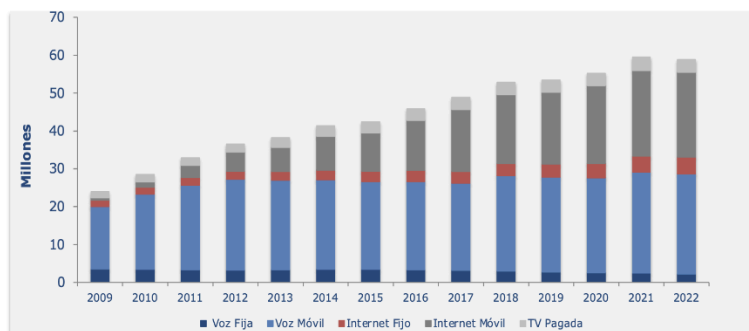
Cuadro 40. Número de Servicios por habitante.



Fuente: SUBTEL, 2022

El Cuadro 40 exhibe una caída con respecto a 2021 en todas aquellas categorías de servicios más arcaicos, como los son por ejemplo la telefonía fija o la red 4G, lo cual no es sorprendente en consideración de la fuerte entrada al país de la red 5G, la cual tiene una variación positiva de 2021 a 2022 de sobre 6000%. En adición internet móvil es un servicio que sigue creciendo con fuerza, lo que va en línea con la hiperconectividad y que puede explicar el decrecimiento de servicios como la telefonía móvil y fija, ya que internet cada vez logra cumplir más funciones que suplen de cierta manera los otros servicios.

Cuadro 41. Total de servicios.



Fuente: SUBTEL, 2022

Por su parte, el crecimiento de los servicios se ha enfocado principalmente en el Internet Móvil. Voz Móvil presenta un cierto crecimiento. TV Pagada y Voz Fija no

presentan crecimiento. El detalle histórico del crecimiento o estancamiento de cada uno de los servicios se divide en 3 figuras distintas: Internet Móvil, Telefonía Móvil, y Televisión Pagada.

4.7.1.2. Internet Móvil

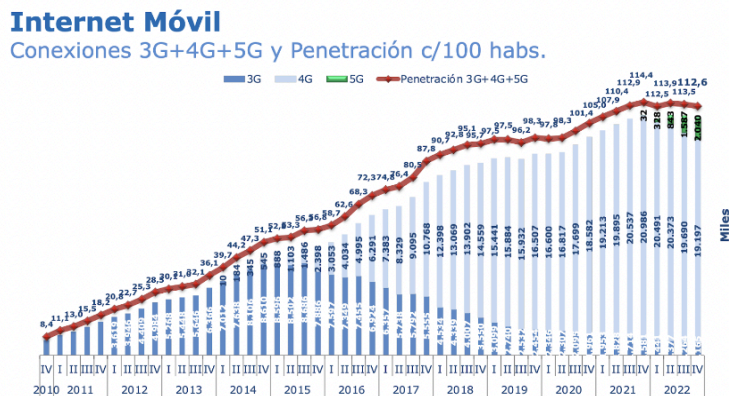
Cuadro 42. Acceso a internet.

El Internet e Internet Móvil han presentado el crecimiento más sostenido de los 3 servicios anteriormente mencionados durante los años de estudio. Las conexiones de Internet han crecido un promedio anual de 7,81%, resultados que operan en línea con el plan de inversión que tiene Entel en relación a las proyecciones de servicios de internet.



Fuente: SUBTEL, 2022

Cuadro 43. Acceso a Internet Móvil.

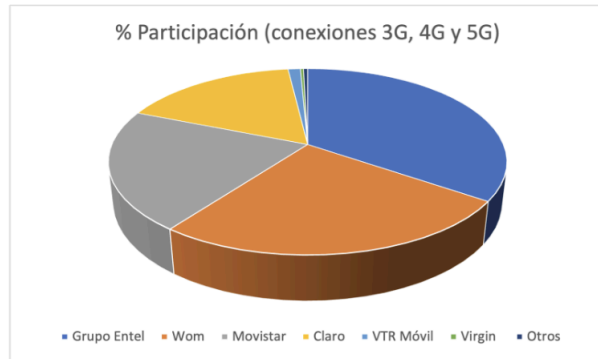


Fuente: SUBTEL, 2022

Por su lado, el apartado de Internet Móvil ha crecido alcanzando los 112,6 accesos a internet por cada 100 habitantes.

Cuadro 44. Porcentaje de participación de mercado.

Como ya detallamos anteriormente, el mercado de las telecomunicaciones es dominado principalmente por 4 compañías: Entel, Wom, Movistar, y Claro. Estas son las empresas que han dominado el mercado los últimos años, y las primeras son quienes se han



Fuente: SUBTEL, 2022

adjudicado los 150 MHz de banda 5G disponible. Por lo cual se espera que se mantenga el dominio de estas compañías, incluso pudiendo ampliar su participación de mercado en el futuro mientras la tecnología 5G continúe al alza.

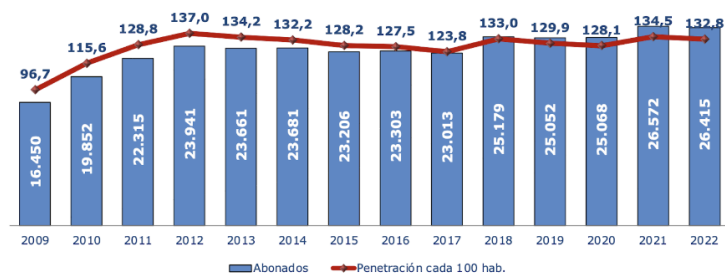
4.7.1.3. Telefonía Móvil

Cuadro 45. Telefonía Móvil.

El movimiento histórico del número de abonados en el país se estancó en el año 2012, alcanzando incluso su máximo histórico de 137 abonados por cada 100 habitantes. Desde ese año, se ha mantenido bastante estable en torno a los 130 abonados por cada 100 habitantes.

Telefonía Móvil

Miles de abonados, penetración cada 100 habitantes

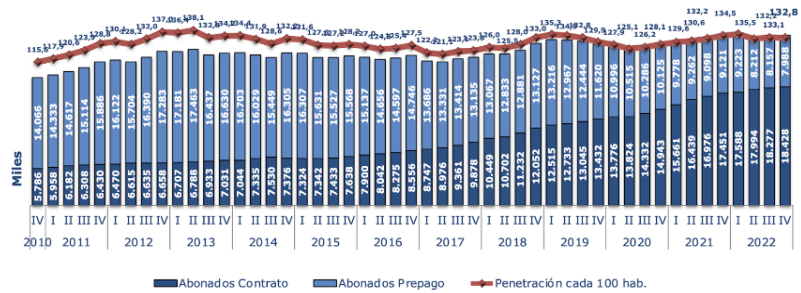


Fuente: SUBTEL, 2022

Cuadro 46. Telefonía Móvil Histórica.

Un hallazgo importante se presenta en el siguiente cuadro, donde podemos observar que desde el año 2016 el segmento de abonados por contrato comienza a

Telefonía Móvil
Evolución de abonados y penetración cada 100 hab.

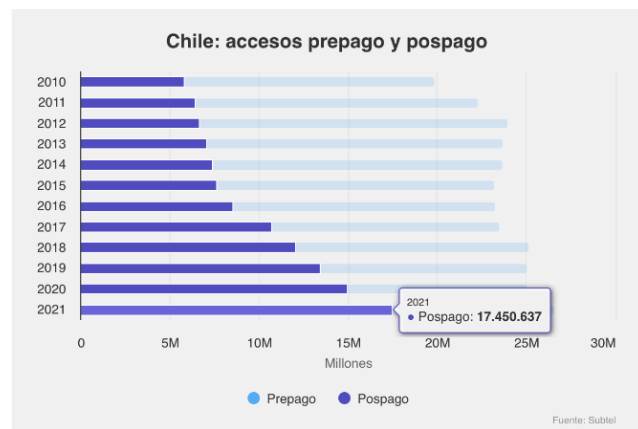


Fuente: SUBTEL, 2022

abarcar, a cada trimestre, una cuota mayor del total de abonados a telefonía móvil, y a su vez, se puede notar la caída sostenida de los abonados prepago. Esto se condice con el crecimiento de las redes de internet en el país, la llegada de la red 5G, y las necesidades sociales por vivir en un mundo cada vez más y mejor conectado.

Cuadro 47. Acceso a prepago y postpago.

La Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL) indica que el mercado postpago presenta un crecimiento sostenido desde el año 2010, alcanzando los 17 millones de clientes para el año 2021. Esto claramente ha significado una reducción de la cuota de clientes prepago,

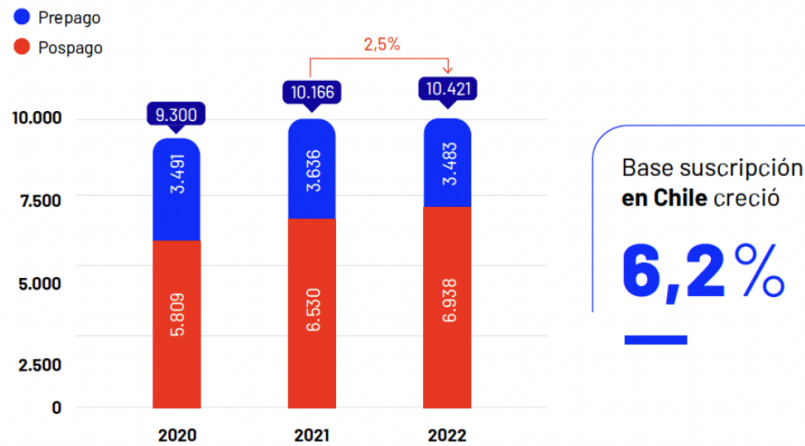


Fuente: SUBTEL, 2022

generado por una mayor oferta de planes de telefonía móvil que incluyen voz, texto y datos, así como también la entrada de competidores (como WOM) que presentaron un modelo donde los

precios bajos destacan por sobre un servicio que, más allá de la estabilidad y los puntos de conexión a lo largo del país, es poco diferenciado entre competidores.

Cuadro 48. Base de abonados móviles en Chile (en miles).



Fuente: Entel, 2022

4.7.1.4. Televisión

Cuadro 49. Suscripciones de Televisión Pagada.

Con respecto a la televisión pagada, es importante notar cómo ha comenzado una disminución sostenida de este servicio desde el año 2017. Donde alcanzó su máximo histórico de 17,9 suscriptores de TV paga por cada 100 habitantes,

| Servicio | Unidad | 4T-2021 | 4T-2022 | Variación interanual |
|---------------------------|---------------------|----------|----------|----------------------|
| Internet fija | Miles | 4.287 | 4.458 | 4,0% |
| Internet móvil (3G+4G+5G) | Miles | 22.599 | 22.402 | -0,9% |
| 4G | Miles | 20.986 | 19.197 | -8,5% |
| 5G | Miles | 32 | 2.040 | 6.191% |
| Internet móvil (tráfico) | Miles de Tera Bytes | 3.839,3 | 4.951,6 | 29,0% |
| Internet fijo (tráfico) | Miles de Tera Bytes | 22.393,5 | 24.969,0 | 11,5% |
| Telefonía fija | Miles | 2.511 | 2.217 | -11,7% |
| Telefonía móvil | Miles | 26.572 | 26.415 | -0,6% |
| TV Paga | Miles | 3.449 | 3.306 | -4,1% |

Fuente: Subtel, 2022

cubriendo el 57,5% de penetración en el hogar. En los últimos 12 meses, ha presentado una disminución de un 4,1% con respecto al 2021, donde también los accesos alámbricos han ganado terreno por sobre los accesos satelitales,

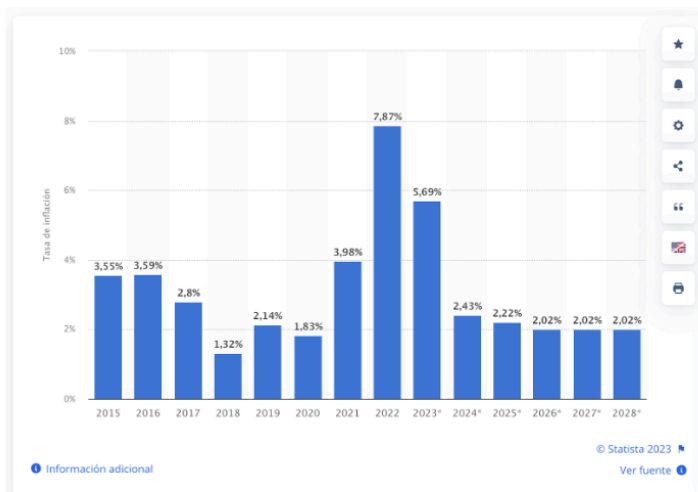
alcanzando una penetración en el hogar del 52%. Esto puede ser generado producto de las nuevas formas de entretenimiento y la migración de antiguos clientes de TV paga a servicios de Internet.

4.7.2. Perú

Tal como se hizo con Chile, también es importante realizar un análisis de la industria de las telecomunicaciones peruana. Como ya se ha mencionado, en Perú se ha visto un crecimiento sostenido de esta industria, sobre todo en los últimos años. Además, la pandemia vino a acelerar este proceso dados los requerimientos tecnológicos que ésta significó, contrastando con un país que hasta ese entonces poseía una capacidad de internet y telefonía bastante limitada; hasta 2020 sólo el 44% del territorio del Perú estaba conectado por redes móviles y fijas (Bnamericas, 2020).

Se utilizan los datos de inflación proyectados para Perú hasta el año 2028 con el objetivo de estimar el posible crecimiento del país. Los resultados obtenidos se presentan a continuación:

Cuadro 50. Evolución anual de la tasa de inflación en Perú desde 2015 hasta 2028.



Fuente: Statista, 2023

Los datos nos indican un escenario positivo para Perú hacia el futuro, con un decrecimiento sostenido de la inflación luego de un máximo histórico de 7,87% en 2022, generado justamente por la pandemia. Se esperan tasas de inflación menores al 2,4% desde el año 2025, lo que nos indicaría un escenario óptimo para Entel, puesto que ya se

encuentra insertado en un mercado emergente que viene creciendo con mucha fuerza.

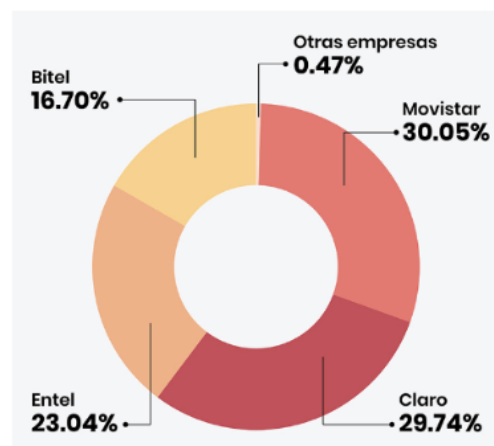
4.7.2.1. Resumen del sector Telecomunicaciones

La pandemia y la entrada de nuevos competidores (como Bitel y Entel Perú) han significado un impulso extra para las telecomunicaciones, como también para los competidores antiguos (Movistar y Claro) quienes se vieron obligados a reformular sus estrategias de negocios para hacer frente a la nueva competencia. El mercado de Operadores Móviles Virtuales (OMV) no ha conseguido alzarse como en Chile, por lo que aún existe un sector dentro de las telecomunicaciones el cual no ha sido explotado.

Un avance importante es la red de fibra óptica en Perú, la cual ha sido beneficiada por el interés de empresas internacionales como Optical Networks, Wi Net, y Fiberlux-Fiberline, de invertir en este segmento. Sin embargo, el principal proyecto de fibra óptica en Perú, denominado Red Dorsal Nacional de Fibra Óptica (RNDFO), aún no consigue ver la luz; la caída del contrato con Azteca Comunicaciones detuvo las operaciones y no ha sido tarea fácil encontrar un reemplazante, por lo que el Estado ha intentado continuar el proyecto por sobre la normativa vigente que prohíbe al Estado Peruano realizar el proyecto.

Cuadro 51. Participación mercado móvil Perú.

A cierre del tercer trimestre de 2022 los ingresos de las empresas operadoras crecieron un 4,3% comparada al mismo periodo del año anterior (Hurtado, 2023). La telefonía móvil y servicios de internet son el motor del sector. De acuerdo a la información entregada por el Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones, Osiptel (ente fiscalizador de telecomunicaciones en



Fuente: Osiptel, 2022

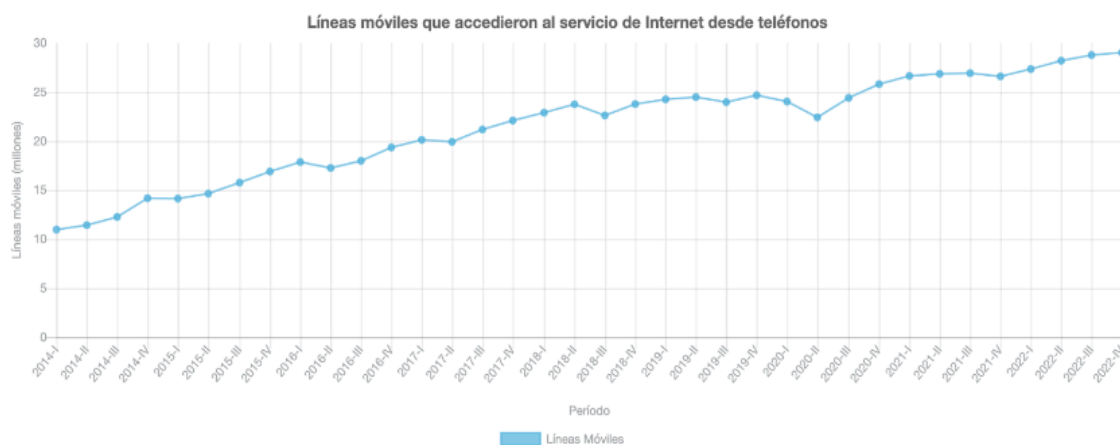
Perú), en cantidad de líneas móviles en 2022 Telefónica cayó 5,45% mientras que Entel creció 4,42% y Claro 1,16%.

Perú se encuentra más atrasado que Chile en telecomunicaciones, ya que el 40,9% de las líneas funcionan bajo el método pospago y el 59,1% bajo prepago, además aún predomina la red 4G, y se está preparando la licitación de la entrada de la red 5G, lo anterior marca fuertes oportunidades de crecimiento para Entel en Perú. Dado el aumento del teletrabajo el internet fijo ha sido un servicio que se ha visto potenciado y en específico la fibra óptica hogar ha crecido 172% anualmente en los últimos períodos (Hurtado, 2023).

4.7.2.2. Internet Móvil

El segmento de internet móvil ha sido uno de los que más crecimiento ha presentado en el último tiempo. Entre los años 2020 y 2021 se rompió la barrera de los 25 millones de líneas telefónicas que accedieron a servicios de internet móvil, alcanzando los casi 30 millones para finales de 2022.

Cuadro 52. Acceso a internet desde teléfonos móviles en Perú.

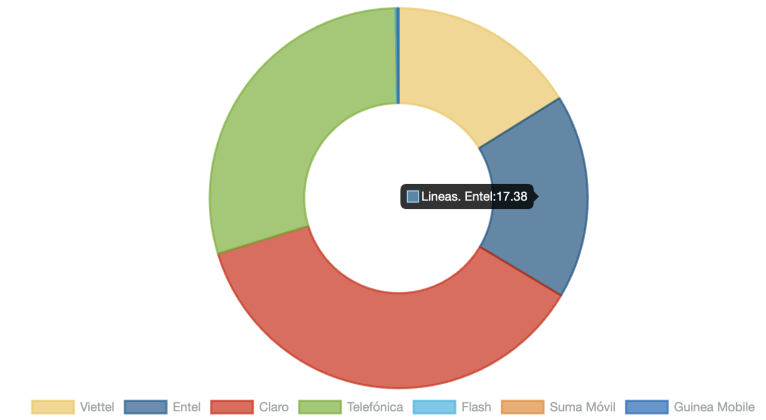


Fuente: PUNKU, Osiptel, 2022

Por su parte, Entel ha conseguido un 17,38% de participación en el mercado de internet móvil desde teléfonos móviles, tan sólo por detrás de Movistar y Claro.

Cuadro 53. Participación de internet móvil desde teléfonos móviles por operador.

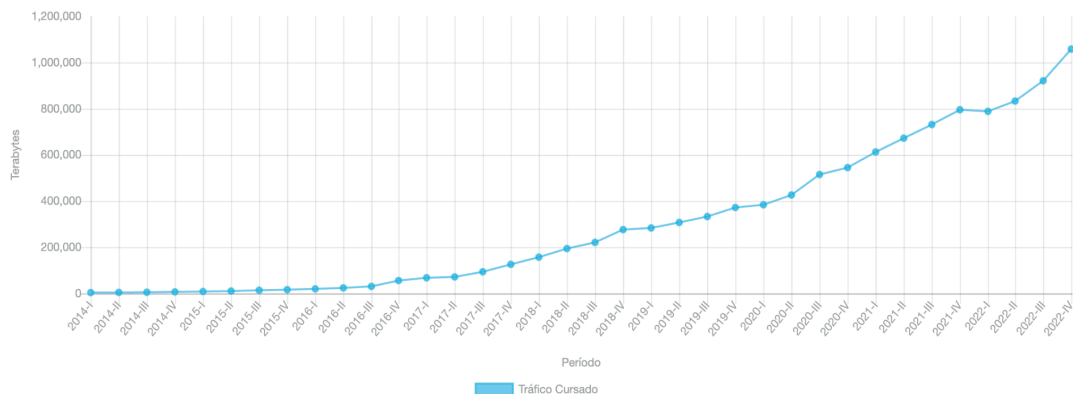
Participación de internet móvil desde teléfonos móviles por operador (Trimestral y Porcentual)



Fuente: PUNKU, Osiptel, 2022

Es importante notar también lo que ha sido la evolución total del tráfico de internet móvil. En el año 2020 se superaron los 400.000 terabytes de tráfico de internet móvil, enfrentando un crecimiento que se vería impulsado por la pandemia del COVID-19. El último trimestre de 2022, Perú superó el millón de terabytes de consumo en internet móvil, otro argumento a favor del crecimiento de Perú.

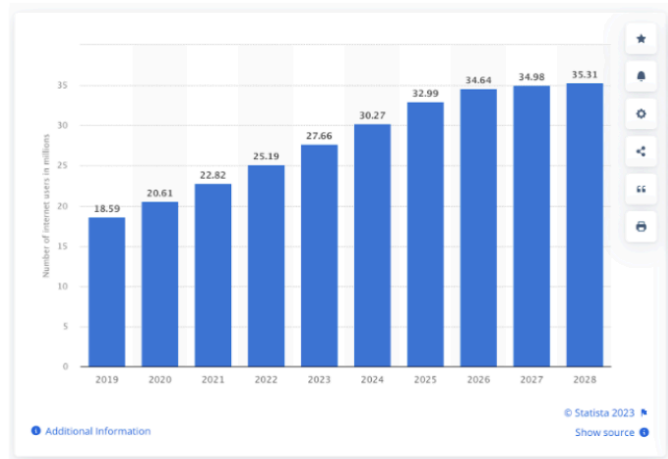
Cuadro 54. Evolución del tráfico total de internet a través de teléfonos móviles.



Fuente: PUNKU, Osiptel, 2022

Cuadro 55. Número de usuarios de Internet en Perú desde 2019 hasta 2028.

En línea con la información anterior, se ve una proyección de crecimiento sostenido en el número de usuarios de internet, esperando un 27% de crecimiento del número de usuarios desde 2023 a 2028. Estos números aportan a la idea de que Perú significa una oportunidad de crecimiento relevante para Entel.



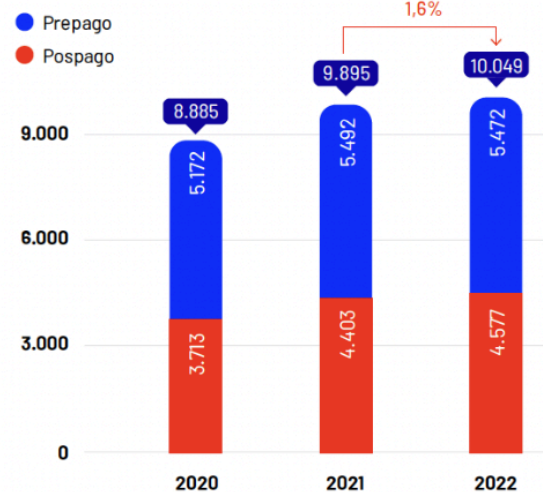
Fuente: Statista, 2023.

4.7.2.3. Telefonía Móvil

Cuadro 56. Base de abonados móviles en Perú.

Es importante mencionar el crecimiento de un 3,9% de 2021 a 2022 en la base de abonados a telefonía móvil en Perú. Y aunque el servicio postpago está comenzando a obtener más adherentes, a diferencia de Chile, el mercado prepago sigue siendo un segmento muy importante para Entel Perú, el cual representa más del 50% de su cartera de abonados.

Base abonados móviles Perú en miles



Fuente: Entel, 2022.

De acuerdo a la información entregada por PUNKU (herramienta de reportes estadísticos del OSIPTEL) las líneas de servicio de telefonía móvil han aumentado radicalmente desde 2005 en adelante, alcanzando un estancamiento

desde el año 2018. Asimismo, la penetración de estos servicios ha seguido esta misma senda de crecimiento. Al cierre del primer trimestre de 2023 Perú presenta poco más de 120 líneas de servicio de telefonía móvil por cada 100 habitantes. Dadas las características que presenta el mercado peruano, las proyecciones de inflación y crecimiento, es plausible pensar en un aumento de las líneas de telefonía móvil.

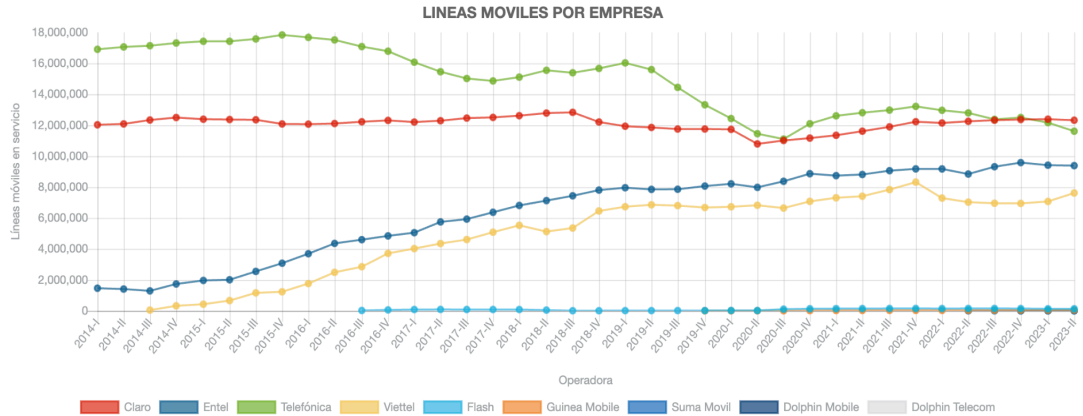
Cuadro 57. Líneas móviles en servicio y penetración a nivel nacional.



Fuente: PUNKU, OSIPTEL, 2022

Por su parte, en el Cuadro 57, la línea azul (que representa a Entel) muestra un crecimiento constante a lo largo de los años, alcanzando casi 10 millones de líneas de telefonía móvil en el país. Telefónica (Movistar) es la compañía que más cuota de mercado ha perdido, siendo incluso superada por Claro, la cual alcanza los 12 millones de líneas de servicio de telefonía móvil. Un hallazgo importante para notar en esta gráfica es que, al año 2014, Entel ni siquiera alcanzaba los 2 millones de clientes, entrando a competir en un mercado hegemónicamente dominado por Movistar y Claro. En la actualidad, Entel se alza como un competidor directo contra estas otras dos compañías, y con un plan de crecimiento que amenaza con obtener una mayor cuota de mercado.

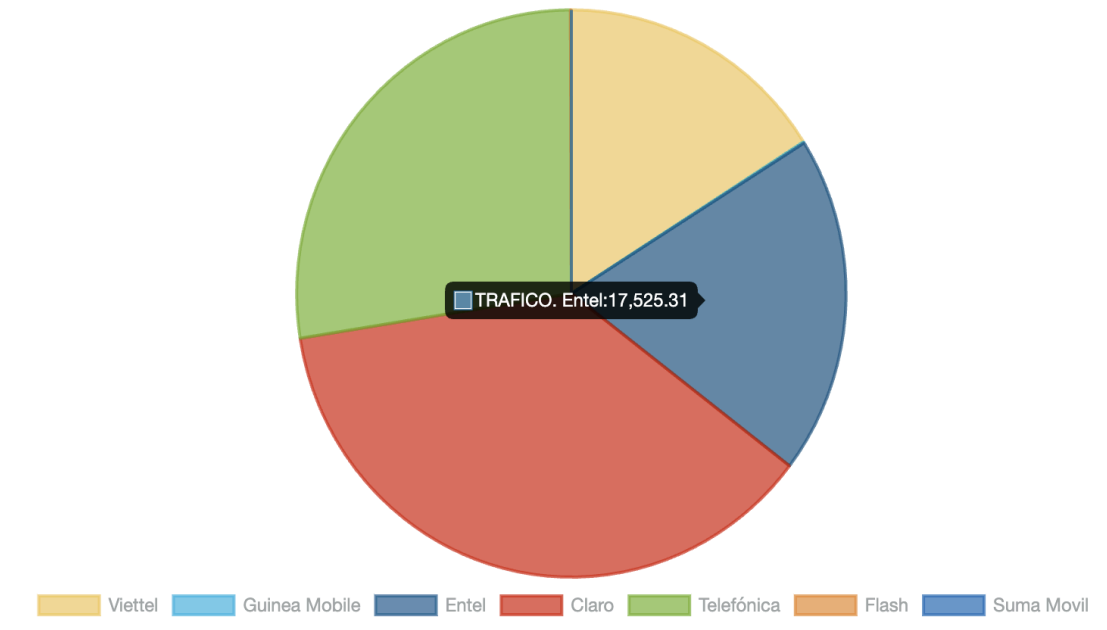
Cuadro 58. Líneas móviles por operador.



Fuente: PUNKU, OSIPTEL, 2022

Cuadro 59. Tráfico móvil anual acumulado por empresa.

Tráfico móvil-móvil por empresa (Acumulado Anual) en millones de minutos



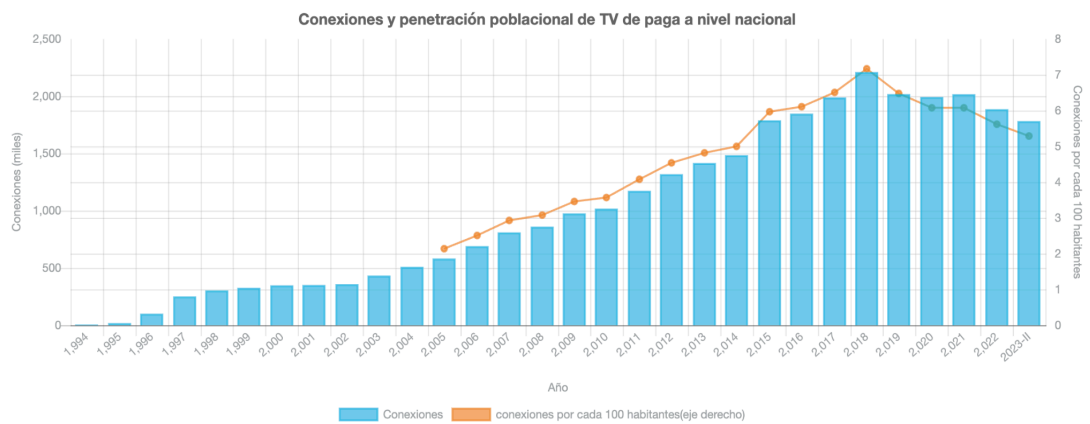
Fuente: PUNKU, OSIPTEL, 2022

4.7.2.4. Televisión pagada

El segmento de televisión pagada ha enfrentado un cambio de paradigma en los últimos años. Las personas están consumiendo cada vez menos televisión pagada, migrando todos estos consumidores a los servicios de streaming, lo que

impulsa el aumento del uso de internet. La gráfica muestra que la televisión pagada alcanzó un techo en 2018 con poco más de dos millones de conexiones, para caer hasta 1,7 millones de conexiones al primer trimestre de 2023. Es importante destacar que Entel, por el momento, no ofrece servicios de televisión en Perú. Sin embargo, el análisis es realizado puesto que podría ser un negocio que Entel quisiera explotar en el futuro en Perú.

Cuadro 60. Conexiones y penetración de TV Paga.



Fuente: PUNKU, OSIPTEL, 2022

5. Proyección del Estado de Resultados

5.1. Ingresos operacionales proyectados

Para realizar la proyección de ingresos operacionales de la compañía, inicialmente se separan los ingresos de las unidades estratégicas de Chile, Perú, y Call Center y Otros, lo cual se expresa en la siguiente ecuación:

$$Y_{Entel} = Y_{Entel\ Chile} + Y_{Entel\ Perú} + Y_{Call\ Center\ y\ Otros}$$

Posteriormente, se subdividen los ingresos de cada país por segmentos de negocio, que son Móvil, Fijo y TI y Servicios a Otros Operadores y Negocios de Tráfico; lo anterior se realiza con la finalidad de comprender cómo se comportan y cómo se espera que se comporten los ingresos tanto por país como por segmento de negocio, las ecuaciones correspondientes se presentan a continuación:

$$Y_{Entel\ Chile} = Y_{Móvil\ Chile} + Y_{Fijo\ y\ TI\ Chile} + Y_{Serv.\ Otros\ Operadores\ y\ Neg.\ Tráfico\ Chile}$$

$$Y_{Entel\ Perú} = Y_{Móvil\ Perú} + Y_{Fijo\ y\ TI\ Perú} + Y_{Serv.\ Otros\ Operadores\ y\ Neg.\ Tráfico\ Perú}$$

Cada uno de estos segmentos de ingreso por país es proyectado de manera individual y la suma resulta en el ingreso de Entel en el país respectivo para cada período. Cabe resaltar que el segmento Call Center y Otros se proyecta por separado de los ingresos de cada país, ya que esta cuenta contiene ingresos provenientes tanto de Chile como de Perú.

5.1.1. Proyección Ingresos Móvil

El segmento de Ingresos Móvil tanto para Chile como para Perú representa una parte importante de los ingresos de Entel. Es por este motivo que, para realizar una proyección más fina, fue utilizado un modelo de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO). Para realizar esta proyección fueron consideradas distintas variables, pero sólo las más informativas fueron incluidas en el cuadro resumen. Todos los datos son obtenidos en periodos trimestrales. El uso de la constante fue omitido puesto

que su inclusión perjudicaba la significancia de los estimadores y el R-cuadrado para todos los modelos. Lo anterior se justifica en el hecho de que la compañía no tiene un nivel de ingreso fijo, sino que el ingreso proviene por entregar su servicio. Es importante destacar que los estimadores encontrados son cifras muy pequeñas dado que la variable dependiente es una medida de rendimiento en donde se divide el ingreso del sector móvil de cada país con el ingreso del sector móvil del periodo anterior, respectivamente. Los resultados de las estimaciones realizadas se presentan a continuación:

Cuadro 61. Regresiones MCO. Ingresos sector Móvil. Chile y Perú.

| | $\frac{Y_t}{Y_{t-1}}$ Chile | | | | |
|-----------------------------------|-----------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (*) | | | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| | MCO | MCO | MCO | MCO | MCO |
| Nº Millones Abonados | 0,0856*** (0,0218) | 0,10111*** (0,0193) | 0,0796*** (0,0211) | 0,1345*** (0,0291) | 0,1283* (0,0676) |
| IHH - TM | 0,0001* (0,0001) | 0,0001* (0,0000) | 0,0003** (0,0001) | 0,0003*** (0,0001) | 0,0006*** (0,0001) |
| PIB Chile | | 0,0000 (0,0000) | | | 0,0000 (0,0000) |
| Ingreso Móvil (t-1) | | | -0,0000* (0,0000) | | -0,0001** (0,0000) |
| Abonados * IHH | | | | 0,0000** (0,0000) | -0,0001* (0,0000) |
| Obs. | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| R2 Múltiple | 0,9869 | 0,9964 | 0,9884 | 0,9889 | 0,9911 |
| R2 Ajustado | 0,9860 | 0,9960 | 0,9872 | 0,9878 | 0,9896 |
| Test F | 1.167 | 2.757 | 850 | 892,3 | 626,4 |
| Prob > F | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| LOOCV - Validación Cruzada | | | | | |
| RMSE | 0,0136 | 0,0074 | 0,0157 | 0,0115 | 0,0137 |

Fuente: Elaboración propia. Estimaciones con datos trimestrales de la Subtel, Banco Central y Estados Financieros de Entel. Valor P: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. Variable dependiente Y_t / Y_{t-1} = Tasa de rendimiento de los Ingresos Operacionales segmento Móvil. IHH -TM = IHH mercado de Telefonía Móvil Entel Chile. PIB Chile = PIB chileno trimestral en miles de UF. Ingreso Móvil (t-1) = Rezago de los ingresos del segmento móvil. Abonados * IHH = Variable Interactiva entre Nº Millones de Abonados y el IHH TM. Entre paréntesis debajo de los coeficientes se encuentra el error estándar de cada variable.

Cuadro 62. Regresiones MCO. Ingresos sector Móvil. Chile y Perú.

| | $\frac{Y_t}{Y_{t-1}}$ Perú | | | | |
|-----------------------------------|----------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|------------------------|
| | (*) | | | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| | MCO | MCO | MCO | MCO | MCO |
| Nº Millones Abonados | 0,0450*** (0,0057) | 0,0000 (0,0179) | 0,1123*** 0,0214 | -0,0291 (0,0674) | 0,0698 (0,0726) |
| IHH - TM | 0,0002*** (0,0000) | 0,0001*** (0,0000) | 0,0003*** 0,0000 | 0,0002*** (0,0000) | 0,0002*** (0,0000) |
| PIB Perú | | 0,0000** (0,0000) | | | 0,0000 (0,0000) |
| Ingreso Móvil (t-1) | | | -0,0001*** 0,0000 | | -0,0001*** (0,0000) |
| Abonados * IHH | | | | 0,0000 (0,0000) | 0,0000 (0,0000) |
| Obs. | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| R2 Múltiple | 0,9886 | 0,9902 | 0,9916 | 0,9890 | 0,9925 |
| R2 Ajustado | 0,9878 | 0,9892 | 0,9907 | 0,9879 | 0,9911 |
| Test F | 1.339 | 1.011 | 1.177 | 899,7 | 739,9 |
| Prob > F | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| LOOCV - Validación Cruzada | | | | | |
| RMSE | 0,0138 | 0,0157 | 0,0164 | 0,0135 | 0,0179 |

Fuente: Elaboración propia. Estimaciones con datos trimestrales de la Osiptel, Banco Central de Reserva del Perú y Estados Financieros de Entel. Valor P: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. Variable dependiente Y_t / Y_{t-1} = Tasa de rendimiento de los Ingresos Operacionales segmento Móvil. IHH -TM = IHH mercado de Telefonía Móvil. PIB Perú = PIB peruano trimestral en miles de UF. Ingreso Móvil (t-1) = Rezago de los ingresos del segmento móvil Entel Perú. Abonados * IHH = Variable Interactiva entre Nº Millones de Abonados y el IHH TM. Entre paréntesis debajo de los coeficientes se encuentra el error estándar de cada variable.

Para ambos países se realizaron una serie de pruebas de distintos modelos de MCO, como ya fue mencionado en los cuadros anteriores se incluyeron aquellos que tuvieron chance de ser seleccionados y que pueden ser utilizados a modo de comparación vs el modelo seleccionado. El modelo (1) tiene como variables independientes el número de abonados en millones y el índice de competencia IHH, los modelos (2) agrega el PIB de cada país respectivamente en miles de UF, los modelos (3) incluyen las dos variables principales y el rezago del segmento móvil, los modelos (4) contienen a las variables principales más una variable interactiva entre las dos, finalmente los modelos (5) utilizan todas las variables probadas.

Las métricas usadas como criterio para la selección del modelo de cada país fueron el R cuadrado ajustado, el estadístico F y el RMSE de la validación cruzada LOOCV. La primera mide la proporción de variabilidad en la variable dependiente que es explicada por el modelo, ajustado por el número de regresores que contiene este, por lo tanto es útil para comparar modelos con diferente número de regresores, mientras más cercano a 1 sea este, mejor es el ajuste del modelo. El estadístico F por su parte mide que al menos uno de los regresores tiene un efecto significativo sobre la variable dependiente, lo ideal es encontrar un estadístico F alto con un valor p lo más bajo posible, este último comprueba el nivel de significancia del estadístico F. Finalmente LOOCV es una sigla que responde a Leave One Out Cross Validation, este es un método de validación cruzada que se utiliza para medir la capacidad predictiva de un modelo, en este proceso se utiliza toda la data a excepción de un dato para entrenar el modelo y con esa información se busca predecir la observación no utilizada, lo anterior se realiza dejando fuera cada uno de los datos (iteraciones), por último se promedian los resultados de todas las iteraciones para así tener una medida general del rendimiento predictivo del modelo, el cual es el RMSE (Root Mean Square Error), mientras más bajo sea el RMSE mejor es la capacidad de predicción del modelo. Este método de validación cruzada se vuelve especialmente útil cuando se tienen pocos datos, como es en este caso que se utiliza una muestra de 33 observaciones para cada modelo.

Para el caso de Chile fue bastante tentador utilizar el modelo (2) dado su mejor test F y mejor RMSE de LOOCV, esto finalmente fue descartado dado a que entregaba una proyección de ingresos del segmento móvil completamente irrealista, entregando tasas de crecimiento entre 20% y 30% lo cual puede deberse a la poca significancia del coeficiente del PIB chileno. En el caso de Perú fue tentador usar el modelo (3) dado a que se tenían más variables explicativas significativas, pero este entregaba tasas de crecimiento muy bajas (menores a 2%), en consideración de que se espera que Entel crezca mayormente por sus operaciones en Perú. Es así que finalmente se opta por elegir los modelos (1) para cada país dado a que tienen variables significativas, buen R cuadrado ajustado, Test F altos y significativos y RMSE de LOOCV bajos. Cabe destacar que también se probaron otros modelos que no calificaron para el cuadro de resumen que incluyen variables tales como PIB sectoriales, CAPEX en (t-1) por país, variable cualitativa de control trimestral para

chequear si existe estacionalidad, tipo de cambio, IHH de internet móvil y conexiones de internet móvil. Ninguna de las variables mencionadas anteriormente resultó ser significativa ni contribuir al modelo por lo tanto fueron descartadas. En adición, se comprobó que el negocio de las proveedoras de servicios de telecomunicación no es afectada por estacionalidad, es decir, sus ventas no se condicionan por el trimestre del año en el que se encuentre.

El detalle de la construcción y posterior proyección de cada una de las variables dependientes se presenta a continuación:

- El N° Millones Abonados (Número de abonados en Millones) representa el número de líneas móviles en millones de Entel sumando tanto abonados prepago como postpago (por contrato).
- El IHH de Telefonía Móvil es un índice que permite representar en valores la concentración de mercado de cualquier industria. Valores altos (sobre 3.000) indican mercados altamente concentrados (poco competitivos), y valores bajo los 2.000 representan mercados poco concentrados (bastante competitivos). La construcción de este índice se realiza de la siguiente manera:

$$IHH = \sum_{i=1}^n s_i^2$$

En donde IHH es la suma de los cuadrados de las participaciones de mercado (s_i) para cada compañía de la industria. Se dispone de los IHH para cada uno de los segmentos en los que compete Entel (Internet Móvil, Internet Fijo, Telefonía Móvil y Telefonía Fija). Se obtuvieron las participaciones de mercado de todos los competidores para cada trimestre, para luego realizar el cálculo del Índice de Herfindahl-Hirschman. El IHH de telefonía móvil fue el único que demostró ser una variable informativa para proyectar los ingresos operacionales.

Así, el modelo a utilizar para la proyección es el siguiente:

$$\frac{Y_t}{Y_{t-1}} = \beta_1 \cdot N^{\circ} \text{ Millones Abonados} + \beta_2 \cdot IHH^{TM} + \varepsilon$$

5.1.1.1. Proyección Variables Dependientes

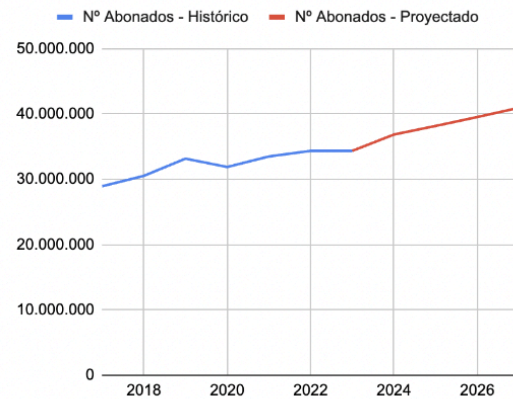
Para llevar a cabo la estimación, es también necesario proyectar tanto el N° Abonados como el IHH™.

CHILE

N° de Abonados

Fueron proyectados a través del promedio histórico de crecimiento del total anual de abonados entre 2018 y 2022 obteniendo mediante un análisis horizontal de estas cifras. La tasa obtenida fue de 3,57% anual. Es posible observar una clara tendencia alcista del número de abonados de Entel, esto se explica principalmente por el alto nivel de inversión que posee la compañía para los próximos años, su liderazgo en participación de mercado en Chile, y por la obtención de casi el 50% de la cuota de redes 5G disponible en el país.

Cuadro 63. N° de Abonados.

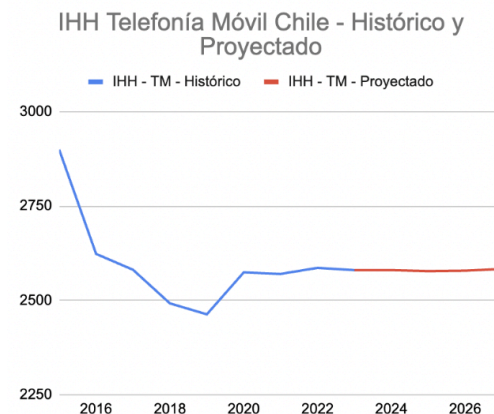


Fuente: Elaboración Propia.

IHH Telefonía Móvil

Para la construcción del Índice de Herfindahl-Hirschman fue necesario obtener desde la Subtel los datos de las participaciones de mercado trimestrales para cada línea de negocios de Entel. La proyección de esta cuenta se realizó utilizando el valor del IHH para el último trimestre de cada año, y posteriormente,

Cuadro 64. IHH Telefonía Móvil.



Fuente: Elaboración Propia.

se obtuvieron medias móviles de los últimos 5 años, lo que construye la proyección de este indicador. Se observa una clara tendencia a la desconcentración de este mercado, marcada principalmente por el ingreso de nuevos actores (como WOM) desde el año 2015, lo que genera mayor competencia en la industria.

Obteniendo las variables proyectadas y los beta del MCO se llega a la proyección del segmento:

Cuadro 65. Proyección segmento Móvil Chile.

| | enero - marzo 2023 | abril - dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------|-----------------------|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| Móvil (Chile) | 8.140.875 | 25.955.026 | 35.271.699 | 36.527.712 | 37.871.129 | 39.309.824 |

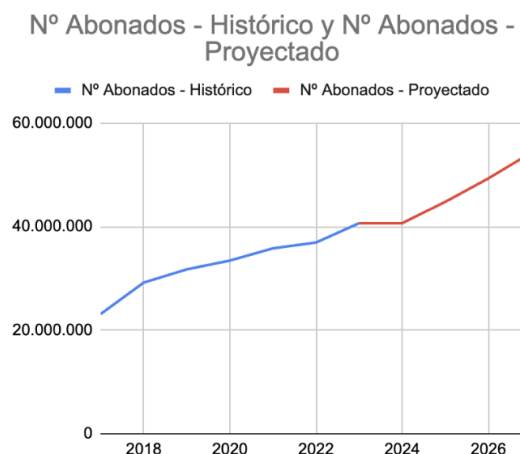
Fuente. Elaboración propia. Valores en UF.

PERÚ

Nº de Abonados

Cuadro 66. Número de abonados en Perú - Histórico y proyectado.

Para realizar la proyección de número de abonados, ha sido utilizada la información histórica correspondiente a la participación de mercado de la compañía, para luego contrastar esta información con el número total de abonados a redes móviles en el país, y así obtener el número total de abonados de Entel entre los años 2017 y 1T 2023. Se realizó un análisis horizontal de los abonados, obteniendo una tasa de crecimiento promedio de los últimos 5 años de un 10,21%. Es posible observar una tendencia alcista estable, la cual se fundamenta en la rápida expansión de Entel en el territorio peruano, donde ha conseguido realizar altos niveles de inversión y rápidamente conseguir visibilidad en el mercado.

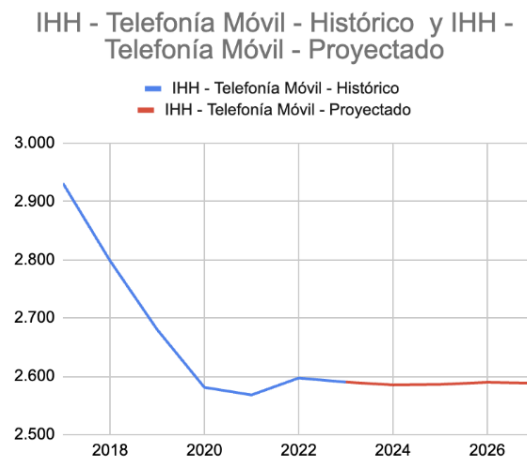


Fuente. Elaboración propia.

IHH Telefonía Móvil

Como ya fue revisado en el análisis de industria, Perú es un país que ha crecido bastante en el sector de telecomunicaciones, viéndose marcado por una explotación de este tipo de servicios durante el periodo de pandemia. En la última década la competencia ha aumentado significativamente, siendo antes un mercado dominado por Telefónica, la entrada de Entel Perú y el crecimiento de Bitel le han dado mayor competitividad al sector. Generando así una fuerte baja del IHH hasta el 2020. La proyección del IHH de telefonía móvil de Perú se realiza de la misma manera que se hizo para el caso de Chile.

Cuadro 67. IHH Telefonía Móvil Perú.



Fuente. Elaboración propia.

Cuadro 68. Proyección segmento Móvil Perú.

| | ene - mar 2023 | abr - dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---------------------|-------------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| Móvil (Perú) | 5.267.781 | 19.838.265 | 25.721.399 | 26.399.516 | 27.149.587 | 27.981.794 |

Fuente:Elaboración propia. Valores en UF.

5.1.2. Proyección Ingresos Fijo y TI

Dado a que este segmento es menos representativo en cuanto a la generación de ingresos de la compañía tanto en Chile como en Perú, en comparación al segmento Móvil, será más complicado encontrar variables que expliquen de buena manera en un modelo MCO cómo se comportará a futuro este segmento de ingresos operacionales. Como fue revisado en el análisis de industria, el área de telefonía fija viene a la baja. Por lo tanto, para proyectar los ingresos del sector Fijo se analiza la data tanto de Entel como de la industria en su totalidad en los respectivos países y se recopila información con respecto al número de líneas fijas de Entel vs la industria para así poder revisar si la empresa se mueve de

manera similar o diferente a la industria. Se usa esta metodología a partir de cantidades de líneas, dado a que el análisis horizontal de los ingresos de este segmento se ve algo alterado por el reordenamiento de cuentas que fue necesario realizar, el cual ya fue explicado con anterioridad. La data recopilada se presenta a continuación:

Cuadro 69. Cantidad de líneas fijas de Entel y la Industria en Chile.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Promedio 18-22 | Promedio 20-22 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|-------------------|
| Líneas Fijas Industria | 2.997.192 | 2.750.272 | 2.567.938 | 2.510.972 | 2.216.786 | 2.608.632 | 2.431.899 |
| Líneas Fijas Entel | 516.733 | 474.091 | 487.875 | 456.578 | 421.815 | 471.418 | 455.423 |
| Participación de mercado (SUBTEL) | 17,24% | 17,24% | 19,00% | 18,18% | 19,03% | 18,14% | 18,74% |
| A. Horizontal Anual Industria | -6,34% | -8,24% | -6,63% | -2,22% | -11,72% | -7,03% | -6,85% |
| A. Horizontal Anual Entel | -7,66% | -8,25% | 2,91% | -6,41% | -7,61% | -5,41% | -3,71% |

Fuente: Elaboración Propia a partir de datos de la SUBTEL.

Se puede apreciar que Entel decrece en este segmento a un nivel más bajo que el de la industria, se generaron dos promedios de los análisis horizontales de la data anual, uno que abarca desde 2018 a 2022 y el otro de 2020 a 2022, a pesar de ser un período anormal se termina por seleccionar -3,71% como tasa de decrecimiento del segmento Fijo y TI en Chile dado a que la compañía ha ido ganando participación de mercado en el período de estudio a pesar de que el sector venga en disminución. Es así que se proyecta para el sector Fijo y TI Chile:

Cuadro 70. Proyección Ingresos segmento Fijo y TI Chile.

| | abril- dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|--------------------|------|------|------|------|
|--|--------------------|------|------|------|------|

| | | | | | |
|--------------------------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|
| Fijo y TI (Chile) | 8.101.484 | 10.418.998 | 10.032.755 | 9.660.830 | 9.302.693 |
|--------------------------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|

Fuente: Elaboración propia. Valores en UF.

Para la proyección de lo que resta del año 2023 se toma el ingreso del segmento en 2022 y se multiplica por $(1 - 3,17\%)$, posteriormente se suma el ingreso del primer trimestre del 2023 (dato conocido y reportado por Entel). Para 2024 se suma el ingreso del primer trimestre de 2023 con la proyección de lo que resta de año y nuevamente se multiplica por $(1 - 3,17\%)$. Para los años restantes simplemente se toma la proyección del año anterior y se multiplica por $(1 - 3,17\%)$.

Para la proyección del segmento Fijo y TI Perú se realiza el mismo procedimiento que para Chile, sólo que en este caso la información se obtiene desde Punku, que es el organismo de estadísticas del Osiptel. La data recolectada se presenta a continuación:

Cuadro 71. Cantidad de líneas fijas de Entel y la Industria en Perú.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Promedio 18-22 | Promedio 20-22 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|-------------------|
| Líneas Fijas Industria | 2.760.000 | 2.510.000 | 2.310.000 | 2.180.000 | 1.860.000 | 2.430.000 | 2.116.667 |
| Líneas Fijas Entel | 96.342 | 93.223 | 74.612 | 68.926 | 64.523 | 82.277 | 69.354 |
| Participación de mercado (Punku) | 3,49% | 3,71% | 3,23% | 3,16% | 3,46% | 3,38% | 3,29% |
| A. Horizontal Anual Industria | -6,76% | -9,06% | -7,97% | -5,63% | -14,68% | -8,82% | -9,42% |
| A. Horizontal Anual Entel | 0,32% | -3,24% | -19,96% | -7,62% | -6,39% | -7,38% | -11,32% |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos recopilados desde Punku.

El caso de Entel en Perú en este segmento en particular dista del caso chileno, acá se puede apreciar una participación de mercado significativamente menor por parte de la compañía. En el promedio del análisis horizontal de los datos que abarca de 2018 a 2022 Entel decrece menos que la industria peruana, mientras que en el promedio 2020 a 2022 Entel decrece más que la industria, es por lo anterior que bajo una perspectiva conservadora se decide utilizar el promedio 2018

a 2022 de la industria como tasa de decrecimiento del segmento Fijo y TI Perú. Siguiendo la misma metodología que para Chile, la proyección queda de la siguiente manera:

Cuadro 72. Proyección Ingresos segmento Fijo y TI Perú.

| | abril- dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-----------------------------|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| Fijo y TI (Perú) | 491.985 | 615.878 | 561.570 | 512.052 | 466.899 |

Fuente: Elaboración propia. Valores en UF.

5.1.3. Proyección Ingresos Servicios a Otros Operadores y Negocios de Tráfico

Esta fuente de ingresos de Entel guarda relación con los servicios que presta a otras empresas de telecomunicaciones, mientras que los negocios de tráfico tienen que ver con la planificación, diseño, desarrollo y supervisión de las redes de telecomunicaciones. Este segmento de ingreso es aún menos significativo que el revisado anteriormente, en el análisis vertical se pudo apreciar que Servicios a Otros Operadores y Negocios de Tráfico Chile representa entre un 2% y un 3% de los ingresos operativos de Entel, mientras que el mismo segmento en Perú representa entre un 0,3% y 0,4% en el período de estudio. Es por lo anterior que para proyectar simplemente se utiliza el promedio de crecimiento (o decrecimiento en este caso) desde 2018 a 2023, obtenidos del análisis horizontal. Las tasas utilizadas y las proyecciones del segmento para cada país se presentan a continuación.

Cuadro 73. Tasa de decrecimiento utilizada para Chile.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Promedio 18-23 |
|---|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|
| Serv. Otros Operadores y Neg. Tráficos (Chile) | -16,03% | -0,60% | -3,25% | 19,15% | -9,45% | -4,00% | -2,36% |

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 74. Proyección Serv. Otros Operadores y Neg. Tráficos Chile.

| | abr- dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Serv. Otros Operadores y Neg. Tráficos (Chile) | 1.274.974 | 1.673.101 | 1.633.560 | 1.594.953 | 1.557.259 |

Fuente: Elaboración propia. Valores en UF.

Cuadro 75. Tasa de decrecimiento utilizada para Perú.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Promedio 18-23 |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|-------|-------------------|
| Serv. Otros Operadores y Neg. Tráficos (Perú) | -16,03% | -0,60% | -3,25% | 15,46% | -3,65% | 2,00% | -1,01% |

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 76. Proyección Serv. Otros Operadores y Neg. Tráficos Chile.

| | abr - dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Serv. Otros Operadores y Neg. Tráficos (Perú) | 204.258 | 265.131 | 262.449 | 259.794 | 257.165 |

Fuente: Elaboración propia. Valores en UF.

5.1.4. Proyección Call Center y Otros

Para realizar la proyección de Call Center y Otros no fue posible realizar la división geográfica entre Chile y Perú debido a que, tal como Entel presenta la información en sus EE.FF, esta cuenta une los servicios de call center y otros para ambos países. Además, sabemos que esta cuenta es más bien pequeña, por lo que la separación entre países no generaría una diferencia significativa, de hecho, tomando en consideración el análisis vertical, es posible identificar que ésta cuenta

representa entre un 0,58% y un 0,74% de los ingresos operacionales. Es así que para realizar la proyección de esta cuenta se ha decidido utilizar el promedio de crecimiento (decrecimiento) de la cuenta entre los años 2018 y 2023. La información se presenta a continuación:

Cuadro 77. Tasa de decrecimiento a utilizar.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Promedio 18-23 |
|--------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|-------------------|
| Call Center y Otros | 9,13% | -7,65% | -0,58% | -3,97% | 14,35% | -29,00% | -2,95% |

Fuente: Elaboración propia

Cuadro 78. Proyección Call Center y Otros.

| | abr - dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------------|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Call Center y Otros | 411.643 | 488.992 | 474.550 | 460.535 | 446.934 |

Fuente: Elaboración propia. Valores en UF.

5.1.5. Resumen Proyección Ingresos Operacionales

Cuadro 79. Resumen Proyección de Ingresos Operacionales por país, segmento y Total Entel.

| | ene - mar 23 | abr - dic 23 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Chile | 11.298.127 | 35.331.484 | 47.363.798 | 48.194.027 | 49.126.912 | 50.169.776 |
| Móvil | 8.140.875 | 25.955.026 | 35.271.699 | 36.527.712 | 37.871.129 | 39.309.824 |
| Fijo y TI | 2.718.627 | 8.101.484 | 10.418.998 | 10.032.755 | 9.660.830 | 9.302.693 |
| Servicios a Otros | | | | | | |
| Operadores y Negocio de Tráficos | 438.625 | 1.274.974 | 1.673.101 | 1.633.560 | 1.594.953 | 1.557.259 |
| Perú | 5.514.816 | 20.534.508 | 26.602.408 | 27.223.535 | 27.921.433 | 28.705.858 |
| Móvil | 5.267.781 | 19.838.265 | 25.721.399 | 26.399.516 | 27.149.587 | 27.981.794 |
| Fijo y TI | 183.452 | 491.985 | 615.878 | 561.570 | 512.052 | 466.899 |
| Servicios a Otros | | | | | | |
| Operadores y Negocio de Tráficos | 63.583 | 204.258 | 265.131 | 262.449 | 259.794 | 257.165 |
| Call Center y Otros | 92.230 | 411.643 | 488.992 | 474.550 | 460.535 | 446.934 |
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | 16.905.173 | 56.277.635 | 74.455.198 | 75.892.112 | 77.508.880 | 79.322.568 |

Fuente: Elaboración propia. Montos en miles de UF.

5.2. Costos y gastos operacionales proyectados

Para la proyección de costos y gastos operacionales de la empresa se realizó un análisis de proporción del ingreso del Cuadro 80 (Detalle de Costos y gastos operacionales), el cual se presenta a continuación:

Cuadro 80. Detalle costos y gastos operacionales como % de los ingresos operacionales históricos.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Promedio 18-22 |
|--|------|------|------|------|------|------|----------------|
|--|------|------|------|------|------|------|----------------|

| | | | | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| Total Ingresos Operacionales | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Gastos por Beneficios a los Empleados | 13,60% | 13,15% | 12,26% | 10,68% | 11,66% | 13,96% | 12,27% |
| Sueldos y Salarios | 9,92% | 9,41% | 9,34% | 7,87% | 8,45% | 8,78% | 9,00% |
| Otros Beneficios y Gastos personal | 3,68% | 3,74% | 2,92% | 2,81% | 3,21% | 5,18% | 3,27% |
| Gasto por Depreciación y Amortización | 17,33% | 21,36% | 22,34% | 19,38% | 20,39% | 20,58% | 20,16% |
| Amortización Intangibles | 0,55% | 0,59% | 0,59% | 0,42% | 0,57% | 0,57% | 0,54% |
| Depreciación PPE | 16,79% | 17,30% | 17,96% | 15,86% | 16,06% | 15,74% | 16,79% |
| Depreciación Arrendamientos | 0,00% | 3,48% | 3,79% | 3,10% | 3,76% | 4,27% | 2,82% |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | 3,58% | 3,54% | 3,81% | 4,09% | 4,19% | 9,24% | 3,84% |
| Pérdidas por Deterioro, Propiedades, Planta y Equipo | 0,23% | 0,19% | 0,21% | 0,46% | 0,25% | 0,32% | 0,27% |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Cuentas por Cobrar Comerciales | 3,35% | 3,35% | 3,60% | 3,63% | 3,94% | 8,92% | 3,58% |
| Otros Gastos | 61,25% | 55,62% | 54,06% | 55,75% | 57,44% | 57,13% | 56,82% |
| Total | 95,76% | 93,67% | 92,47% | 89,91% | 93,68% | 100,91% | 93,10% |

Fuente: Tabla de elaboración propia a partir de los EEFF de Entel.

En el Cuadro 81 se puede apreciar que los costos y gastos operacionales de Entel son bastante estables a lo largo del período de estudio, por lo cual, se decide calcular su proyección simplemente como una proporción de los ingresos operacionales, el porcentaje a utilizar en cada segmento de costos será el promedio simple de las proporciones desde 2018 a 2022, no se incluye 2023 dado a que no ha terminado el año, por lo que los porcentajes de este periodo se ven alteradas por este motivo.

De esta manera, simplemente se toman los ingresos operacionales totales ya proyectados de la sección anterior y se multiplican por los porcentajes correspondientes a cada segmento de costos, quedando la proyección de la siguiente manera:

Cuadro 81. Proyección Costos y Gastos Operacionales.

| | enero-marzo 2023 | abril-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Total Ingresos Operacionales | 16.905.173 | 56.277.635 | 74.455.198 | 75.892.112 | 77.508.880 | 79.322.568 |
| Gastos por Beneficios a los Empleados | 2.360.558 | 6.904.748 | 9.134.968 | 9.311.265 | 9.509.627 | 9.732.150 |
| Sueldos y Salarios | 1.484.583 | 5.062.919 | 6.698.231 | 6.827.500 | 6.972.950 | 7.136.115 |
| Otros Beneficios y Gastos personal | 875.976 | 1.841.830 | 2.436.737 | 2.483.764 | 2.536.677 | 2.596.034 |
| Gasto por Depreciación y Amortización | 3.479.096 | 11.345.352 | 15.009.878 | 15.299.554 | 15.625.488 | 15.991.121 |
| Amortización Intangibles | 96.677 | 306.037 | 404.886 | 412.700 | 421.492 | 431.355 |
| Depreciación PPE | 2.660.470 | 9.449.734 | 12.501.979 | 12.743.255 | 13.014.731 | 13.319.272 |
| Depreciación Arrendamientos | 721.949 | 1.589.582 | 2.103.014 | 2.143.600 | 2.189.266 | 2.240.494 |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | 1.562.662 | 2.163.811 | 2.862.717 | 2.917.965 | 2.980.128 | 3.049.862 |
| Pérdidas por Deterioro, Propiedades, Planta y Equipo | 54.005 | 151.867 | 200.919 | 204.797 | 209.160 | 214.054 |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Cuentas por Cobrar Comerciales | 1.508.657 | 2.011.944 | 2.661.798 | 2.713.168 | 2.770.968 | 2.835.808 |
| Otros Gastos | 9.657.378 | 31.979.504 | 42.308.819 | 43.125.339 | 44.044.060 | 45.074.679 |
| Total | 17.059.694 | 52.393.415 | 69.316.382 | 70.654.122 | 72.159.303 | 73.847.812 |

Fuente: Elaboración Propia.

Cabe destacar que en esta sección en particular sólo fue posible proyectar usando como criterio los segmentos de costos y gastos operacionales, y no la distinción por país, dado a que los estados financieros no presentan algún tipo de diferenciación de estos por zona geográfica y separar bajo ese criterio sería mera especulación y generaría una proyección poco acertada.

5.3. Resultado no operacional proyectados

5.3.1. Otros Ingresos

Cuadro 82. Otros Ingresos Histórico.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|
| Reembolso de Distribuidores por Pérdidas de Equipos | 83.359 | 101.005 | 61.835 | 77.130 | 39.709 | 6.905 |
| Subarriendo de Locales y Puntos de Venta | 153.918 | 163.781 | 274.616 | 130.980 | 168.954 | 32.796 |
| Intereses Comerciales y Reembolso Gastos de Cobranza | 50.152 | 67.103 | 46.502 | 606.900 | 1.009.583 | 267.398 |
| Traslado de Redes | 20.665 | | | | | |
| Indemnizaciones y Seguros | 11.381 | | | | | |
| Otros Ingresos | 38.735 | 73.460 | 73.005 | 169.132 | 264.558 | 41.816 |
| Total Otros Ingresos | 358.210 | 405.349 | 455.957 | 984.143 | 1.482.804 | 348.915 |

Fuente. Elaboración Propia.

Para realizar la proyección de la cuenta Otros Ingresos, se inicia por realizar el Análisis Horizontal. Se omite el primer trimestre 2023 puesto que distorsiona los resultados. En este análisis, es posible observar que esta cuenta posee variaciones importantes entre los años 2017-2018 y 2020-2021 (-97,01% y 115,84%, respectivamente). Para calcular un promedio simple se consideran todos los años de estudio (2018-2022), pero el resultado es poco representativo con la tendencia histórica, por lo que se ha decidido optar por un promedio simple del período 2019-2020, que son años con crecimiento razonable para períodos normales.

Cuadro 83. Análisis horizontal Otros Ingresos.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Promedio 19-20 |
|---------------------|---------|--------|--------|---------|--------|----------------|
| Análisis Horizontal | -97,01% | 13,16% | 12,49% | 115,84% | 50,67% | 12,82% |

Otros Ingresos

Fuente: Elaboración Propia

Se ha proyectado la cuenta aplicando una tasa de crecimiento de 12,82% anual con respecto al año anterior. El período mar-2023 es histórico, los demás son proyectados.

Cuadro 84. Otros Ingresos Proyectado.

| | mar-2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-----------------------------|----------|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Total Otros Ingresos | 348.915 | 1.324.019 | 1.887.443 | 2.129.457 | 2.402.503 | 2.710.559 |

Fuente: Elaboración Propia. Valores en UF

5.3.2. Ingresos Financieros

Cuadro 85. Ingresos Financieros Históricos.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | ene-mar 2023 |
|--|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado | 40.978 | 48.577 | 182.639 | 111.357 | 756.569 | 163.740 |
| Intereses Devengados (Netos) - IRS | 27.577 | 159 | 192.125 | | | |
| Variación del Valor Razonable Derivados - IRS | | 260.235 | | | | |
| Coberturas de Tasas de Interés (CCS) | | | | 47.394 | | |
| Total Ingreso Financieros | 68.555 | 308.971 | 374.765 | 158.750 | 756.569 | 163.740 |

Fuente: Elaboración Propia. Valores en UF.

La cuenta Ingresos Financieros presenta bastantes inconsistencias a lo largo de los años. Sólo "Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado" aparece en los 5 años de estudio. Los montos para cada cuenta son

muy dispares, impidiendo la visualización de tendencias históricas. Es por este motivo que, para realizar la proyección de esta cuenta, se utilizan dos metodologías.

Sólo para la cuenta “Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado” se utiliza el monto promedio (228.024 UF) entre 2018 y 2022. Este promedio se proyecta como constante hasta 2027.

Para el resto de las cuentas, se calcula el promedio entre 2018 y 2022, y se divide en 5 períodos, con lo que buscamos repartir equitativamente este promedio hasta 2027 puesto que son cuentas que aparecen esporádicamente y la proyección de su comportamiento se vuelve fútil.

Cuadro 86. Ingresos Financieros Proyectados.

| | ene - mar 2023 | abr-dic | | | | | Dividido | |
|--|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| | 2023 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Promedio | 5 |
| Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado | 163.740 | 64.284 | 228.024 | 228.024 | 228.024 | 228.024 | 228.024 | |
| Intereses Devengados (Netos) - IRS | | 14657 | 14657 | 14657 | 14657 | 14657 | 73.287 | 14.657 |
| Variación del Valor Razonable Derivados - IRS | | 52047 | 52047 | 52047 | 52047 | 52047 | 260.235 | 52.047 |
| Coberturas de Tasas de Interés (CCS) | | 9479 | 9479 | 9479 | 9479 | 9479 | 47394 | 9.479 |
| Total Ingreso Financieros | 163.740 | 140.467 | 304.207 | 304.207 | 304.207 | 304.207 | | |

Fuente: Elaboración Propia

Podemos observar que, la proyección de 304.207 UF para cada año desde 2024 a 2027 es bastante conservadora. La información histórica nos muestra *peaks* de hasta 756.569 UF en 2022, como también dos años (2019 y 2020) en torno a los

300.000 UF, por lo que la proyección parece ser acertada en comparación a los años observados.

5.3.3. Costos Financieros

Cuadro 87. Costos Financieros Históricos.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado | (366.913) | (421.376) | (83.264) | (60.532) | (312.914) | (96.470) |
| Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado | (1.889.540) | (2.156.592) | (2.479.446) | (2.161.979) | (1.857.420) | (395.219) |
| Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo | (77.788) | (142.195) | (102.169) | (173.466) | (168.250) | (37.909) |
| Coberturas de Tasas de Interés (CCS) | (195.068) | (31.825) | (8.572) | (1.164) | (62.046) | (55.799) |
| Liquidación Contratos Derivados Cobertura | | | | | (74.008) | |
| Derivados Ajuste Valor Razonable - IRS | (83.109) | | | | | |
| Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros | (1.670) | (498.860) | (661.628) | (635.277) | (594.786) | (149.811) |
| Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo | (27.045) | (28.536) | (28.970) | (26.378) | (21.374) | (7.761) |
| Gasto por Intereses, Otros | (68.043) | (60.494) | (58.742) | (29.042) | (59.507) | (18.274) |
| Otros Costos Financieros | (109.942) | (106.227) | (104.376) | (588.985) | (87.896) | (14.223) |
| Total Costos Financieros | (2.819.117) | (3.446.104) | (3.527.168) | (3.676.823) | (3.238.200) | (775.467) |

Fuente: Elaboración Propia.

La proyección de Costos Financieros se ha realizado mediante la obtención de promedios simples entre los años 2018-2022 para todas las cuentas, excepto dos. Se utiliza esta metodología puesto que gran parte de las cuentas que componen los costos financieros han mostrado un comportamiento estable.

Las cuentas “Liquidación Contratos Derivados Cobertura y Derivados Ajuste Valor Razonable - IRS” han sido promediadas, divididas en cinco, y repartido este monto a lo largo de los años hasta 2027, puesto que son cuentas que han aparecido una única vez en los últimos cinco años, por lo que esperamos un gasto en un monto similar por los próximos cinco años.

Cuadro 88. Costos Financieros Proyectados.

| | ene - mar 2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | PROMEDIO 18-22 | Dividido 5 |
|---|-------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|---------------|
| Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado | (96.470) | (152.530) | (249.000) | (249.000) | (249.000) | (249.000) | (249.000) | (249.000) |
| Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado | (395.219) | (1.713.776) | (2.108.995) | (2.108.995) | (2.108.995) | (2.108.995) | (2.108.995) | (2.108.995) |
| Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo | (37.909) | (94.865) | (132.774) | (132.774) | (132.774) | (132.774) | (132.774) | (132.774) |
| Coberturas de Tasas de Interés (CCS) | (55.799) | (3.936) | (59.735) | (59.735) | (59.735) | (59.735) | (59.735) | (59.735) |
| Liquidación Contratos Derivados Cobertura | | (14.802) | (14.802) | (14.802) | (14.802) | (14.802) | (74.008) | (14.802) |
| Derivados Ajuste Valor Razonable - IRS | | (16.622) | (16.622) | (16.622) | (16.622) | (16.622) | (83.109) | (16.622) |
| Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros | (149.811) | (478.444) | (478.444) | (478.444) | (478.444) | (478.444) | (478.444) | (478.444) |
| Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo | (7.761) | (26.461) | (26.461) | (26.461) | (26.461) | (26.461) | (26.461) | (26.461) |
| Gasto por Intereses, Otros | (18.274) | (55.166) | (55.166) | (55.166) | (55.166) | (55.166) | (55.166) | (55.166) |

Cuadro 89. Costos Financieros Proyectados.

| | | | | | | | |
|--------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Otros Costos Financieros | (14.223) | (199.485) | (199.485) | (199.485) | (199.485) | (199.485) | (199.485) |
|--------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|

| | | | | | | |
|---------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total Costos | | | | | | |
| Financieros | (775.467) | (2.756.086) | (3.341.483) | (3.341.483) | (3.341.483) | (3.341.483) |

Fuente: Elaboración Propia. Valores en UF.

Con esta proyección, hemos conseguido estimar el gasto para cada una de las cuentas de costos financieros de Entel. Se observa una proyección conservadora, tomando en consideración los montos de costos financieros históricos que ha presentado la empresa, con una estabilidad muy clara en torno a la media.

5.3.4 Diferencias de Cambio

Cuadro 90. Diferencias de Cambio Históricas.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | 69.403.934 | 69.897.428 | 71.985.569 | 77.724.245 | 72.361.492 | 16.905.173 |
| Otros Activos | 100.236 | 13.066 | (292.738) | 242.854 | (187.426) | (9.070) |
| Acreeedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar | (187.425) | 32.830 | (150.571) | (403.469) | 280.693 | 119.398 |
| Obligaciones con el Público - Bonos | (5.225.172) | (3.431.516) | 2.339.912 | (7.741.553) | (907.481) | 3.042.839 |
| Préstamos que Devengan Intereses | (671.459) | (261.418) | 142.203 | (186.668) | 19.629 | 77.986 |
| Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FW) | 1.310.411 | 391.659 | 631.240 | 570.631 | (44.408) | (134.167) |
| Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS) | 4.644.598 | 3.421.378 | (2.339.912) | 7.767.573 | 897.682 | (3.079.940) |
| Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FW) | (96.049) | (65.799) | (47.899) | (8.297) | (197.346) | (39.155) |

Cuadro 91. Diferencias de Cambio Históricas.

| | | | | | | |
|---------------|--------|--------|-----------|-----------|---------|--------|
| Otros Pasivos | 88.793 | 60.567 | (286.194) | (232.999) | 128.673 | 27.483 |
|---------------|--------|--------|-----------|-----------|---------|--------|

| | | | | | | |
|------------------------------------|----------|---------|---------|-------|---------|-------|
| Total Diferencias de Cambio | (36.067) | 160.767 | (3.959) | 8.073 | (9.982) | 5.374 |
|------------------------------------|----------|---------|---------|-------|---------|-------|

Fuente: Elaboración Propia

Las diferencias de cambio es una cuenta que no tiene ninguna tendencia clara en lo absoluto. Además, en los EE.FF. tampoco se detalla los movimientos de los componentes de esta cuenta, por lo que no es fácil realizar esta proyección. Es por esto, que se ha decidido utilizar el promedio del porcentaje de las diferencias de cambio con respecto al total de ingresos ordinarios; esto ya que históricamente las diferencias de cambio han representado una porción muy pequeña de los ingresos, que sí es al menos medible.

Cuadro 92. Diferencias de Cambio como porcentaje de los Ingresos Ordinarios.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 | Promedio 20;22 |
|-----------------------------|--------|-------|--------|-------|--------|----------|----------------|
| Diff Cambio/Ingresos | -0,05% | 0,23% | -0,01% | 0,01% | -0,01% | 0,03% | -0,01% |

Fuente: Elaboración Propia

Se tomó solamente el promedio de los años 2020 y 2022, esto se debe a que tres de los cinco años de estudio resultan mostrar diferencias de cambio negativas, en adición se considera que el 0,23% del 2019 es un *outlier* positivo por lo tanto considerarlo en el promedio generaría una proyección poco conservadora. Es así que proyectar las diferencias de cambio como el -0,01% de los ingresos ordinarios se considera conservador y adecuado.

Cuadro 93. Diferencias de Cambio proyectadas.

| | ene - mar 2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | 16.905.173 | 56.277.635 | 74.455.198 | 75.892.112 | 77.508.880 | 79.322.568 |
| Total Diferencias de Cambio | 5.374 | (5.628) | (7.446) | (7.589) | (7.751) | (7.932) |

Fuente: Elaboración Propia

Se ha proyectado una caída progresiva de las diferencias de cambio hasta 2027; disminución que se mantiene dentro de los márgenes de normalidad presentados por la compañía en los últimos años. La cota inferior fue de -36.067 UF en 2018 y la cota superior de 160.767 UF en 2019, aquí se proyecta una caída hasta los -8.000 UF aproximadamente en 2027, por lo que se considera una proyección conservadora (además de no proyectar ingresos por diferencias de cambio).

5.3.5. Resultados por Unidad de Reajuste

Cuadro 94. Resultados por Unidad de Reajuste Históricos.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-2023 |
|---|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | 69.403.934 | 69.897.428 | 71.985.569 | 77.724.245 | 72.361.492 | 16.905.173 |
| Otros Activos | 56.674 | 12.166 | 23.072 | 81.374 | 202.008 | 30.988 |
| Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS) | (456.096) | (430.512) | (435.612) | (1.029.905) | (1.660.789) | (128.333) |
| Obligaciones con el Público - Bonos | (193.937) | (266.510) | (421.922) | (992.868) | (1.867.864) | (208.128) |
| Otros Pasivos | (435) | (2.040) | (86.013) | (219.284) | (386.560) | (24.600) |
| Total Resultados por Unidades de Reajuste | (593.794) | (686.896) | (920.474) | (2.160.683) | (3.713.204) | (330.072) |

Fuente: Elaboración Propia

La información histórica de los resultados por unidad de reajuste muestran una cuenta que presenta una tendencia bajista. Para la proyección de esta cuenta al igual que en el caso de las diferencias de cambio, simplemente se opta por proyectar las Unidades de Reajuste como un porcentaje de los Ingresos ordinarios proyectados.

Cuadro 95. Resultados por Unidad de Reajuste como porcentaje de los Ingresos Ordinarios.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | mar-23 | Promedio |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| RxU/Ingresos | -0,86% | -0,98% | -1,28% | -2,78% | -5,13% | - | -2,21% |

Fuente: Elaboración Propia

De esta manera se toma este porcentaje año a año y se usa el promedio de estos para generar la proyección hasta el año 2027.

Cuadro 96. Resultados por Unidad de Reajuste proyectado.

| | ene - mar 2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Total Ingresos Ordinarios (Chile + Perú + Call Center y Otros) | 16.905.173 | 56.277.635 | 74.455.198 | 75.892.112 | 77.508.880 | 79.322.568 |
| Total Resultados por Unidades de Reajuste | (330.072) | (1.241.302) | (1.642.239) | (1.673.933) | (1.709.594) | (1.749.598) |

Fuente: Elaboración Propia

A pesar de que la proyección generada a 2027 genera menores pérdidas por concepto de Resultado por Unidades de Reajuste que las vistas por ejemplo en 2021 y 2022, se considera una proyección adecuada en consideración que el aumento de la pérdida en estos periodos se debe principalmente a la cuenta “Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)” la cual se relaciona directamente con el tipo de cambio, el cual durante esos años llegó a *peaks* históricos (depreciación de la moneda chilena). Lo anterior no se espera a futuro por esto se considera moderada la proyección.

5.4. Impuesto corporativo proyectado

Para la proyección del impuesto corporativo se asume que no habrán cambios en los próximos 5 años de la tasa corporativa ni en el tratado de doble tributación entre Chile y Perú, por lo tanto la tasa será de 27% sobre la Utilidad antes de Impuestos para el período proyectado. Resultando así:

Cuadro 97. Proyección Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias.

| ene - mar 2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | |
|--|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto | (742.031) | 1.345.620 | 2.339.983 | 2.648.170 | 2.996.804 | 3.390.039 |
| Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias | 200.348 | (363.318) | (631.796) | (715.006) | (809.137) | (915.311) |

Fuente: Elaboración propia . Valores en UF.

5.5. Estado de resultados proyectado en miles de UF

Cuadro 98. Estado de Resultados proyectado.

| ESTADO DE RESULTADOS | ene - mar 2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|-------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 16.905 | 56.278 | 74.455 | 75.892 | 77.509 | 79.323 |
| Gastos por Beneficios a los Empleados | (2.361) | (6.905) | (9.135) | (9.311) | (9.510) | (9.732) |
| Gasto por Depreciación y Amortización | (3.479) | (11.345) | (15.010) | (15.300) | (15.625) | (15.991) |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | (1.563) | (2.164) | (2.863) | (2.918) | (2.980) | (3.050) |
| Otros Gastos | (9.657) | (31.980) | (42.309) | (43.125) | (44.044) | (45.075) |
| Ganancias (Pérdidas) de Actividades Operacionales | (155) | 3.884 | 5.139 | 5.238 | 5.350 | 5.475 |
| Otros Ingresos | 349 | 1324 | 1887 | 2129 | 2403 | 2711 |
| Ingresos Financieros | 164 | 140 | 304 | 304 | 304 | 304 |
| Costos Financieros | (775) | (2.756) | (3.341) | (3.341) | (3.341) | (3.341) |
| Diferencias de Cambio | 5 | (6) | (7) | (8) | (8) | (8) |
| Resultados por Unidades de Reajuste | (330) | (1.241) | (1.642) | (1.674) | (1.710) | (1.750) |
| Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto | (742) | 1.346 | 2.340 | 2.648 | 2.997 | 3.390 |
| Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias | 200 | (363) | (632) | (715) | (809) | (915) |
| Ganancia (Pérdida) | (542) | 982 | 1.708 | 1.933 | 2.188 | 2.475 |

Fuente: Elaboración propia . Valores en miles de UF.

5.5.1 Supuestos utilizados

- Los Ingresos operativos segmento Móvil de Chile y Perú se proyectaron bajo metodología MCO, mientras que el resto de segmentos de ingreso se proyectaron a través del uso de promedios del análisis horizontal de cada segmento.
- Los costos y gastos operacionales al ser estables se calculan como porcentaje de los ingresos operacionales proyectados.
- Tanto los Ingresos como los Costos financieros se proyectan constantes para cada año a través de los promedios de las subcuentas que componen a cada uno.
- Tanto Diferencias de Cambio como Resultado por Unidades de Reajuste se proyecta por medio del uso de promedios de la proporción que representan estas cuentas con respecto a los ingresos operacionales respectivamente.
- La cuenta Otros Ingresos se deja fuera de lo operacional dado el contenido de esta.
- La cuenta Otras Ganancias (Pérdidas) no es proyectada ni incluida en el EERR dado a que contiene principalmente ventas no recurrentes de las cuales no se espera recibir ingreso o pérdida en el futuro.

5.6. Estado de resultados proyectado como porcentaje de los ingresos

Cuadro 99. EERR proyectado como porcentaje de los ingresos.

| ESTADO DE RESULTADOS | ene - mar 2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% |
| Gastos por Beneficios a los Empleados | -13,96% | -12,27% | -12,27% | -12,27% | -12,27% | -12,27% |
| Gasto por Depreciación y Amortización | -20,58% | -20,16% | -20,16% | -20,16% | -20,16% | -20,16% |
| Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto | -9,24% | -3,84% | -3,84% | -3,84% | -3,84% | -3,84% |
| Otros Gastos | -57,13% | -56,82% | -56,82% | -56,82% | -56,82% | -56,82% |
| Ganancias (Pérdidas) de Actividades Operacionales | -0,91% | 6,90% | 6,90% | 6,90% | 6,90% | 6,90% |
| Otros Ingresos | 2,06% | 2,35% | 2,54% | 2,81% | 3,10% | 3,42% |
| Ingresos Financieros | 0,97% | 0,25% | 0,41% | 0,40% | 0,39% | 0,38% |
| Costos Financieros | -4,59% | -4,90% | -4,49% | -4,40% | -4,31% | -4,21% |
| Diferencias de Cambio | 0,03% | -0,01% | -0,01% | -0,01% | -0,01% | -0,01% |
| Resultados por Unidades de Reajuste | -1,95% | -2,21% | -2,21% | -2,21% | -2,21% | -2,21% |
| Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto | -4,39% | 2,39% | 3,14% | 3,49% | 3,87% | 4,27% |
| Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias | 1,19% | -0,65% | -0,85% | -0,94% | -1,04% | -1,15% |
| Ganancia (Pérdida) | -3,20% | 1,75% | 2,29% | 2,55% | 2,82% | 3,12% |

Fuente. Elaboración propia.

6. Proyección de los Flujos de Caja Libre

6.1. Inversión en reposición y Nuevas Inversiones

Para realizar la proyección de la Inversión en Reposición ha sido necesario proyectar el total de inversiones, ya revisado en secciones previas, así posteriormente obtener la proyección de la inversión en reposición y nuevas inversiones. La manera de proyectar cada cuenta por separado se explica a continuación:

- **Total de Inversiones:** El día 25 de Abril de 2023, Entel dio a conocer su plan de inversión para el presente año, en el cual se indica que en pos del despliegue comercial de la red 5G y el fortalecimiento de la red 4G es que serán invertidos US\$580 millones para inversiones tanto en Chile como en Perú (Entel, 2023). Este monto, el cual supera por poco los 17 millones de UF, es considerado como el Total de Inversiones para 2023. Como ya es conocido el total de inversiones entre enero y marzo del mismo año es que se calcula el total de inversiones para el resto del año como la diferencia entre los 17 millones de UF que contempla el plan de inversión, menos los 3,4 millones observados en el primer trimestre de este año. Es así que obtenemos 12,3 millones de UF como total de inversiones entre abril y diciembre de 2023. Para la proyección de 2024 hasta 2027 se ha utilizado la tasa histórica de total de inversiones sobre ingresos del período anterior, con el objetivo de proyectar el total de inversiones como un porcentaje de los ingresos proyectados. Se utilizan los ingresos del período anterior puesto que se entiende que es este ingreso el que será utilizado en inversiones para el presente período. Para la proyección fue utilizada la media de los años 2016 a 2019. Se utiliza este promedio en consideración de los años anormales, en donde la inversión fue muy baja en comparación al histórico, además se espera que la inversión de Entel crezca a futuro en consideración del potencial del mercado en Perú. Es así que el total de inversiones se proyecta como un **27,51%** de los ingresos operacionales.
- **Inversión en Reposición:** Para la proyección de inversión en reposición se considera exclusivamente la cuenta denominada Gasto por Depreciación y Amortización en el EERR de Entel. Históricamente esta cuenta es un

porcentaje estable del total de inversiones, por lo cual se obtuvo simplemente el promedio de Gasto por Depreciación y Amortización sobre Total de Inversiones entre 2018 y 2022 la cual resulta ser **91,84%**. Entonces, la proyección entre los años 2023 y 2027 se realiza como un 91,84% del total de inversiones de cada año.

- **Nuevas Inversiones:** Para realizar la proyección de nuevas inversiones simplemente se utiliza la diferencia entre el total de inversiones y la inversión en reposición. Las proyecciones de todas las inversiones vistas se presenta a continuación:

Cuadro 100. Proyección Inversión en reposición y Nuevas Inversiones.

| | ene-mar 2023 | abr-dic 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|--------------------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Ingresos Operacionales | 16.905.173 | 56.277.635 | 74.455.198 | 75.892.112 | 77.508.880 | 79.322.568 |
| Total Inversiones | 4.784.123 | 12.324.604 | 20.134.696 | 20.484.767 | 20.880.103 | 21.324.923 |
| Inversión en Reposición | 3.479.096 | 11.319.121 | 18.492.039 | 18.813.550 | 19.176.633 | 19.585.163 |
| Nuevas Inversiones | 1.305.027 | 1.005.483 | 1.642.657 | 1.671.217 | 1.703.470 | 1.739.760 |

| | | |
|-----------------------|--------|------------------|
| Inv / ingresos | 27,51% | (Promedio 16-19) |
| Inv rep / Inversiones | 91,84% | (Promedio 18-22) |

Fuente: Elaboración Propia. Valores en UF

6.2. Liberación de capital de trabajo operativo neto

El Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) corresponde a la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes que no devengan intereses. Este indicador nos permite entender si la compañía es capaz de cubrir sus obligaciones a corto plazo con sus activos corrientes. Se construye de manera que:

$$CTON = \text{Inventario} + \text{Cuentas por Pagar} - \text{Cuentas por Cobrar}$$

La información histórica de esta cuenta nos muestra que Entel es bastante inconsistente entre periodos, presentando valores de CTON positivos para los años 2018, 2021 y 2022, mientras que CTON negativo para los años 2019 y 2020. Para el año 2023 en el primer trimestre se observó un CTON positivo de casi 2 millones de UF.

Se han proyectado las tres cuentas que componen el CTON por separado, bajo el mismo método, el cual corresponde a obtener la tasa promedio de cada cuenta con respecto a los ingresos operacionales entre los años 2018 y 2022. Así, los porcentajes promedios a utilizar para la proyección son:

Cuadro 101. Cuentas de proyección de CTON.

| Ingresos de Actividades Ordinarias | Promedio 2018-2022 |
|------------------------------------|-----------------------|
| Inventario | 4,78% |
| Cuentas por Cobrar | 24,94% |
| Cuentas por Pagar | -30,43% |

Fuente: Elaboración Propia

La proyección de CTON se exhibe a continuación:

Cuadro 102. Proyección de CTON.

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | Promedio 18-22 |
|------------------------------------|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 72.361.492 | 73.182.808 | 74.455.198 | 75.892.112 | 77.508.880 | 79.322.568 | |
| Inventario | 3.430.301 | 3.458.879 | 3.498.138 | 3.558.958 | 3.627.643 | 3.704.924 | 4,78% |
| Cuentas por Cobrar | 18.762.904 | 18.046.956 | 18.251.792 | 18.569.126 | 18.927.493 | 19.330.715 | 24,94% |
| Cuentas por Pagar | (19.812.332) | (22.021.049) | (22.270.992) | (22.658.206) | (23.095.488) | (23.587.502) | -30,43% |
| CTON | 2.380.873 | (515.214) | (521.062) | (530.121) | (540.352) | (551.863) | |
| Variación CTON | (404.905) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |

Fuente: Elaboración Propia. Valores en UF

Es posible observar que la proyección nos entrega un valor negativo para todos los años hasta 2027, lo que nos indica que la compañía no sería capaz de cubrir sus obligaciones a corto plazo con sus activos corrientes. Se considera que es una proyección conservadora y realista, situándose en el peor escenario, por lo que se considera válida para efectos de la proyección del Flujo de Caja Libre. Dado que la proyección de CTON es negativa, se estima esta cuenta con valor cero.

6.3. Valor terminal

El valor terminal de la proyección es obtenido como la perpetuidad del último flujo de caja libre estimado en 2027 (3.453 miles de UF) a tasa WACC = 5,042% (calculada en la sección 6.7). Así, el Valor Terminal corresponde a 68.485 miles de UF.

6.4. Flujos de caja libre proyectados

Cuadro 103. Flujos de Caja Libre Proyectados.

| | abr-dic | | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
| Utilidad del Ejercicio | 982 | 1.708 | 1.933 | 2.188 | 2.475 |
| Depreciación y Amortización | 11.345 | 15.010 | 15.300 | 15.625 | 15.991 |
| Pérdidas por Deterioro | 2.164 | 2.863 | 2.918 | 2.980 | 3.050 |
| Otros Ingresos (Después de impuestos) | (967) | (1.378) | (1.555) | (1.754) | (1.979) |
| Ingresos Financieros (Después de impuestos) | (103) | (222) | (222) | (222) | (222) |
| Costos Financieros (Después de impuestos) | 2.012 | 2.439 | 2.439 | 2.439 | 2.439 |
| Diferencias de Cambio (Después de impuestos) | 4 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| Resultados por Unidades de Reajuste (Después de impuestos) | 906 | 1.199 | 1.222 | 1.248 | 1.278 |
| Flujo de Caja Bruto | 16.343 | 21.624 | 22.041 | 22.510 | 23.038 |
| Inversión en Reposición | (11.319) | (18.492) | (18.814) | (19.177) | (19.585) |
| Nuevas inversiones | (1.005) | (1.643) | (1.671) | (1.703) | |
| Cambios en el CTON | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Flujo de Caja Libre | 4.019 | 1.489 | 1.556 | 1.630 | 3.453 |
| Valor Terminal (wacc = 5,042 %) | | | | | 68.485 |
| FCL + Valor Terminal | 4.019 | 1.489 | 1.556 | 1.630 | 71.938 |
| Valor Presente | 3.873 | 1.366 | 1.359 | 1.355 | 59.820 |
| Total | | | | | 67.774 |

Fuente: Elaboración Propia. Valores en miles de UF

7. Estimación del Precio de la Acción

10.1. Valor presente de los flujos de caja libre

El valor presente de los flujos de caja libre ha sido calculado con respecto a la misma tasa WACC = 5,042%. Debido a que estamos realizando la valoración al 31 de Marzo de 2023 y para realizar el descuento por períodos es que cada trimestre ha sido representado como un 0,25 del año, es decir, el trimestre comprendido entre Enero y Marzo es un 0,25 del año 2023. Así, para el resto del mismo año, los flujos desde Diciembre hasta Marzo serán descontados en 0,75 períodos (tres trimestres). Lo mismo ocurre con los años siguientes, hasta descontar 3,75 períodos el año 2026 y 2027, lo anterior sucede porque el flujo del último periodo ya se trajo a valor presente una vez al realizar la perpetuidad, por esto, tanto el penúltimo como el último flujo se descuentan 3,75 períodos. Entonces, el valor presente total de los flujos de caja es de 67.774 miles de UF.

Cuadro 104. Valor Presente de los Flujos de Caja Libre.

| | |
|-----------|--------|
| VP de FCL | 67.774 |
|-----------|--------|

Fuente: Elaboración Propia. Valor en miles de UF

7.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Para evaluar el déficit o exceso que posee el capital de trabajo neto es que se utiliza el ratio RCTON histórico. Este tiene como finalidad evaluar la capacidad de las empresas de cubrir sus obligaciones y gastos operativos a corto plazo, y relacionarla con la capacidad de generar ingresos. Se construye de la siguiente manera:

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

Cuadro 105. RCTON Histórico.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | | Promedio 18-22 |
|------------------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|------------------------------------|-------------------|
| Ingresos de Actividades Ordinarias | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | 100,00% | Ingresos de Actividades Ordinarias | |
| Inventario | 6,28% | 4,18% | 3,71% | 4,99% | 4,74% | Inventario | 4,78% |
| Cuentas por Cobrar | 22,95% | 26,13% | 23,76% | 25,93% | 25,93% | Cuentas por Cobrar | 24,94% |
| Cuentas por Pagar | -28,96% | -33,38% | -31,67% | -30,77% | -27,38% | Cuentas por Pagar | -30,43% |
| RCTON | 0,28% | -3,08% | -4,20% | 0,15% | 3,29% | RCTON | -0,71% |

Fuente: Elaboración Propia

Se calcula el promedio para cada una de las cuentas presentadas. Se excluye el año 2023 puesto que corresponde a un único trimestre y distorsiona los resultados. Es posible observar que, para el período comprendido entre 2018 y 2022, el RCTON promedio es de -0,71%, alcanzando un mínimo histórico en 2020 de -4,20%. Dado que el RCTON promedio es negativo, podemos afirmar que existe déficit de capital de trabajo, es decir, la empresa no será capaz de cumplir con sus obligaciones a corto plazo usando sus activos corrientes. Para el año 2023, este déficit será de 2.491.182 UF.

Cuadro 106. Déficit o exceso de CTON.

| | |
|------------------------|--------------------|
| Ventas 2022 | 72.361.492 |
| CTON real a marzo 2023 | 1.975.968 |
| % RCTON Promedio | -0,71% |
| CTON proyectado 2023 | (515.214) |
| Déficit CTON | (2.491.182) |

Fuente: Elaboración Propia. Valores en UF

7.3. Activos prescindibles y otros activos

Los Activos Prescindibles y Otros Activos son una cuenta que incluye activos no operacionales que son prescindibles para realizar el cálculo del flujo de caja y tienen valor de mercado por sí solos (sin ellos la operación del negocio podría continuar). Que sean llamados activos prescindibles tiene como finalidad liberar capital que pudiera ser utilizado de mejor manera. Los activos prescindibles que se agregan en esta cuenta son Otros Activos Financieros Corrientes, Otros Activos Financieros No Corrientes, Plusvalía, y Activos No Corrientes Clasificados Como Mantenidos Para la Venta. El detalle se presenta a continuación:

Cuadro 107. Activos Prescindibles y Otros Activos de Entel.

| | 2023 |
|---|-------------------|
| | UF |
| Otros Activos Financieros Corrientes | 4.210.501 |
| Otros Activos Financieros No Corrientes | 6.124.600 |
| Plusvalía | 1.327.867 |
| Activos No Corrientes Clasificados Como Mantenidos Para la Venta | 3.569.613 |
| Total Activos Prescindibles | 15.232.581 |

Fuente: Elaboración Propia

7.4. Valorización económica de la empresa

Cuadro 107. Valorización económica de Entel.

| | |
|--|----------------|
| VP de FCL | 67.774 |
| Efectivo y Equivalentes | 2.841 |
| Superávit de Capital de Trabajo Neto | 0 |
| Activos Prescindibles | 15.233 |
| Valor Total Activos | 85.847 |
| Valor Deuda Financiera | (59.536) |
| Valor Patrimonio | 26.312 |
| Nº Acciones | 302.017.113 |
| Precio Acción Estimado (UF) al 31/03/2023 | 0,087 |
| Precio CLP/CLF al 31/03/2023 | 35.575 |
| Precio Acción Estimado (\$) al 31/03/2023 | \$3.099 |
| Precio Acción en Bolsa (\$) al 31/03/2023 | \$3.135 |
| Diferencia (\$) | -\$36 |
| Diferencia (%) | -1,14% |
| Wacc (k0) | 5,042% |

Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo a los resultados obtenidos por medio del método de valoración de Flujo de Caja Libre se obtuvo un precio de la acción estimado de Entel de \$3.099 pesos chilenos por acción al 31 de marzo de 2023, lo cual dista en - 1,14%, o bien, -\$36 pesos del precio de cierre listado en bolsa para dicha fecha, el cual es de \$3.135 pesos por acción. Esta diferencia de 1,14% está dentro de los rangos de error permitidos por el método ($\pm 20\%$).

7.5. Análisis de sensibilidad

Con el objetivo de validar los posibles efectos de la estrategia de proyección utilizada es que se realizaron pruebas de sensibilidad, a través de una tabla de doble entrada, al método de flujos de caja descontados.

- Se aplican cambios porcentuales de un $\pm 0,2\%$ a la tasa de descuento WACC alcanzando los límites $\pm 2\%$ y a la vez se realizan cambios porcentuales de $\pm 2\%$ al ingreso operacional de cada período con extremos de $\pm 10\%$. Lo anterior con el objetivo de observar los efectos sobre el precio de la acción. Con este análisis lo que nos interesa es evaluar los posibles precios de acción que podría tener la compañía frente a distintos escenarios de tasa de descuento e ingresos operacionales.

En el Anexo 2 se encuentran las tablas de doble entrada correspondientes a cada año proyectado, en la columna izquierda se encuentra el WACC y sus variaciones respectivas, mientras que en la fila superior se encuentra el ingreso operacional correspondiente al año o período señalado y sus variaciones. Los resultados dentro de las tablas corresponden al precio que tendría la acción a la fecha de valoración si es que el WACC y el ingreso operacional fueran el ubicado en la columna y fila que conectan a dicho cuadrante. Cabe destacar que los resultados dentro de las tablas se encuentran en pesos chilenos. Para mayor detalle revisar el Anexo 2.

El análisis de sensibilidad esclarece que a mayor ingreso operacional y una menor tasa de descuento (WACC) el precio de la acción es mayor y caso contrario el precio de la acción decae. En adición, se observa que el precio es más sensible a cambios de $0,2\%$ en la tasa WACC, que a cambios de 2% en el monto del ingreso operacional de un período en particular. Es apreciable porque los cambios de precios son más bruscos entre filas, en comparación a los cambios entre columnas. Lo anterior destaca la relevancia del WACC al realizar el ejercicio de valoración, y es vital que esta tasa esté calculada de manera correcta y cercana a la realidad, para que al valorar la empresa el precio obtenido por el método sea afín al listado en bolsa.

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.conj unto%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>
- Maqueira 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/>

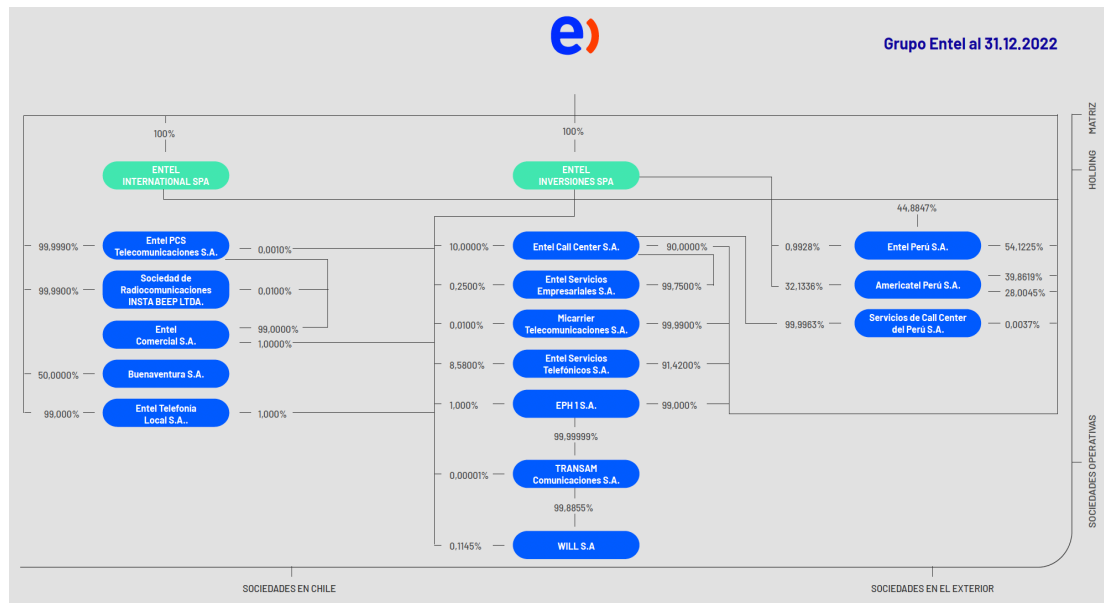
- TIM. (2023). Centro de resultados.
<https://ri.tim.com.br/informacoes-ao-mercado/central-de-resultados/>
- SAP, E. M. (2001). Grupo Telecom Italia asume control de Entel Chile. Emol.
<https://www.emol.com/noticias/economia/2001/03/13/48853/grupo-telecom-italia-asume-control-de-entel-chile.html>
- SERNAC. (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



- Anexos 2: Análisis de Sensibilidad.

| Análisis de Sensibilidad ante cambios en el Wacc e Ingreso Operacional. Período abril-diciembre 2023. | | | | | | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wacc \ Ingresos Op | | | | | | | | | | | |
| | 50.650 | 51.776 | 52.901 | 54.027 | 55.152 | 56.278 | 57.404 | 58.529 | 59.655 | 60.780 | 61.906 |
| 7,04% | 483 | 549 | 615 | 681 | 747 | 812 | 878 | 944 | 1.010 | 1.076 | 1.142 |
| 6,84% | 650 | 716 | 782 | 849 | 915 | 981 | 1.047 | 1.113 | 1.179 | 1.245 | 1.312 |
| 6,64% | 827 | 894 | 960 | 1.027 | 1.093 | 1.159 | 1.226 | 1.292 | 1.359 | 1.425 | 1.492 |
| 6,44% | 1.016 | 1.082 | 1.149 | 1.216 | 1.282 | 1.349 | 1.416 | 1.483 | 1.549 | 1.616 | 1.683 |
| 6,24% | 1.216 | 1.283 | 1.350 | 1.417 | 1.484 | 1.551 | 1.618 | 1.685 | 1.752 | 1.819 | 1.886 |
| 6,04% | 1.430 | 1.497 | 1.564 | 1.632 | 1.699 | 1.766 | 1.834 | 1.901 | 1.968 | 2.036 | 2.103 |
| 5,84% | 1.658 | 1.726 | 1.793 | 1.861 | 1.929 | 1.996 | 2.064 | 2.132 | 2.199 | 2.267 | 2.334 |
| 5,64% | 1.903 | 1.971 | 2.039 | 2.107 | 2.175 | 2.243 | 2.311 | 2.379 | 2.447 | 2.514 | 2.582 |
| 5,44% | 2.166 | 2.234 | 2.303 | 2.371 | 2.439 | 2.507 | 2.575 | 2.644 | 2.712 | 2.780 | 2.848 |
| 5,24% | 2.449 | 2.518 | 2.586 | 2.655 | 2.723 | 2.792 | 2.861 | 2.929 | 2.998 | 3.066 | 3.135 |
| 5,04% | 2.755 | 2.824 | 2.893 | 2.962 | 3.030 | 3.099 | 3.168 | 3.237 | 3.306 | 3.375 | 3.444 |
| 4,84% | 3.086 | 3.155 | 3.225 | 3.294 | 3.363 | 3.432 | 3.501 | 3.570 | 3.640 | 3.709 | 3.778 |
| 4,64% | 3.446 | 3.516 | 3.585 | 3.655 | 3.724 | 3.794 | 3.863 | 3.933 | 4.002 | 4.072 | 4.141 |
| 4,44% | 3.839 | 3.908 | 3.978 | 4.048 | 4.118 | 4.188 | 4.258 | 4.327 | 4.397 | 4.467 | 4.537 |
| 4,24% | 4.268 | 4.339 | 4.409 | 4.479 | 4.549 | 4.619 | 4.689 | 4.759 | 4.829 | 4.900 | 4.970 |
| 4,04% | 4.741 | 4.811 | 4.882 | 4.952 | 5.023 | 5.093 | 5.163 | 5.234 | 5.304 | 5.375 | 5.445 |
| 3,84% | 5.263 | 5.333 | 5.404 | 5.475 | 5.546 | 5.616 | 5.687 | 5.758 | 5.829 | 5.900 | 5.970 |
| 3,64% | 5.842 | 5.913 | 5.984 | 6.055 | 6.126 | 6.197 | 6.268 | 6.340 | 6.411 | 6.482 | 6.553 |
| 3,44% | 6.489 | 6.560 | 6.632 | 6.703 | 6.774 | 6.846 | 6.917 | 6.989 | 7.060 | 7.132 | 7.203 |
| 3,24% | 7.216 | 7.287 | 7.359 | 7.431 | 7.503 | 7.574 | 7.646 | 7.718 | 7.790 | 7.861 | 7.933 |
| 3,04% | 8.038 | 8.110 | 8.183 | 8.255 | 8.327 | 8.399 | 8.471 | 8.543 | 8.615 | 8.687 | 8.759 |

| Análisis de Sensibilidad ante cambios en el Wacc e Ingreso Operacional. Año 2024. | | | | | | | | | | | | |
|---|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos Op | | | | | | | | | | | | |
| Wacc | | 67.010 | 68.499 | 69.988 | 71.477 | 72.966 | 74.455 | 75.944 | 77.433 | 78.922 | 80.411 | 81.901 |
| 7,04% | | 384 | 470 | 556 | 641 | 727 | 812 | 898 | 984 | 1.069 | 1.155 | 1.241 |
| 6,84% | | 551 | 637 | 723 | 809 | 895 | 981 | 1.067 | 1.153 | 1.239 | 1.325 | 1.411 |
| 6,64% | | 728 | 814 | 900 | 987 | 1.073 | 1.159 | 1.246 | 1.332 | 1.419 | 1.505 | 1.591 |
| 6,44% | | 915 | 1.002 | 1.089 | 1.176 | 1.262 | 1.349 | 1.436 | 1.523 | 1.609 | 1.696 | 1.783 |
| 6,24% | | 1.115 | 1.202 | 1.290 | 1.377 | 1.464 | 1.551 | 1.638 | 1.725 | 1.813 | 1.900 | 1.987 |
| 6,04% | | 1.329 | 1.416 | 1.504 | 1.591 | 1.679 | 1.766 | 1.854 | 1.941 | 2.029 | 2.117 | 2.204 |
| 5,84% | | 1.557 | 1.645 | 1.733 | 1.820 | 1.908 | 1.996 | 2.084 | 2.172 | 2.260 | 2.348 | 2.436 |
| 5,64% | | 1.801 | 1.889 | 1.978 | 2.066 | 2.154 | 2.243 | 2.331 | 2.419 | 2.508 | 2.596 | 2.684 |
| 5,44% | | 2.064 | 2.152 | 2.241 | 2.330 | 2.419 | 2.507 | 2.596 | 2.685 | 2.773 | 2.862 | 2.951 |
| 5,24% | | 2.346 | 2.435 | 2.525 | 2.614 | 2.703 | 2.792 | 2.881 | 2.970 | 3.059 | 3.149 | 3.238 |
| 5,04% | | 2.652 | 2.741 | 2.831 | 2.920 | 3.010 | 3.099 | 3.189 | 3.278 | 3.368 | 3.458 | 3.547 |
| 4,84% | | 2.982 | 3.072 | 3.162 | 3.252 | 3.342 | 3.432 | 3.522 | 3.612 | 3.702 | 3.792 | 3.882 |
| 4,64% | | 3.342 | 3.432 | 3.523 | 3.613 | 3.703 | 3.794 | 3.884 | 3.974 | 4.065 | 4.155 | 4.245 |
| 4,44% | | 3.734 | 3.825 | 3.915 | 4.006 | 4.097 | 4.188 | 4.278 | 4.369 | 4.460 | 4.551 | 4.642 |
| 4,24% | | 4.163 | 4.254 | 4.345 | 4.437 | 4.528 | 4.619 | 4.710 | 4.801 | 4.893 | 4.984 | 5.075 |
| 4,04% | | 4.635 | 4.727 | 4.818 | 4.910 | 5.001 | 5.093 | 5.185 | 5.276 | 5.368 | 5.459 | 5.551 |
| 3,84% | | 5.156 | 5.248 | 5.340 | 5.432 | 5.524 | 5.616 | 5.708 | 5.800 | 5.893 | 5.985 | 6.077 |
| 3,64% | | 5.735 | 5.828 | 5.920 | 6.012 | 6.105 | 6.197 | 6.290 | 6.382 | 6.475 | 6.567 | 6.660 |
| 3,44% | | 6.381 | 6.474 | 6.567 | 6.660 | 6.753 | 6.846 | 6.939 | 7.032 | 7.125 | 7.217 | 7.310 |
| 3,24% | | 7.108 | 7.201 | 7.294 | 7.388 | 7.481 | 7.574 | 7.668 | 7.761 | 7.854 | 7.948 | 8.041 |
| 3,04% | | 7.930 | 8.024 | 8.118 | 8.211 | 8.305 | 8.399 | 8.493 | 8.586 | 8.680 | 8.774 | 8.868 |

| Análisis de Sensibilidad ante cambios en el Wacc e Ingreso Operacional. Año 2025. | | | | | | | | | | | | |
|---|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Ingresos Op | | | | | | | | | | | | |
| Wacc | | 68.303 | 69.821 | 71.338 | 72.856 | 74.374 | 75.892 | 77.410 | 78.928 | 80.446 | 81.963 | 83.481 |
| 7,04% | | 584 | 630 | 675 | 721 | 767 | 812 | 858 | 904 | 950 | 995 | 1.041 |
| 6,84% | | 751 | 797 | 843 | 889 | 935 | 981 | 1.027 | 1.073 | 1.119 | 1.165 | 1.211 |
| 6,64% | | 928 | 975 | 1.021 | 1.067 | 1.113 | 1.159 | 1.206 | 1.252 | 1.298 | 1.344 | 1.391 |
| 6,44% | | 1.117 | 1.163 | 1.210 | 1.256 | 1.303 | 1.349 | 1.396 | 1.442 | 1.489 | 1.535 | 1.582 |
| 6,24% | | 1.317 | 1.364 | 1.411 | 1.458 | 1.504 | 1.551 | 1.598 | 1.645 | 1.691 | 1.738 | 1.785 |
| 6,04% | | 1.531 | 1.578 | 1.625 | 1.672 | 1.719 | 1.766 | 1.813 | 1.860 | 1.907 | 1.954 | 2.001 |
| 5,84% | | 1.760 | 1.807 | 1.855 | 1.902 | 1.949 | 1.996 | 2.044 | 2.091 | 2.138 | 2.185 | 2.233 |
| 5,64% | | 2.005 | 2.053 | 2.100 | 2.148 | 2.195 | 2.243 | 2.290 | 2.338 | 2.385 | 2.433 | 2.480 |
| 5,44% | | 2.268 | 2.316 | 2.364 | 2.412 | 2.459 | 2.507 | 2.555 | 2.603 | 2.651 | 2.698 | 2.746 |
| 5,24% | | 2.552 | 2.600 | 2.648 | 2.696 | 2.744 | 2.792 | 2.840 | 2.888 | 2.936 | 2.984 | 3.032 |
| 5,04% | | 2.858 | 2.906 | 2.954 | 3.003 | 3.051 | 3.099 | 3.148 | 3.196 | 3.244 | 3.293 | 3.341 |
| 4,84% | | 3.189 | 3.238 | 3.286 | 3.335 | 3.384 | 3.432 | 3.481 | 3.529 | 3.578 | 3.626 | 3.675 |
| 4,64% | | 3.549 | 3.598 | 3.647 | 3.696 | 3.745 | 3.794 | 3.842 | 3.891 | 3.940 | 3.989 | 4.038 |
| 4,44% | | 3.942 | 3.991 | 4.040 | 4.089 | 4.139 | 4.188 | 4.237 | 4.286 | 4.335 | 4.384 | 4.433 |
| 4,24% | | 4.372 | 4.421 | 4.471 | 4.520 | 4.570 | 4.619 | 4.668 | 4.718 | 4.767 | 4.817 | 4.866 |
| 4,04% | | 4.845 | 4.894 | 4.944 | 4.994 | 5.043 | 5.093 | 5.143 | 5.192 | 5.242 | 5.292 | 5.341 |
| 3,84% | | 5.367 | 5.417 | 5.467 | 5.517 | 5.566 | 5.616 | 5.666 | 5.716 | 5.766 | 5.816 | 5.866 |
| 3,64% | | 5.946 | 5.996 | 6.047 | 6.097 | 6.147 | 6.197 | 6.248 | 6.298 | 6.348 | 6.398 | 6.449 |
| 3,44% | | 6.593 | 6.644 | 6.694 | 6.745 | 6.795 | 6.846 | 6.896 | 6.947 | 6.997 | 7.048 | 7.098 |
| 3,24% | | 7.320 | 7.371 | 7.422 | 7.473 | 7.524 | 7.574 | 7.625 | 7.676 | 7.727 | 7.778 | 7.828 |
| 3,04% | | 8.143 | 8.194 | 8.246 | 8.297 | 8.348 | 8.399 | 8.450 | 8.501 | 8.552 | 8.603 | 8.654 |

| Análisis de Sensibilidad ante cambios en el Wacc e Ingreso Operacional. Año 2026. | | | | | | | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wacc \ Ingresos Op | | | | | | | | | | | |
| | 69.758 | 71.308 | 72.858 | 74.409 | 75.959 | 77.509 | 79.059 | 80.609 | 82.160 | 83.710 | 85.260 |
| 7,04% | 774 | 782 | 789 | 797 | 805 | 812 | 820 | 828 | 836 | 843 | 851 |
| 6,84% | 942 | 950 | 958 | 965 | 973 | 981 | 989 | 996 | 1.004 | 1.012 | 1.020 |
| 6,64% | 1.120 | 1.128 | 1.136 | 1.144 | 1.152 | 1.159 | 1.167 | 1.175 | 1.183 | 1.191 | 1.199 |
| 6,44% | 1.310 | 1.318 | 1.325 | 1.333 | 1.341 | 1.349 | 1.357 | 1.365 | 1.373 | 1.381 | 1.389 |
| 6,24% | 1.511 | 1.519 | 1.527 | 1.535 | 1.543 | 1.551 | 1.559 | 1.567 | 1.575 | 1.583 | 1.591 |
| 6,04% | 1.726 | 1.734 | 1.742 | 1.750 | 1.758 | 1.766 | 1.774 | 1.782 | 1.790 | 1.798 | 1.806 |
| 5,84% | 1.956 | 1.964 | 1.972 | 1.980 | 1.988 | 1.996 | 2.004 | 2.012 | 2.021 | 2.029 | 2.037 |
| 5,64% | 2.202 | 2.210 | 2.218 | 2.226 | 2.235 | 2.243 | 2.251 | 2.259 | 2.267 | 2.275 | 2.283 |
| 5,44% | 2.466 | 2.475 | 2.483 | 2.491 | 2.499 | 2.507 | 2.515 | 2.524 | 2.532 | 2.540 | 2.548 |
| 5,24% | 2.751 | 2.759 | 2.767 | 2.776 | 2.784 | 2.792 | 2.800 | 2.808 | 2.817 | 2.825 | 2.833 |
| 5,04% | 3.058 | 3.066 | 3.074 | 3.083 | 3.091 | 3.099 | 3.108 | 3.116 | 3.124 | 3.133 | 3.141 |
| 4,84% | 3.390 | 3.399 | 3.407 | 3.415 | 3.424 | 3.432 | 3.440 | 3.449 | 3.457 | 3.466 | 3.474 |
| 4,64% | 3.752 | 3.760 | 3.768 | 3.777 | 3.785 | 3.794 | 3.802 | 3.810 | 3.819 | 3.827 | 3.836 |
| 4,44% | 4.145 | 4.154 | 4.162 | 4.171 | 4.179 | 4.188 | 4.196 | 4.205 | 4.213 | 4.222 | 4.230 |
| 4,24% | 4.576 | 4.585 | 4.593 | 4.602 | 4.610 | 4.619 | 4.628 | 4.636 | 4.645 | 4.653 | 4.662 |
| 4,04% | 5.050 | 5.059 | 5.067 | 5.076 | 5.084 | 5.093 | 5.102 | 5.110 | 5.119 | 5.127 | 5.136 |
| 3,84% | 5.573 | 5.582 | 5.590 | 5.599 | 5.608 | 5.616 | 5.625 | 5.634 | 5.642 | 5.651 | 5.660 |
| 3,64% | 6.154 | 6.162 | 6.171 | 6.180 | 6.189 | 6.197 | 6.206 | 6.215 | 6.224 | 6.232 | 6.241 |
| 3,44% | 6.802 | 6.811 | 6.820 | 6.828 | 6.837 | 6.846 | 6.855 | 6.863 | 6.872 | 6.881 | 6.890 |
| 3,24% | 7.530 | 7.539 | 7.548 | 7.557 | 7.566 | 7.574 | 7.583 | 7.592 | 7.601 | 7.610 | 7.619 |
| 3,04% | 8.354 | 8.363 | 8.372 | 8.381 | 8.390 | 8.399 | 8.408 | 8.417 | 8.426 | 8.435 | 8.443 |

| Análisis de Sensibilidad ante cambios en el Wacc e Ingreso Operacional. Año 2027. | | | | | | | | | | | |
|--|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Wacc \ Ingresos Op | | | | | | | | | | | |
| | 71.391 | 72.977 | 74.564 | 76.150 | 77.737 | 79.323 | 80.909 | 82.496 | 84.082 | 85.669 | 87.255 |
| 7,04% | (1.830) | (1.302) | (773) | (245) | 284 | 812 | 1.341 | 1.869 | 2.398 | 2.926 | 3.454 |
| 6,84% | (1.753) | (1.206) | (659) | (113) | 434 | 981 | 1.527 | 2.074 | 2.621 | 3.167 | 3.714 |
| 6,64% | (1.671) | (1.105) | (539) | 27 | 593 | 1.159 | 1.725 | 2.291 | 2.857 | 3.423 | 3.990 |
| 6,44% | (1.584) | (998) | (411) | 176 | 762 | 1.349 | 1.936 | 2.522 | 3.109 | 3.696 | 4.282 |
| 6,24% | (1.492) | (884) | (275) | 334 | 942 | 1.551 | 2.159 | 2.768 | 3.377 | 3.985 | 4.594 |
| 6,04% | (1.394) | (762) | (130) | 502 | 1.134 | 1.766 | 2.398 | 3.030 | 3.662 | 4.294 | 4.926 |
| 5,84% | (1.289) | (632) | 25 | 682 | 1.339 | 1.996 | 2.653 | 3.310 | 3.967 | 4.624 | 5.281 |
| 5,64% | (1.177) | (493) | 191 | 875 | 1.559 | 2.243 | 2.926 | 3.610 | 4.294 | 4.978 | 5.662 |
| 5,44% | (1.057) | (344) | 369 | 1.082 | 1.794 | 2.507 | 3.220 | 3.933 | 4.645 | 5.358 | 6.071 |
| 5,24% | (927) | (183) | 561 | 1.304 | 2.048 | 2.792 | 3.536 | 4.280 | 5.023 | 5.767 | 6.511 |
| 5,04% | (787) | (10) | 767 | 1.545 | 2.322 | 3.099 | 3.877 | 4.654 | 5.431 | 6.209 | 6.986 |
| 4,84% | (636) | 177 | 991 | 1.805 | 2.618 | 3.432 | 4.246 | 5.060 | 5.873 | 6.687 | 7.501 |
| 4,64% | (473) | 381 | 1.234 | 2.087 | 2.940 | 3.794 | 4.647 | 5.500 | 6.353 | 7.207 | 8.060 |
| 4,44% | (294) | 602 | 1.499 | 2.395 | 3.291 | 4.188 | 5.084 | 5.981 | 6.877 | 7.773 | 8.670 |
| 4,24% | (99) | 845 | 1.788 | 2.732 | 3.676 | 4.619 | 5.563 | 6.506 | 7.450 | 8.393 | 9.337 |
| 4,04% | 116 | 1.111 | 2.107 | 3.102 | 4.098 | 5.093 | 6.089 | 7.084 | 8.080 | 9.075 | 10.071 |
| 3,84% | 352 | 1.405 | 2.458 | 3.511 | 4.564 | 5.617 | 6.670 | 7.722 | 8.775 | 9.828 | 10.881 |
| 3,64% | 614 | 1.731 | 2.848 | 3.964 | 5.081 | 6.198 | 7.314 | 8.431 | 9.548 | 10.664 | 11.781 |
| 3,44% | 907 | 2.095 | 3.283 | 4.471 | 5.658 | 6.846 | 8.034 | 9.222 | 10.410 | 11.597 | 12.785 |
| 3,24% | 1.236 | 2.504 | 3.771 | 5.039 | 6.307 | 7.575 | 8.843 | 10.110 | 11.378 | 12.646 | 13.914 |
| 3,04% | 1.607 | 2.966 | 4.324 | 5.683 | 7.041 | 8.399 | 9.758 | 11.116 | 12.475 | 13.833 | 15.191 |