



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

Método de Múltiplos

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE

Magíster en Finanzas

Alumna: María Javiera Cárdenas Hermosilla

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Santiago, junio 2024

TABLA DE CONTENIDO

1. RESUMEN EJECUTIVO	4
2. METODOLOGÍA	6
2.1. Principales métodos de valoración	6
2.1.1. Método de múltiplos	6
2.1.1.1. Múltiplos de ganancias	7
2.1.1.2. Múltiplos de valor libro	7
2.1.1.3. Múltiplos de ventas	8
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA	9
3.1. Descripción de la empresa	9
3.1.1. Antecedentes del negocio e historia	12
3.1.2. Principales accionistas	16
3.1.3. Filiales	17
3.2. Descripción de la industria	19
3.2.1. Estado actual	19
3.2.2. Regulación y fiscalización	21
3.2.3. Empresas comparables	23
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL	27
4.1. Deuda financiera	27
4.2. Patrimonio económico	28
4.3. Valor económico	29
4.4. Estructura de capital histórica y objetivo	29
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	32
5.1. Costo de la deuda	32
5.2. Beta de la deuda	33
5.3. Estimación del beta patrimonial	33
5.4. Beta patrimonial sin deuda	34
5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo	35
5.6. Costo patrimonial	35
5.7 Costo de capital	36
6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS	37
6.1. Análisis de las empresas comparables	37

6.2. Múltiplos de la industria	40
6.3. Valor de la empresa en base a los múltiplos de la industria	42
6.4. Análisis de los resultados	44
BIBLIOGRAFÍA	45

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Antecedentes de Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	9
Cuadro 2. Segmentos de operación de Entel.	10
Cuadro 3. Ingresos y EBITDA de Entel.	12
Cuadro 4. Principales accionistas de Entel.	17
Cuadro 5. Filiales de Entel y participación de la compañía en ellas.	18
Cuadro 6. Detalle de la operación de las Filiales de Entel.	18
Cuadro 7. Detalle de la distribución de mercado de Perú.	20
Cuadro 8. Detalle de la distribución de mercado de Chile.	20
Cuadro 9. Antecedentes de América Móvil, S.A.B de C.V.	24
Cuadro 10. Ingresos de América Móvil, S.A.B de C.V.	24
Cuadro 11. Antecedentes de Telefónica S.A.	25
Cuadro 12. Ingresos de Telefónica S.A.	25
Cuadro 13. Antecedentes de Tim S.A.	26
Cuadro 14. Ingresos de Tim S.A.	26
Cuadro 15. Estructura de deuda financiera.	27
Cuadro 16. Patrimonio económico de Entel.	28
Cuadro 17. Valor económico de Entel.	29
Cuadro 18. Estructura de capital histórica y objetivo de Entel.	29
Cuadro 19. Datos de la estimación del beta.	33
Cuadro 20. Múltiplos Tim S.A.	38
Cuadro 21. Múltiplos América Móvil S.A.B. de C.V.	39
Cuadro 22. Múltiplos Telefónica S.A.	40
Cuadro 23. Múltiplos de la industria.	40
Cuadro 24. Indicadores de Entel.	42
Cuadro 25. Valoración por múltiplos de Entel.	43
Cuadro 26. Valoración por múltiplos de Entel.	43

1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo, tiene como objetivo valorizar a la Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A (Entel S.A) al 30 de junio de 2023, la cual se ha realizado utilizando dos enfoques principales: el flujo de caja descontado (FCD) y la valoración por múltiplos. Para el FCD, se modelaron y descontaron los flujos de caja libre a valor presente, mientras que en la valoración por múltiplos se compararon ratios financieros con empresas similares.

Entel S.A. es una empresa líder de tecnología y telecomunicaciones que opera en Chile y Perú. Ofrece diversos servicios de conectividad móvil y fija, y soluciones de TI y digitales para los segmentos de personas, empresas y corporaciones. Esta empresa ha demostrado un crecimiento sostenido desde su fundación en 1964, adaptándose a las dinámicas cambiantes del mercado y a las innovaciones tecnológicas.

A junio de 2023 contaba con 302.017.113 acciones de serie única que cotizan en la Bolsa de Santiago de Chile. Al finalizar el año 2022 la propiedad de la compañía se encontraba distribuida entre 1.759 inversionistas, siendo Inversiones Altel Ltda. el accionista controlador, con un 54,86% de la propiedad de la empresa.

La valoración por flujo de caja descontados se basa en proyectar los flujos futuros de la empresa que son descontados a la tasa WACC. Para proyectar los ingresos operacionales de la empresa se utilizó información histórica y proyecciones de crecimiento de la industria de telecomunicaciones, tanto en Chile como en Perú, mientras que las cuentas no operacionales, depreciación y amortización, inversión en reposición, nuevas inversiones y capital de trabajo operativo neto se proyectaron en base a información histórica.

La estructura de capital de Entel muestra una tendencia hacia un mayor uso de deuda en su financiamiento. Por ejemplo, la proporción de deuda financiera en relación con el valor económico total de la empresa ha mostrado un incremento, con la relación deuda/patrimonio subiendo de 1,12 en 2018 a 2,51 en 2022.

En cuanto al costo de capital, se ha estimado detalladamente, considerando factores como el costo de la deuda y el patrimonio. Se utilizó como estructura de capital objetivo el promedio de los años 2018 a 2022.

Se estimó el costo de la deuda en UF+2,9% al 30 de junio de 2023, tomando como referencia el bono emitido por Entel en 2019, con un plazo a 20 años y una tasa de colocación UF+1,34%. Este cálculo es crucial para entender el costo de financiamiento de la empresa y su impacto en la valoración total.

Respecto a la tasa impositiva, se utilizó el impuesto corporativo de Chile de 27%.

En la sección 9.4 del informe, encontramos el análisis detallado del valor del patrimonio económico y el precio estimado de la acción de Entel al 30 de junio de 2023. El valor presente de los Flujos de Caja Libre (FCL) se estimó en 68.385 MUF, y el patrimonio económico en 32.023 MUF. El precio estimado de la acción se calculó en 3.827 CLP, lo cual supera al precio real observado de 3.225 CLP, mostrando una diferencia de 18,65% y sugiriendo que la acción podría estar subvalorada.

La sección 10.3 presenta la valorización de la empresa por el método de los múltiplos, considerando tres empresas comparables: la empresa brasileña Tim S.A., la española Telefónica S.A. y la empresa mexicana América Móvil S.A.B. de C.V., todas pertenecientes al sector de las telecomunicaciones y prestan servicios fijos y móviles al igual que Entel. Si bien se analizaron 7 múltiplos, solo dos de ellos son representativos en la industria de telecomunicaciones. Estos son Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) y Enterprise Value to sales ratio (EVS).

Con el múltiplo EV/EBITDA se obtuvo un precio de \$2.869, un 11% menor al valor real, mientras que con el múltiplo EVS se calculó un valor de acción de \$5.899, un 83% mayor al precio real de la acción. Aunque la literatura señala que los múltiplos anteriormente mencionados son representativos, en el caso de nuestra evaluación el múltiplo relacionado con las ventas entregó un valor significativamente mayor, lo cual se atribuye a que, en el último tiempo, el incremento en los niveles de competencia y la creciente demanda por nuevos productos tienen como consecuencia que las empresas traten de expandir su base de clientes y aumentar su participación de mercado ofreciendo nuevos servicios. Por este motivo, se consideró que, en el contexto actual,

donde se realizan agresivas campañas de captación de clientes, un ratio relacionado con las ventas, como Enterprise Value to Sales, no es un buen indicador para valorar la empresa.

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; Palepu 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.

2.1.1. Método de múltiplos

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

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

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

2.1.1.1. Múltiplos de ganancias

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

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

2.1.1.2. Múltiplos de valor libro

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

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

2.1.1.3. Múltiplos de ventas

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

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

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

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

3.1. Descripción de la empresa

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (en adelante, “Entel” o “la empresa”), identificada comercialmente bajo el nombre de fantasía Entel-Chile S.A., se constituye como una sociedad anónima abierta. Su ámbito de operación se circunscribe al sector de tecnología y telecomunicaciones, desarrollando sus operaciones tanto en Chile como Perú. En dichos países, la empresa ostenta una base de suscriptores móviles que supera los 20 millones, generando ingresos consolidados anuales ascendentes a la suma de \$3.137.710 millones de pesos chilenos al cierre de diciembre de 2022.

Entel se distingue por ofrecer una gama de servicios que abarcan tanto la conectividad móvil como la fija, además de brindar servicios de tecnologías de la información (TI) y digitales dirigidos a los segmentos de personas, empresas y grandes corporaciones. Cabe destacar que, en ambos países, la compañía despliega sus actividades en calidad de proveedor mayorista y presta servicios de centro de llamadas (call center). En el cuadro 1 se presenta información base de Entel:

Cuadro 1. Antecedentes de Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.

Razón Social	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.
RUT	92.580.000-7
Industria	Telecomunicaciones
Ticker o Nemo-técnico	ENTEL
Clase de acción	Ordinaria
Derechos de cada clase	No existen derechos, privilegios y/o restricciones correspondientes a clases de acciones
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago
Descripción de la empresa (profile)	Entel es una compañía de telecomunicaciones que opera en Chile y Perú, ofreciendo una amplia variedad de servicios, incluyendo telefonía móvil y fija, redes de fibra óptica, servicios de TI, dispositivos electrónicos, planes multimedia y de banda ancha móvil, así como soluciones digitales con tecnologías como IoT, Big Data Analytics, AI y Cloud. La empresa abastece a particulares, empresas, corporaciones y diversos canales de distribución. Fundada en 1964, tiene su

	sede en Santiago de Chile y actúa como subsidiaria de Inversiones Altel Limitada.
Rubros y países donde opera	La empresa desempeña sus operaciones tanto en el territorio chileno como en el peruano. Su actividad principal se centra en la prestación de servicios del sector de las telecomunicaciones, dirigidos a distintos segmentos, abarcando tanto a personas como a empresas y corporaciones.

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual Integrada Entel 2022

Operaciones y rubros en los que opera

Las operaciones de Entel y rubros en los cuales opera se pueden clasificar de acuerdo con lo que se expone en el cuadro 2 a continuación:

Cuadro 2. Segmentos de operación de Entel.

Segmento	Productos/Servicios
Personas	<p>Telefonía móvil (con o sin datos): Pospago; Prepago; Roaming internacional; Internet móvil (BAM); Internet móvil hogar; Banda ancha fija inalámbrica; Telefonía inalámbrica.</p> <p>Hogar: Servicios fibra: voz, internet y IPTV.</p> <p>Servicios inalámbricos: voz e internet; Entel TV.</p> <p>Equipos y accesorios: Teléfonos inteligentes; Parlantes, audífonos, relojes inteligentes, SMS multioperador.</p> <p>Carrier billing: Netflix; Spotify; Google Play.</p> <p>Carrier larga distancia internacional: Fijo y móvil.</p> <p>Servicios financieros y seguros: Tarjeta Entel Visa; Equipos, viajes, SOAP.</p>
Empresas	<p>Soluciones móviles: Planes multimedia; Planes banda ancha móvil; Roaming de equipos.</p> <p>Soluciones fijas: Internet dedicado; Telefonía fija + internet banda ancha; Servicios de red local administrada; Telefonía avanzada para grandes clientes; Larga distancia internacional; Redes privadas de datos; Firewalls y ciberseguridad; Banda ancha fija inalámbrica; Internet dedicado; SD-WAN.</p> <p>Soluciones tecnológicas: Infraestructura cloud (Entel Secure Cloud; Servicios Azure); Aplicaciones (Office 365; G Suite); Digital Market; Internet de las cosas (IoT) (Gestión de flotas (GPS); Conectividad M2M); Videoanalítica.</p> <p>Equipos: Venta de equipos; Accesorios; Seguros para equipos.</p> <p>Soluciones digitales: Cloud computing; Soluciones de ciberseguridad; Seguridad gestionada; Servicios de ciberinteligencia; Servicios multicloud; Aplicaciones de productividad (Office 365, Microsoft Teams, MDM, Yasta, Rollbox).</p>
Corporaciones	<p>Soluciones móviles: Servicio de voz y datos móviles ilimitados, con servicios de colaboración, contactabilidad y georreferenciación; Banda ancha móvil; Roaming internacional; MDM (mobile device management); Plataforma e-commerce exclusiva para trabajadores de las corporaciones, con oferta de planes, equipos y accesorios; Factura fácil: plataforma para administrar facturación de cuentas móviles B2B.</p> <p>Soluciones fijas: Redes de datos: redes móviles privadas, internet dedicado, coberturas dedicadas, redes privadas MPLS, SD-WAN, conectividad hacia nubes públicas; Monitoreo de infraestructura y procesos de negocio; Comunicaciones unificadas: telefonía, voz y colaboración, telefonía IP bajo demanda, videoconferencia, UCaaS; Telefonía pública: Telefonía local, larga distancia internacional.</p> <p>Soluciones tecnológicas: Soluciones TI: outsourcing, housing, servicios SAP, end user services, renovación tecnológica, Entel Secure Cloud; Entel Ocean (Plataforma de IoT Reef; Plataforma de analítica Kamal; Plataforma de nube Entel Secure Cloud;</p>

	Plataforma de contactabilidad Touch; Plataforma MarketPlace); Entel CyberSecure: gestión de seguridad de endpoints, evaluaciones, seguridad inteligente, centro de ciberinteligencia, escudo de protección en la nube.
Mayorista	<p>Roaming internacional: Servicios entre operadores móviles internacionales que permiten a clientes de Entel acceder a todos sus servicios móviles en el extranjero, así como a clientes de operadores móviles internacionales hacer uso de sus servicios móviles en Chile utilizando la red de Entel; Servicios de valor agregado para operadores y clientes internacionales tales como mensajería internacional A2P, tráfico de datos M2M-IoT y servicios de IMSI Sponser.</p> <p>Servicios a operadores móviles: Servicios de roaming nacional y RAN sharing a operadores móviles para cubrir zonas en las que no poseen cobertura o la poseen parcialmente, servicios de roaming nacional para operadores entrantes al mercado y servicios de roaming ante emergencias; Prestaciones de red, infraestructura y otros servicios necesarios para que empresas que no poseen red propia (OMV) puedan operar en la industria móvil chilena.</p> <p>Arriendo de redes: Servicios satelitales y de transporte de datos sobre fibra óptica, últimas millas de fibra óptica y servicios de tránsito IP; Servicios de terminación de tráfico de voz en Chile y todo el mundo; Servicios de telepuerto satelital para operadores de TV y operadores satelitales nacionales e internacionales.</p>
Call Center	<p>Servicios omnicanal: Servicios multimedia, redes sociales, chat, plataformas únicas o complementarias a la atención remota existente.</p> <p>Service desk: Mesas de ayuda técnica para empresas; Servicios back office; Implementación de servicios complementarios a la atención a clientes a través de ciclo cerrado.</p> <p>Campañas de ventas: Servicios de venta consultiva, telemarketing y cobranza, con servicio delivery.</p> <p>Atención a clientes: Modelos de atención inbound, con soluciones tecnológicas como IVR, CRM y flujos de atención de acuerdo con el negocio.</p> <p>Cloud contact center: Implementación de plataformas bajo demanda.</p> <p>Servicio de consultorías: Análisis de voz bajo demanda; Auditorías de calidad y administración de personal; Instalación y soporte técnico en terreno; Servicio para clientes residenciales (internet, telefonía y TV cable); Asistencia a los colaboradores de clientes de Corporaciones.</p>

Fuente: Memoria Anual Integrada Entel 2022

Fuentes de ingresos

En el ejercicio del año 2022, la empresa generó ingresos operacionales por un total de \$3.137.707 millones de pesos, por sus operaciones en Chile y Perú. La mayor contribución provino de Chile, representando el 51,7% del total, mientras que los ingresos provenientes de Perú representaron un 28,7% del total de ingresos. Estos ingresos ordinarios alcanzaron los \$2.540.680 millones de pesos, representando el 81% del total de los ingresos operacionales, mientras que los ingresos no ordinarios (otros ingresos) ascendieron a \$597.027 millones de pesos, equivalentes al 19%.

En el cuadro 3 presentado a continuación se puede observar el detalle del origen de los ingresos de Entel, a diciembre de 2022:

Cuadro 3. Ingresos y EBITDA de Entel.

Países y rubros donde opera Para el año 2022	Ingresos (en MUF)	% del total
Chile	46.224	51,72%
Móvil	33.232	37,19%
Fijo y TI	11.237	12,57%
Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos	1.755	1,96%
Perú	25.618	28,67%
Móvil	24.607	27,54%
Fijo y TI	741	0,83%
Servicios a Otros Operadores y Negocio de Tráficos	271	0,30%
Call Center y Otros	519	0,58%
Total Ingresos Ordinarios	72.361	80,97%
Otros ingresos	17.004	19,03%
Total Ingresos Operacionales	89.365	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual Integrada Entel 2022

Respecto al EBITDA de Entel, a diciembre de 2022, este asciende a 36.513 MUF, de las cuales 29.770 MUF corresponden a las operaciones realizadas en Chile, lo que representa un 81,53% del total. Por otro lado, 6.539 MUF corresponden al EBITDA generado por las operaciones realizadas en Perú, lo cual equivale a un 17,91% del total. Finalmente, el 0,56% restante del EBITDA corresponde al segmento de Otros Ingresos.

3.1.1. Antecedentes del negocio e historia

Los orígenes de Entel se remontan al año 1964, los cuales fueron marcados por la necesidad imperante de establecer un sistema de telecomunicaciones moderno y seguro para Chile, evidenciada por el devastador terremoto de 1960. El 30 de diciembre de dicho año, la sociedad Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A., conocida como Entel, fue constituida por decreto del Ministerio de Hacienda. Su

propósito inicial era proporcionar servicios de telefonía de larga distancia, tanto a nivel nacional como internacional, así como servicios telegráficos.

En el transcurso de su evolución, Entel alcanzó hitos significativos. En 1968, se erigió la primera estación satelital de Chile y Latinoamérica en Longovilo. La antena Longovilo 1, destinada a la transmisión y recepción de señales internacionales, marcó un hito en 1969 al permitir la transmisión en vivo por televisión del histórico evento del hombre en la luna.

En 1994, el sistema multicarrier se abrió al mercado, permitiendo a los usuarios seleccionar la compañía para realizar llamadas de larga distancia nacional e internacional. Posteriormente, en 2006, Entel se convirtió en el primer operador de Latinoamérica en lanzar comercialmente una red de telefonía móvil 3G.

Para el año 2010, Entel había consolidado su presencia con cinco data centers en Chile, destacando el centro Ciudad de los Valles, medido según el estándar internacional Power User Effectiveness (PUE), situándolo entre los data centers más eficientes globalmente, con 8.500 metros cuadrados de salas TI y cerca de 25.000 servidores.

En 2014, Entel amplió sus operaciones al mercado peruano. Dos años después, en 2016, la compañía logró ser parte del Dow Jones Sustainability Index Chile, demostrando su compromiso con la sostenibilidad.

Finalmente, en 2022, Entel alcanzó nuevos logros al convertirse en la primera empresa en completar la primera etapa de despliegue de la red 5G en Chile. Además, marcó un hito al realizar la venta de cuatro de sus data centers (tres en Chile y uno en Perú) a la multinacional norteamericana Equinix, consolidando su posición como un referente en el ámbito de las telecomunicaciones.

Riesgos del negocio

De acuerdo con la Memoria Anual Integrada de Entel correspondiente al año 2022, la compañía ha identificado diversos riesgos que requieren atención y gestión. Estos podemos clasificarlos de acuerdo con lo siguiente:

Riesgos Comunes a la Industria de Telecomunicaciones y Estrategias de Mitigación de Entel:

1. Evolución Tecnológica:

- a. Descripción: La constante evolución tecnológica exige una revisión continua de los proyectos de inversión para alinearse con las demandas cambiantes del mercado, resultado tanto de modificaciones en los patrones de consumo como de avances en formas de conectividad.
- b. Impacto: La inversión en nuevas tecnologías puede quedar obsoleta más rápido de lo previsto en la etapa inicial de inversión, lo que podría desviar las estimaciones iniciales de rentabilidad.
- c. Estrategia de Administración: Dado que este riesgo es inherente a los sectores donde opera Entel, la empresa considera crítico mantenerse a la vanguardia en el desarrollo tecnológico y gestionar activamente este riesgo tecnológico.

2. Riesgo Regulatorio:

- a. Descripción: La regulación de los servicios de telecomunicaciones en Chile se basa en la Ley General de Telecomunicaciones, sus reglamentos y normativa técnica complementaria, que establecen un régimen de Libre Competencia con concesiones otorgadas según normativas preestablecidas y objetivas.
- b. Impacto: Modificaciones en la legislación, nuevas leyes complementarias, regulaciones sectoriales adicionales o recomendaciones y obligaciones de órganos reguladores pueden influir en el desarrollo comercial de la compañía, la infraestructura y las condiciones competitivas del mercado.
- c. Estrategia de Administración: Participar activamente en la discusión legislativa, normativa sectorial y revisiones de mercado realizadas por órganos reguladores permite a Entel prepararse para nuevos escenarios sectoriales, adaptarse a la regulación, minimizar riesgos y explorar

oportunidades para mantener su posición en diversos mercados y expandir servicios.

3. Liquidez:

- a. Descripción: Entel mantiene una política de liquidez consistente con la gestión eficiente de activos y pasivos, asegurando el cumplimiento de compromisos de pago a corto y mediano plazo.
- b. Impacto: La falta de cumplimiento de compromisos de pago puede impactar negativamente en la empresa.
- c. Estrategia de Administración: Se monitorea diariamente el cobro de cuentas de clientes para detectar desviaciones en relación con el flujo de ingresos esperado. Además, la empresa gestiona activamente las cuentas por pagar a proveedores de insumos y servicios de deuda para garantizar la puntualidad en el cumplimiento de compromisos y optimizar los excedentes de efectivo.

Riesgos Propios de la Actividad de Entel y Estrategias de Mitigación:

1. Tipo de Cambio:

- a. Descripción: La mayoría de los pasivos de Entel están denominados en moneda extranjera debido a créditos bancarios y bonos emitidos en mercados internacionales de deuda. Además, algunos proveedores generan obligaciones en moneda extranjera.
- b. Impacto: Las fluctuaciones en las tasas de cambio afectan diariamente el valor de los pasivos, con un impacto económico en los estados financieros.
- c. Estrategia de Administración: Para mitigar estas volatilidades, Entel utiliza contratos de corto y largo plazo en moneda extranjera (derivados de cobertura) para inmunizar el balance ante las variaciones del tipo de cambio, eliminando así el riesgo de fluctuación.

2. Tasa de Interés:

- a. Descripción: Existe una correlación positiva entre el negocio de Entel, el ciclo económico y las tasas de interés, lo que genera una cobertura

natural entre los flujos del negocio y los gastos financieros. Sin embargo, pueden surgir desfases temporales.

- b. Impacto: La fluctuación potencial del gasto financiero se gestiona a través de una Política de Cobertura de Riesgo de Tasa de Interés, que asegura un nivel de cobertura del gasto financiero para garantizar un desempeño adecuado y predecible del negocio.
- c. Estrategia de Administración: Entel utiliza contratos de permuta financiera, como el Cross Currency Swap y FRA, para reducir la variabilidad de los intereses generados por deudas a tasa variable, como la LIBO, TAB y Cámara.

3. Riesgo de Crédito:

- a. Descripción: Este riesgo está relacionado con los saldos en bancos, instrumentos financieros, valores negociables y derivados, y se gestiona de acuerdo con políticas para mantener el capital invertido.
- b. Impacto: Las condiciones del mercado pueden dar lugar a que contrapartes financieras no cumplan con las obligaciones.
- c. Estrategia de Administración: Para reducir este riesgo, Entel ha establecido políticas que diversifican el riesgo a través de límites predefinidos según días de colocaciones, porcentaje por institución, riesgo de la institución y de los instrumentos en los que se invierte. Las cuentas por cobrar originadas en operaciones comerciales están cubiertas por políticas de deterioro. Además, Entel busca anticiparse a los futuros vencimientos y considera alternativas de mercado para asegurar las obligaciones financieras en forma oportuna.

3.1.2. Principales accionistas

Al cierre del ejercicio al 31 de diciembre de 2022, el capital social de Entel se encuentra distribuido en un total de 302.017.113 acciones de una única serie, las cuales se encuentran totalmente suscritas y pagadas por un total de 1.759 accionistas.

El grupo Almendral S.A., a través de su vehículo Almendral Telecomunicaciones S.A., mantiene el control de Entel a través de su filial Inversiones Altel Ltda.

A continuación, en el cuadro 4, se presentan los 12 principales accionistas de Entel S.A., el número de acciones en posesión de cada uno y su porcentaje de participación:

Cuadro 4. Principales accionistas de Entel.

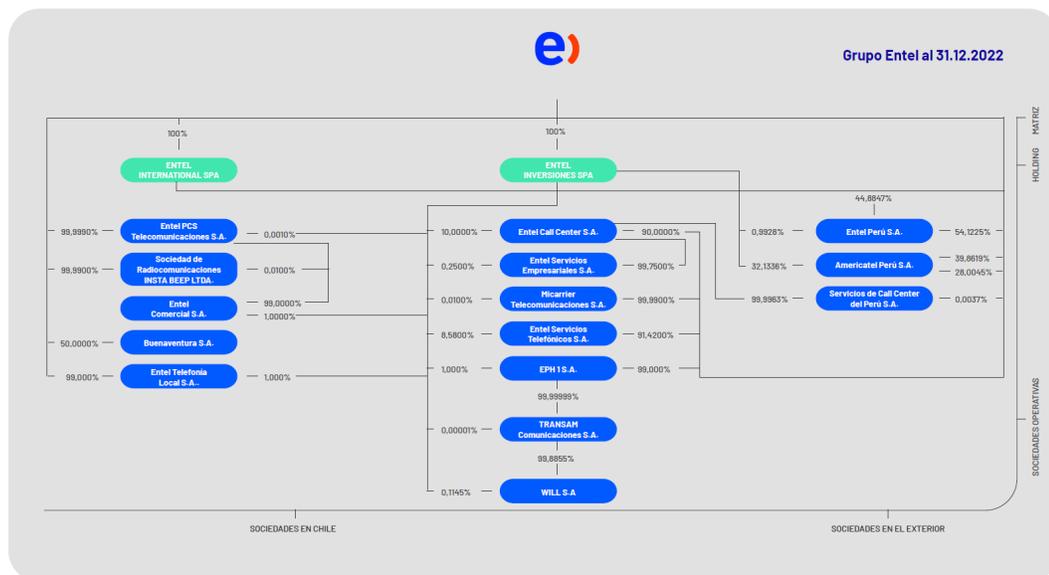
RUT	Nombre	N° Acciones	Porcentaje de la Propiedad
76.242.520-3	Inv. Altel Ltda.	165.674.102	54,86%
98.000.100-8	AFP Habitat S.A.	15.611.766	5,17%
97.004.000-5	Banco de Chile por cuenta de State Street	14.321.371	4,74%
76.265.736-8	AFP Provida S.A.	11.295.633	3,74%
97.004.000-5	Banco de Chile por cuenta de Citi Na New York Clie	10.745.082	3,56%
98.000.000-1	AFP Capital S.A.	7.937.103	2,63%
97.036.000-K	Banco Santander por cuenta de Inv. Extranjeros	7.831.928	2,59%
96.571.220-8	Banchile Corredores de Bolsa S.A.	6.588.646	2,18%
97.004.000-5	Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	4.558.070	1,51%
80.537.000-9	Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	4.503.671	1,49%
98.001.200-K	AFP Plan Vital S.A.	3.073.007	1,02%
76.762.250-3	AFP Modelo S.A.	2.853.131	0,94%
	Otros	47.023.603	15,57%
	Total	302.017.113	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Anual Integrada Entel 2022

3.1.3. Filiales

A continuación, en la figura 1, se presenta gráficamente la estructura corporativa de la compañía, luego de lo cual se presenta en el cuadro 5 el detalle de las participaciones directas e indirectas que tiene Entel en cada una de ellas:

Figura 1. Estructura corporativa de Entel.



Fuente: Memoria Anual Integrada Entel 2022

Cuadro 5. Filiales de Entel y participación de la compañía en ellas.

RUT	Nombre Sociedad	País de origen	Porcentaje de participación		
			Directo	Indirecto	Total
96.806.980-2	Entel PCS Telecomunicaciones S.A.	Chile	100,00%	0,00%	100,00%
76.479.460-5	Entel Comercial S.A.	Chile	-	100,00%	100,00%
96.561.790-6	Entel Inversiones SpA.	Chile	99,99%	0,01%	100,00%
96.554.040-7	Entel Servicios Telefónicos S.A.	Chile	91,42%	8,58%	100,00%
96.563.370-K	Entel Call Center S.A.	Chile	90,00%	10,00%	100,00%
96.697.410-9	Entel Telefonía Local S.A.	Chile	99,00%	1,00%	100,00%
77.088.124-2	EPH1 S.A.	Chile	99,00%	1,00%	100,00%
96.548.490-6	Micarrier Telecomunicaciones S.A.	Chile	99,99%	0,01%	100,00%
96.672.640-7	Entel Servicios Empresariales S.A.	Chile	-	100,00%	100,00%
79.637.040-8	Soc. de Telecomunicaciones Instabeep Ltda.	Chile	99,99%	0,01%	100,00%
96.652.650-5	Transam Comunicaciones S.A.	Chile	-	100,00%	100,00%
96.833.480-8	Will S.A.	Chile	-	100,00%	100,00%
76.942.869-0	Entel Internacional SpA.	Chile	100,00%	-	100,00%
0-E	Americatel Perú S.A.	Perú	28,01%	72,00%	100,00%
0-E	Servicios de Call Center del Perú S.A.	Perú	0,00%	100,00%	100,00%
0-E	Entel del Perú S.A.	Perú	54,12%	45,88%	100,00%

Fuente: Memoria Anual Integrada Entel 2022

A continuación, se presenta el cuadro 6, que contiene más detalle de las operaciones de cada filial:

Cuadro 6. Detalle de la operación de las Filiales de Entel.

Razón Social	Operaciones
Entel PCS Telecomunicaciones S.A. y Filiales	Se dedica al estudio, construcción y operación de un sistema para ofrecer servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo transmisión, conmutación, comunicación, medición, facturación y cobranzas. Además, se involucra en la importación, exportación, comercialización y arrendamiento de equipos necesarios para estos servicios. Su alcance abarca actividades generales relacionadas con las telecomunicaciones móviles y la celebración de contratos para su prestación.
Entel Telefonía Local S.A.	Tiene como objetivo principal satisfacer las necesidades de comunicación telefónica, multimedia e infraestructura para usuarios de alto consumo. Además, se enfoca en la comercialización y representación de equipos, así como cualquier negocio vinculado con las telecomunicaciones.
EPH1 S.A. y Filiales	Busca satisfacer las demandas de comunicación telefónica, multimedia e infraestructura para usuarios de alto consumo, así como participar en la comercialización y representación de equipos y cualquier negocio asociado con las telecomunicaciones.
Entel Servicios Telefónicos o Entelfónica S.A.	Tiene como objetivo principal ofrecer servicios de telecomunicaciones, así como participar en la comercialización, distribución y representación de equipos, abarcando cualquier actividad vinculada con las telecomunicaciones.
ENTEL Call Center S.A. y filiales	Se dedica al desarrollo, instalación, operación y explotación de plataformas de medios de telecomunicaciones, tanto propias como de terceros, a nivel nacional e internacional. Además, abarca la prestación de servicios mediante equipos o instalaciones de telecomunicaciones, gestionados por operadoras o de manera automática.
Micarrier Telecomunicaciones S.A. o Micarrier S.A.	Su objetivo es instalar, operar, explotar y prestar servicios de telecomunicaciones públicos y privados, en el país y en el extranjero, directamente o por intermedio de otras personas.
ENTEL Internacional S.p.A.	Se enfoca en realizar operaciones de comercio exterior en moneda extranjera, prestar diversos servicios hacia el extranjero y llevar a cabo inversiones en el ámbito internacional.
ENTEL Inversiones S.p.A.	Busca realizar inversiones estratégicas alineadas con los objetivos corporativos, ya sea vinculadas o no al negocio de las telecomunicaciones.
ENTEL Perú S.A.	Se dedica a prestar servicios finales y de valor añadido en el ámbito de las telecomunicaciones, abarcando servicios troncalizados, de búsqueda de personas unidireccional y bidireccional, transmisión, almacenamiento y procesamiento de datos, conforme a la legislación peruana. Además, realiza actividades vinculadas a la adquisición, instalación, venta y mantenimiento de equipos de telecomunicaciones y la provisión de servicios relacionados.

Sociedad de Telecomunicaciones Instabeep Ltda.	Se dedica a realizar negocios vinculados con la ingeniería eléctrica y electrónica, con énfasis en el establecimiento, operación y explotación de servicios de comunicaciones, así como cualquier otra actividad relacionada acordada por los socios.
--	---

Fuente: Elaboración Memoria Anual Integrada Entel 2022

3.2. Descripción de la industria

3.2.1. Estado actual

En el contexto actual de la industria de las telecomunicaciones, en Chile y Perú se ofrecen tres principales categorías de servicios: Internet, Telefonía y Televisión de pago. Tanto Internet como telefonía se subdividen en segmentos fijos y móviles.

En ambos países la tendencia predominante en el ámbito de la telefonía es el uso de líneas móviles. En el año 2022, en Chile, la proporción era de aproximadamente de 133 líneas móviles por cada 100 habitantes, en comparación con solo 11 líneas fijas por cada 100 habitantes. Por otro lado, en Perú, el número de líneas móviles promediaba alrededor de 124 por cada 100 habitantes, mientras que las líneas fijas eran un total de 5 por cada 100 habitantes.

Tanto Chile como Perú cuentan con diversos operadores de servicios de telecomunicaciones, lo que fomenta la competencia y tiene como consecuencia una mejora en la oferta y calidad de los servicios para los consumidores. Comparando los cuadros 7 y 8 a continuación, se observa que, en los sectores de telefonía e internet, Entel tiene mayor penetración de mercado en Chile que en Perú.

Cuadro 7. Detalle de la distribución de mercado de Perú.

	Telefonía		Internet		TV Pago
	Móvil	Fija	Móvil	Fija	
Movistar	30,05%	58,20%	24,00%	51,90%	54,90%
Claro	29,74%	32,60%	40,00%	25,90%	11,20%
Entel	23,04%	3,50%	18,00%	2,70%	
Bitel	16,70%		18,00%		
Win				8,90%	
Wow				4,30%	
Directv					18,40%
Otros	0,45%	5,80%		6,30%	15,50%

Fuente: Elaboración propia en base a Memoria Osiptel 2022

Cuadro 8. Detalle de la distribución de mercado de Chile.

	Telefonía		Internet		TV Pago
	Móvil	Fija	Móvil	Fija	
Movistar	25,70%	35,60%	21,20%	31,10%	20,70%
VTR	0,90%	21,34%	1,20%	25,20%	28,30%
Claro	18,20%	7,27%	16,90%	7,70%	9,60%
Grupo GTD		14,17%		7,50%	1,07%
Mundo				16,90%	11,00%
Entel	32,90%	19,03%	34,70%	6,90%	3,57%
Virgin	0,30%		0,60%		
WOM	21,60%		25,40%		
Directv					19,90%
Otros	0,30%	2,60%	0,30%	4,70%	5,86%

Fuente: Elaboración propia en base a Estadísticas históricas Subtel

Las estadísticas de Chile muestran que en lo que respecta a los accesos a Internet en los últimos 12 meses hasta junio 2023, la conexión a internet fija experimentó un crecimiento de 0,8%, mientras que, en el mismo periodo, el acceso a Internet fija a través de fibra óptica registra un crecimiento de 13,3%. Las conexiones mediante fibra óptica equivalen a un 68,9% del total de conexiones fijas, consolidándose como la tecnología dominante en el ámbito de Internet fija. A junio de 2023, un 62,6% de los hogares tiene Internet fija¹.

En cuanto al tráfico de datos de Internet, durante el primer semestre de 2023 el tráfico acumulado en conexiones fijas alcanzó un total de 14,57 ExaBytes, lo que representa un incremento anual de 24,2%. Durante el mismo periodo, el tráfico acumulado en conexiones móviles llegó a 2,91 ExaBytes, lo que equivale a un aumento anual de 27,4%.

En el ámbito de la telefonía, el tráfico de voz acumulado durante el primer semestre de 2023, en conexiones fijas y móviles, presentó una disminución del 12,2% en comparación con el mismo periodo del año anterior.

En cuanto a la telefonía, en términos de líneas y abonados, los abonados móviles (servicio de voz) a junio de 2023 ascienden a 131,7 abonados por cada 100 habitantes, con un total de 26,3 millones de abonados. Las líneas fijas totales (servicio de voz) han

¹ Porcentaje de conexiones de internet fija residencial calculado sobre una proyección de hogares del Censo 2017 a junio 2023.

experimentado una disminución del 13,1% en los últimos 12 meses, mientras que las líneas fijas residenciales cayeron en un 18,3% en el mismo período. Actualmente, existen más líneas de telefonía fija de tipo comercial que residencial.

Respecto a la televisión de pago, la penetración de hogares alcanzó un 49,8% en junio de 2023, aunque el número de suscriptores ha disminuido en un 5,5% en los últimos 12 meses².

3.2.2. Regulación y fiscalización

En Chile, la industria de las telecomunicaciones se rige principalmente por la Ley General de Telecomunicaciones (Ley 18.168) y sus normas complementarias, donde se establece un régimen de acceso abierto y equitativo a las telecomunicaciones.

La Subsecretaría de Telecomunicaciones (Subtel), organismo que depende del Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones, es responsable de aplicar la Ley 18.168, y la encargada de coordinar, promover, fomentar y desarrollar las telecomunicaciones en el país. Entre sus principales funciones están proponer políticas nacionales en materias de telecomunicaciones, ejercer la dirección y control de su puesta en práctica, y supervisar a las empresas que prestan servicios de telecomunicaciones, velando por el cumplimiento de las leyes, reglamentos y normativas aplicables.

Entel es una empresa listada en bolsa, por lo que está sujeta a las regulaciones de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). La CMF es un servicio público de carácter técnico, cuya principal función es velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero. La empresa debe presentar informes financieros trimestrales y anuales auditados, deben comunicar cualquier información relevante que afecte a la empresa, y entregar información de gobierno corporativo, entre otras.

En Perú, el Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones (MTC) es el órgano rector del sector, y el Organismo Supervisor de la Inversión Privada en Telecomunicaciones

² Porcentaje de hogares con televisión de pago calculado sobre una proyección de hogares del Censo 2017 a junio 2023.

(OSIPTEL) el regulador. Las principales normas que rigen el sector son la Ley de Telecomunicaciones y su reglamentación, la Ley Marco de Organismos Regulatorios, la Ley de Desarrollo de las Funciones y Facultades de Osiptel, Lineamientos de Política de Apertura del Mercado y los Lineamientos de Consolidación de la Competencia y Expansión de Infraestructura.

Este marco normativo establece las competencias de las autoridades sectoriales, establece pautas generales y políticas para la concesión de servicios regulando el acceso al mercado, la asignación de recursos limitados como el espectro radioeléctrico y la numeración, la promoción del acceso universal, la interconexión entre los servicios proporcionados por diversas empresas, la promoción de una competencia justa y la libertad en la fijación de tarifas, entre otras.

3.2.3. Empresas comparables

Como comparables se seleccionaron empresas que pertenecen a la misma industria y que cotizan en bolsa, de manera de poder acceder a información pública.

En Chile, los principales competidores de Entel en el segmento de internet móvil son Movistar, Claro y Wom, mientras que el segmento de Internet fijo son Movistar, VTR, Mundo y Claro. En telefonía móvil los competidores son Movistar, Claro y WOM, en telefonía fija son Telefónica, GTD, VTR y Claro, mientras que en televisión pagada VTR, Movistar, Claro y Directv. Por lo tanto, las empresas con más similitudes a Entel son Claro, VTR y Movistar.

Al igual que en Chile, en Perú, Entel compite con Claro y Movistar.

Claro no cotiza en bolsa, pero sí la que fue su matriz consolidada hasta 2022, América Móvil, una empresa de telecomunicaciones que presta servicios de voz, datos, banda ancha y televisión de pago.

Adicionalmente se consideró como empresa comparable Tim Brasil, una compañía de telecomunicaciones que opera en Brasil y ofrece servicios móviles y de banda ancha.

Sin embargo, Movistar no fue seleccionada como comparable. Movistar es la marca comercial que tiene los productos de Telefónica Móviles Chile S.A y los de Telefónica Chile S.A., ambos pertenecientes al Grupo Telefónica.

Las acciones de Telefónica Chile S.A. se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago con el código nemotécnico “CTC”. La empresa presta servicios de telefonía fija y banda ancha, y servicios de televisión y videos, pero no cuenta con servicios de telefonía móvil.

El accionista mayoritario de Telefónica Chile S.A. es Telefónica Móviles Chile S.A., empresa que presta servicios de telefonía, sin embargo, no es una sociedad abierta a la bolsa. Por los motivos anteriormente descritos no se seleccionó a Movistar y Telefónica Chile como empresas comparables, en su lugar, se analizó la matriz del grupo telefónica, es decir, Telefónica S.A, que opera en Europa y América Latina.

A continuación, en el cuadro 9, se presentan información de los antecedentes generales de la empresa América Móvil y en el cuadro 10 los datos de sus ingresos del año 2022:

Cuadro 9. Antecedentes de América Móvil, S.A.B de C.V.

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	BMV: AMXB NYSE: AMX
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa Mexicana de Valores (BMV) Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)
Descripción de la empresa (profile)	Sociedad anónima bursátil de capital variable constituida de conformidad con las leyes de México. Ofrece una amplia gama de servicios de telecomunicaciones, que incluyen telefonía fija y móvil, internet, televisión de pago, servicios de IT. La principales marcas bajo las que opera son Claro, Telcel, Telmex y A1.
Rubros y países donde opera	Telecomunicaciones y servicios de IT en 22 países y ocupa una posición y liderazgo en América Latina. Opera en México, Brasil, Colombia, Cono Sur (Argentina, Paraguay, Uruguay), Región Andina (Ecuador y Perú), Centroamérica (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua), Caribe (República Dominicana y Puerto Rico), Europa (Austria, Bielorrusia, Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Macedonia del Norte y Serbia). Hasta 2022 en Chile operaba a través de Claro
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings: AAA

Fuente: Elaboración propia en base a sitio web corporativo a América Móvil

Cuadro 10. Ingresos de América Móvil, S.A.B de C.V.

Países donde opera	Ingresos (en millones de MXN)	%
México	345.884	39,39%
Brasil	170.880	19,46%
Colombia	71.300	8,12%
Cono Sur	38.725	4,41%
Región Andina	55.498	6,32%
Centroamérica	47.215	5,38%
Caribe	42.714	4,86%
Europa	105.956	12,07%
Total	878.172	100,00%

Fuente: Reporte Anual 2022

Sin incluir las eliminaciones de ingresos intercompañías, los ingresos equivalen a MXN 878.172 millones. Considerando las eliminaciones, los ingresos son MXN 884.501 millones y el EBITDA de 2022 fue MXN 329.505 millones.

En el cuadro 11 a continuación se observan los antecedentes generales de Telefónica y en el cuadro 12 se presentan los ingresos por país y rubro donde la compañía opera.

Cuadro 11. Antecedentes de Telefónica S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	BME: TEF.MC
	NYSE: TEF
	BVL: TEF
Mercado donde transa sus acciones	Bolsas Españolas (BME): Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao
	Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)
	Bolsa de Valores de Lima (BVL)
Descripción de la empresa (profile)	Empresa multinacional de telecomunicaciones. Telefónica es la marca institucional y lidera las comunicaciones corporativas e institucionales a nivel global. Para la comercialización de sus productos y servicios Telefónica tiene tres marcas comerciales: Movistar para España e Hispanoamérica, O2 en Europa y Vivo en Brasil.
Rubros y países donde opera	Rubro: prestación de servicios de telecomunicaciones como tráfico, cuotas de conexión, cuotas periódicas por la utilización de la red, interconexión, alquiler de redes y equipos, venta de equipos y terminales, televisión de pago y los servicios de valor añadido o el mantenimiento. Opera en Europa en países como España, Alemania y en América Latina en Argentina, Chile, Perú, Colombia, México, Venezuela, Ecuador, Brasil y Uruguay.
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings: BBB Moody's: Baa3 S&P: BBB-

Fuente: Elaboración propia en base a sitio web corporativo

Cuadro 12. Ingresos de Telefónica S.A.

Países y rubros donde opera Para el año 2022		Ingresos (en Millones de euros)	% por país	% por Rubro por país
España	Fijo			
	Móvil			
	Otros y elimns			
	Total	12.497	31,25%	100,00%
Alemania	Fijo	806		9,80%
	Móvil	7.394		89,91%
	Otros y elimns	24		0,29%
	Total	8.224	20,56%	99,71%
Brasil	Fijo	2.764		31,16%
	Móvil	6.106		68,84%
	Otros y elimns			
	Total	8.870	22,18%	100,00%
Hispanoamérica	Fijo	3.138		34,33%
	Móvil	6.003		65,67%
	Otros y elimns			
	Total	9.141	22,86%	100,00%
Otros y eliminaciones entre segmentos	Fijo			
	Móvil			
	Otros y elimns	1.261		100,00%
	Total	1.261	3,15%	100,00%
Total		39.993	100,00%	

Fuente: Elaboración propia en base a sitio web corporativo

El EBITDA 2022 de Telefónica S.A. fue de 12.434 millones de euros.

En el cuadro 13 se presentan antecedentes de Tim S.A., y en el cuadro 14 sus ingresos separados por servicio.

Cuadro 13. Antecedentes de Tim S.A.

Antecedentes	
Ticker o Nemo-técnico	B3: TIMS3.A NYSE: TIMB
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de valores de Sao Paulo (B3) Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)
Descripción de la empresa (profile)	Proveedor brasileño de Telecomunicaciones que presta servicios de telefonía móvil y fija e internet y plataformas digitales. Fue la primera compañía que estuvo presente en todos los estados brasileños y fue pionera en la activación de redes 5G.
Rubros y países donde opera	Telecomunicaciones. Brasil
Clasificación de riesgo	Fitch ratings: AAA

Fuente: Elaboración propia en base a sitio web corporativo de Tim S.A.

Cuadro 14. Ingresos de Tim S.A.

Ingresos para el año 2022	Ingresos (en MM R\$)	%
Ingresos por servicios móviles	26.499	89,18%
Ingresos por servicios fijos	1.896	6,38%
Bienes vendidos	1.318	4,44%
Total	29.713	100,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Earnings Release 4thQTR2022

El EBITDA total de la compañía de 2022 fue de MM R\$ 10.213.

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

4.1. Deuda financiera

Entel reconoce como pasivos financieros los préstamos que devengan intereses (créditos bancarios), obligaciones con tenedores de bonos (saldos de capital vigentes), uso de líneas bancarias de sobregiro, e instrumentos financieros derivados.

La compañía cuenta con instrumentos derivados, utilizados para cubrir su exposición en moneda extranjera y ciertas tasas de interés.

Las notas de los estados financieros indican que las cuentas por pagar no devengan intereses debido a que sus plazos de pago se encuentran acorde a al mercado, por lo que no están incluidos bajo el concepto de deuda financiera.

El peso chileno es la moneda funcional de presentación de la empresa, por lo que para la conversión de los valores de pesos chilenos a Unidades de Fomento (UF), se utilizó el valor al cierre de cada período.

A continuación, en el cuadro 15, se presenta el detalle de la composición de la deuda financiera de Entel:

Cuadro 15. Estructura de deuda financiera.

En miles de UF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-23
Total corriente	746	771	748	6.208	7.711	7.912
Préstamos que Devengan Intereses	29	18	22	1.542	2.567	3.222
Obligaciones con tenedores de Bonos	625	688	641	4.624	4.112	3.754
Derivados - Cobertura	92	65	85	43	1.031	936
Total no corriente	65.094	69.552	63.861	62.452	55.419	51.659
Préstamos que Devengan Intereses	12.961	6.028	3.792	3.131	2.783	1.707
Obligaciones con tenedores de Bonos	51.958	63.457	59.855	59.321	51.225	48.099
Derivados - Cobertura	175	67	214	-	1.411	1.853
Total	65.840	70.322	64.609	68.661	63.129	59.572

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales Entel 2018-2022

En el año 2020 la deuda financiera presentó una disminución de 8,1%, lo cual se debe principalmente a una caída en el tipo de cambio CLP/US\$ de 5,1%, teniendo un impacto en la deuda denominada en dólares. Adicionalmente, se realizó prepagos parciales de créditos locales.

Durante el año 2021, la deuda financiera aumentó respecto del año 2020, principalmente por pagos extraordinarios relacionados al licenciamiento 5G y dividendos.

4.2. Patrimonio económico

El patrimonio económico presentado en el cuadro 16 a continuación, fue calculado utilizando el precio de la acción de Entel y el número de acciones suscritas y pagadas al cierre de cada período entre diciembre de 2018 y junio de 2023.

Cuadro 16. Patrimonio económico de Entel.

	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-23
Número de acciones	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Precio de la acción (en \$)	5.382	5.348	4.409	2.879	2.930	3.225
Valor UF	27.565,79	28.309,94	29.070,33	30.991,74	35.110,98	36.089,48
Precio de la acción (en UF)	0,20	0,19	0,15	0,09	0,08	0,09
Total (en MUF)	58.966	57.054	45.806	28.056	25.203	26.989

Fuente: Elaboración propia en base a (1) Memorias Anuales Entel 2018-2022; (2) www.investing.com

En el período de estudio, el número de acciones permaneció constante, ya que Entel no realizó aumentos de capital mediante la emisión de acciones. La variación en el valor del patrimonio bursátil se explica por el cambio en el precio de la acción.

El valor total del patrimonio económico de la compañía, expresado en miles de Unidades de Fomento (MUF), ha mostrado una disminución significativa durante el período de estudio. Comenzando en 58.962 MUF en diciembre de 2018, ha disminuido a 25.203 MUF en diciembre de 2022, antes de aumentar ligeramente a 26.990 MUF en junio de 2023.

4.3. Valor económico

En el cuadro 17 a continuación, se presenta el valor económico de Entel, el cual fue calculado tomando como base la deuda financiera y el patrimonio económico de la compañía.

Cuadro 17. Valor económico de Entel.

En MUF	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Jun-23
Valor deuda financiera (B)	65.840	70.322	64.609	68.661	63.129	59.572
Patrimonio económico (P)	58.966	57.054	45.806	28.056	25.203	26.989
Valor económico (V)	124.806	127.376	110.415	96.717	88.332	86.560

Fuente: Elaboración propia en base a Memorias Anuales Entel 2018-2022.

El valor económico de Entel se calcula como la suma del valor de la deuda financiera (B) y el patrimonio económico (P). Este valor ha experimentado variaciones significativas a lo largo del período. Comenzando en 124.806 MUF en diciembre de 2018, se mantuvo relativamente estable hasta diciembre de 2020. Sin embargo, ha disminuido desde entonces, alcanzando 88.332 MUF en diciembre de 2022. A pesar de la ligera recuperación en junio de 2023 a 86.560 MUF, se ha observado una tendencia a la disminución en el valor económico, ocasionada principalmente por la caída en el valor del patrimonio económico.

4.4. Estructura de capital histórica y objetivo

Cuadro 18. Estructura de capital histórica y objetivo de Entel.

En %	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	E.C. Histórica Promedio 2018-2022	E.C. Histórica Promedio 2021-2022	E.C. Objetivo Promedio 2018-2022
B/V	52,75 %	55,21 %	58,51 %	70,99 %	71,47 %	61,79%	71,23%	61,79%
P/V	47,25 %	44,79 %	41,49 %	29,01 %	28,53 %	38,21%	28,77%	38,21%
B/P	1,12	1,23	1,41	2,45	2,50	1,74	2,48	1,74

Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en el cuadro 18, la estructura de capital de Entel S.A tiene dos tendencias, en el período comprendido entre los años 2018 y 2019, el porcentaje de deuda era menor a un 60% del valor de la empresa, mientras que, en los años 2021 y 2022, la deuda financiera es cercana a un 71% del valor de la empresa.

A continuación, se presenta una breve explicación de cada ratio calculado:

- **B/V (Deuda Financiera/Valor Económico):** La proporción de deuda financiera en relación con el valor económico ha aumentado de manera constante durante el período, partiendo de un 52,75% en diciembre de 2018 y alcanzando un 71,47% en diciembre de 2022. Esto se debe principalmente a la caída en el

valor económico de la empresa, provocada por la caída en el precio de su acción. El promedio anual de la estructura de capital histórica entre 2018 y 2022 es del 61,79%, mientras que el promedio entre 2021 y 2022 es ligeramente superior, situándose en el 71,23%. Este aumento en el promedio refleja la tendencia al alza en la utilización de la deuda financiera como fuente de financiamiento.

- **P/V (Patrimonio Económico/Valor Económico):** La proporción del patrimonio económico en relación con el valor económico ha mostrado una tendencia decreciente, debido a la caída en el valor de la acción de la compañía. El promedio anual histórico del patrimonio económico sobre el valor económico de la empresa entre 2018 y 2022 es del 38,21%, mientras que el promedio entre 2021 y 2022 es del 28,77%. Esta disminución en el promedio refleja la creciente importancia de la deuda financiera en la estructura de capital de la empresa en los últimos años.
- **B/P (Deuda Financiera/Valor del Patrimonio Económico):** La relación entre la deuda financiera y el valor del patrimonio económico ha experimentado un aumento significativo. Comenzando en 111,66% en diciembre de 2018, ha aumentado a 250,48% en diciembre de 2022. Esto indica que la deuda financiera representa una proporción considerablemente mayor en relación con el patrimonio económico.

Como estructura de capital objetivo hemos considerado la presentada como promedio de los años 2018 y 2022, debido a que se espera que para los próximos 5 años esta se mantenga estable, ya que de los bonos emitidos por la compañía que se encuentran vigentes, el 90% tiene un vencimiento posterior al período que será considerado como proyección, que contemplará los períodos 2023 a 2027, adicionalmente como la caída en el valor de la empresa en los años 2021 y 2022 esta influenciada por la caída en el precio de la acción, para aislar este efecto se utilizó un promedio de 5 años.

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

5.1. Costo de la deuda

Para estimar el costo de la deuda, se tomó como referencia el bono emitido por la compañía en el año 2019, el cual, en su Serie Q, tiene un plazo a 20 años, y una tasa de colocación UF+1,34%. Este es el bono vigente de más larga duración, el cual realizará amortizaciones semestrales iguales con 13 años de gracia.

El costo de la deuda de dicho bono es de UF+2,9%, que corresponde a la tasa de rendimiento a la madurez al 30 de junio de 2023. Por tanto, esta corresponderá la tasa que se utilizará en adelante como costo de deuda.

Sin embargo, es fundamental tener en cuenta que la industria de las telecomunicaciones, en la cual se encuentra inmersa Entel, no se caracteriza por su estabilidad debido a la creciente frecuencia de los avances tecnológicos. Estos cambios constantes obligan a las empresas del sector a actualizar continuamente sus procesos, servicios y productos, lo que puede generar una volatilidad significativa en su operación y estrategia empresarial.

Esta dinámica obliga a las compañías a mantener una flexibilidad considerable en su estructura financiera, dado que las inversiones en nuevas tecnologías y la adaptación a las tendencias emergentes suelen requerir recursos sustanciales en plazos relativamente cortos. Además, la competencia intensiva en el sector de las telecomunicaciones impulsa a las empresas a innovar y mejorar sus ofertas continuamente, lo que a su vez demanda un enfoque financiero ágil y adaptable.

En este contexto, las empresas de telecomunicaciones tienden a optar por formas de financiamiento a corto plazo para mantener la capacidad de reacción rápida ante los cambios del mercado y las exigencias tecnológicas. Por lo tanto, al evaluar el costo de deuda de Entel, resulta más prudente considerar un enfoque a corto plazo. Un análisis enfocado en el largo plazo podría no reflejar adecuadamente las necesidades y circunstancias actuales de la empresa, dado el entorno altamente dinámico y competitivo en el que opera.

5.2. Beta de la deuda

El Beta de la deuda se calculó utilizando el modelo CAPM:

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

Donde K_b es el costo de la deuda, r_f es la tasa libre de riesgo, β_d es el beta de la deuda, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

El premio por riesgo de mercado para Chile utilizado es 6,76% para junio 2023 y como tasa libre de riesgo 1,78%, que equivale al promedio de 36 meses de bonos en UF a 20 años emitidos por el Banco Central de Chile. Se consideraron 20 años para que coincida con el plazo del bono seleccionado.

De esta manera, el beta de la deuda es el siguiente:

$$\beta_d = \frac{K_b - R_f}{PRM} = \frac{2,90\% - 1,78\%}{6,76\%}$$

$$\beta_d = 0,17$$

5.3. Estimación del beta patrimonial

El beta patrimonial se estimó por medio del modelo de mercado, a través de una regresión lineal de mínimos cuadrados ordinarios (OLS), utilizando los retornos semanales de la acción y el índice accionario IGPA para el período comprendido entre el 1 de enero de 2018 al 30 de junio de 2023. Los resultados de la estimación se muestran en el cuadro 19 que se presenta a continuación:

Cuadro 19. Datos de la estimación del beta.

	Jun-23
Beta de la acción (OLS)	1,06
Beta de la acción (ajustado)	1,04
P-value	0,00
Nº observaciones	286
R ²	0,42
Presencia bursátil	100%

Fuente: Elaboración propia.

El coeficiente beta, que representa la sensibilidad de la acción de Entel en relación con los movimientos del índice IGPA, se ha estimado en 1,06. Este valor sugiere que, en promedio, la acción de Entel exhibe una respuesta del 106% a los cambios en el índice de referencia.

El beta patrimonial se ajustó a través de la fórmula propuesta por Bloomberg sobre la base del hallazgo de Blume (1975):

$$\beta_{ajustado} = 0,33 + 0,67 \cdot \beta_{OLS}$$

$$\beta_{ajustado} = 0,33 + 0,67 \cdot 1,06$$

$$\beta_{ajustado} = 1,04$$

Respecto del valor p asociado al coeficiente beta es cercano a cero ($p = 0,00$), indicando una significativa evidencia en contra de la hipótesis nula de que el coeficiente beta es igual a cero. En términos prácticos, esto respalda la existencia de una relación estadísticamente significativa entre los retornos de la acción de Entel y las variaciones en el índice IGPA.

Se han considerado un total de 286 observaciones para llevar a cabo este análisis. La robustez de los resultados se respalda mediante una muestra sustancial que proporciona una base estadística sólida para las conclusiones derivadas.

El coeficiente de determinación, que mide la proporción de la variabilidad de los retornos de la acción de Entel explicada por las variaciones en el índice IGPA, se ha estimado en 0,42. Este valor indica que aproximadamente el 42% de la variabilidad en los retornos de la acción puede ser explicada por las fluctuaciones en el índice de referencia.

La presencia bursátil registrada por las acciones de Entel S.A. durante los años 2018 y 2022 alcanzó al 100%, calculada de acuerdo con la Norma de Carácter General N° 327 del 17/01/2012, de la Comisión para el Mercado Financiero. Considera las transacciones efectuadas en la Bolsa de Santiago, Bolsa Electrónica (Entel, 2021 y Entel, 2022).

5.4. Beta patrimonial sin deuda

El Beta patrimonial sin deuda se calculó de la siguiente manera:

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

Donde: $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativa histórica, β_b es el beta de la deuda, y $\frac{B}{P}$ es la relación deuda a patrimonio, promedio histórico.

De esta manera, utilizando los resultados del cuadro 18, el beta patrimonial sin deuda es el siguiente:

$$\beta_p^{s/d} = \frac{1,04 + 0,17 \cdot (1 - 27\%) \cdot 174,23\%}{1 + (1 - 27\%) \cdot 174,23\%}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,55$$

Se optó por utilizar una tasa impositiva del 27%, que corresponde al impuesto corporativo de Chile a partir del año 2018, debido a que la deuda financiera con los tenedores de bonos está registrada en Chile.

5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo

El beta patrimonial, calculado con la estructura de capital objetivo, es el siguiente:

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

$$\beta_p^{c/d} = 0,55 [1 + (1 - 27\%) \cdot 174,23\%] - 0,17 \cdot (1 - 27\%) \cdot 174,23\%$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,04$$

5.6. Costo patrimonial

El costo patrimonial será calculado de la siguiente manera:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

Donde: K_p es el costo patrimonial, R_f es la tasa libre de riesgo, que equivale al promedio de 36 meses de bonos en UF a 30 años emitidos por el Banco Central de Chile. $\beta_p^{c/d}$ es el beta patrimonial con deuda utilizando la estructura de capital objetivo, y PRM es el premio por riesgo de mercado.

Así, el resultado es el siguiente:

$$K_p = 1,87\% + 1,04 \cdot 6,76\%$$

$$K_p = 8,91\%$$

5.7 Costo de capital

El costo de capital promedio ponderado será calculado de la siguiente manera:

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

Donde: K_0 es el costo de capital promedio ponderado, $\frac{P}{V}$ es la razón patrimonio a valor de empresa (en función de la estructura de capital objetivo), K_p es el costo patrimonial, K_b es el costo de la deuda, t_c es la tasa de impuesto corporativo de largo plazo, y $\frac{B}{V}$ es la razón de endeudamiento de la empresa (en función de la estructura de capital objetivo).

Así, el resultado es el siguiente:

$$K_0 = 8,91\% \cdot 38,21\% + 2,9\% \cdot (1 - 27\%) \cdot 61,79\%$$

$$K_0 = 4,71\%$$

6. VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

6.1. Análisis de las empresas comparables

A continuación, se presenta una descripción de las empresas comparables a Entel seleccionadas. Luego de la descripción de cada una de ellas, se presenta un cuadro con los cálculos de sus respectivos ratios o múltiplos.

Para calcular los múltiplos de la industria, se utilizaron los ingresos, EBIT y EBITDA normalizados. Esto implica excluir los ingresos no recurrentes con el objetivo de obtener una representación más transparente del comportamiento de la industria. La información se obtuvo a través de la plataforma Refinitiv Eikon.

Tim S.A.

Tim S.A., subsidiaria brasileña del Grupo Telecom Italia, destaca como una empresa líder en el sector de las telecomunicaciones y servicios móviles en Brasil. Su enfoque abarca la provisión de una amplia gama de servicios de comunicación, dirigidos tanto a clientes residenciales como empresariales en el mercado brasileño. Parte integral de su oferta son los servicios de telefonía móvil, proporcionando planes y soluciones que van desde llamadas y mensajes de texto hasta servicios de datos móviles de alta velocidad.

En el ámbito de las telecomunicaciones fijas, Tim S.A. también despliega servicios que incluyen telefonía fija, banda ancha y, potencialmente, servicios de televisión, consolidando su presencia en diferentes aspectos de la conectividad. Además, como parte del Grupo Telecom Italia, la empresa está inmersa en el desarrollo de servicios digitales innovadores, como soluciones en la nube y el Internet de las cosas (IoT), como parte de su estrategia para abordar la creciente demanda de transformación digital.

Operando principalmente en Brasil, Tim S.A. se posiciona como un actor clave en el mercado brasileño de telecomunicaciones, enfrentando desafíos competitivos comunes a la industria, como la evolución tecnológica y la adaptación a las cambiantes expectativas de los consumidores.

En el cuadro 20 a continuación, se presentan los ratios o múltiplos calculados para Tim S.A.:

Cuadro 20. Múltiplos Tim S.A.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	dic-21	dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	9,67	16,91	13,29
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	2,79	4,05	3,42
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	5,60	11,56	8,58
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	1,14	1,11	1,13
	Value to Book Ratio (VBR)	0,64	0,73	0,68
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,13	0,95	1,04
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,25	1,39	1,32

Fuente: Elaboración propia.

América Móvil S.A.B. de C.V.

América Móvil S.A.B. de C.V. se destaca como una influyente empresa de telecomunicaciones con sede en la Ciudad de México, consolidando su posición como una de las principales en América Latina y una de las más grandes del mundo en términos de suscriptores y cobertura. Fundada por Carlos Slim, la compañía desempeña un papel fundamental en la expansión y desarrollo de infraestructuras de comunicaciones en la región.

La empresa opera en diversos segmentos del mercado de telecomunicaciones, abarcando desde servicios móviles hasta telecomunicaciones fijas y servicios de datos e Internet. En el ámbito de las telecomunicaciones móviles, América Móvil ofrece una amplia gama de planes que incluyen servicios de voz, datos y mensajes de texto, consolidando su presencia como proveedor integral de conectividad.

A lo largo de los años, América Móvil ha expandido sus operaciones a numerosos países de América Latina y otras regiones, siendo una fuerza significativa en el sector. Entre los países donde tiene una presencia destacada se encuentran México, Brasil, Colombia, Argentina, Perú y varios países de América Central y del Sur, lo que le permite abordar las diversas dinámicas y demandas de los diferentes mercados.

La innovación y el desarrollo tecnológico son características distintivas de América Móvil, que se mantiene a la vanguardia mediante la implementación y mejora constante de sus redes de comunicación, incluyendo tecnologías como 4G y 5G. Esto le permite ofrecer servicios más avanzados y velocidades de conexión más rápidas,

manteniéndose competitiva en un entorno caracterizado por la evolución tecnológica rápida.

En el cuadro 21 a continuación, se presentan los ratios o múltiplos calculados para América Móvil S.A.B. de C.V.:

Cuadro 21. Múltiplos América Móvil S.A.B. de C.V.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	dic-21	dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	19,84	13,51	16,68
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	5,81	4,98	5,40
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	11,49	9,61	10,55
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	3,60	3,00	3,30
	Value to Book Ratio (VBR)	1,17	1,05	1,11
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	1,64	1,33	1,48
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	2,23	1,94	2,09

Fuente: Elaboración propia.

Telefónica S.A.

Telefónica S.A., con sede en España, es una destacada empresa multinacional de telecomunicaciones con una historia que se remonta a su fundación en 1924. Inicialmente, sus operaciones se centraban principalmente en el mercado español, pero a lo largo de los años ha experimentado un notable crecimiento y expansión a nivel internacional.

La empresa se destaca por su presencia en diversos segmentos de negocio, abarcando tanto servicios de telecomunicaciones móviles como fijas. En el ámbito de las telecomunicaciones móviles, Telefónica ofrece una gama completa de servicios que incluyen voz, datos y mensajes. Por otro lado, en el sector de las telecomunicaciones fijas, proporciona servicios que van desde telefonía fija hasta banda ancha y televisión.

Telefónica opera en múltiples países de Europa y América Latina, consolidándose como uno de los principales actores en el sector de las telecomunicaciones en dichos mercados. Su presencia abarca naciones como España, Brasil, Alemania, Reino Unido, Colombia, México, Chile y Perú, entre otros.

La innovación y la adopción de tecnologías emergentes también forman parte integral de la estrategia de Telefónica. La empresa ha estado a la vanguardia en áreas como el

desarrollo de redes 5G, la implementación de servicios en la nube y la exploración de soluciones en el ámbito del Internet de las cosas (IoT).

En el cuadro 22 a continuación, se presentan los ratios o múltiplos calculados para Telefónica S.A.:

Cuadro 22. Múltiplos Telefónica S.A.

Tipo de Múltiplo	Múltiplos	dic-21	dic-22	Promedio
De ganancia	Price-Earnings Ratio (PER)	2,67	9,58	6,12
	Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	4,72	4,49	4,61
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	14,03	15,34	14,68
De valor libro	Price to Book Equity (PBV)	0,98	0,77	0,87
	Value to Book Ratio (VBR)	0,61	0,57	0,59
De ingresos	Price to Sales Ratio (PS)	0,55	0,48	0,52
	Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,52	1,40	1,46

Fuente: Elaboración propia.

6.2. Múltiplos de la industria

A continuación, en el cuadro 23, se presenta el resumen de los múltiplos calculados para la industria, respecto de las empresas comparables seleccionadas, donde el múltiplo de cada empresa corresponde al promedio diciembre 2021- diciembre2022:

Cuadro 23. Múltiplos de la industria.

Múltiplos	Tim S.A.	America Movil S.A.B. de C.V.	Telefónica S.A.	Mediana	Media	Media armónica
Price-Earnings Ratio (PER)	13,29	16,68	6,12	13,29	12,03	10,05
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	3,42	5,40	4,61	4,61	4,47	4,32
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	8,58	10,55	14,68	10,55	11,27	10,74
Price to Book Equity (PBV)	1,13	3,30	0,87	1,13	1,77	1,28
Value to Book Ratio (VBR)	0,68	1,07	0,53	0,68	0,76	0,70
Price to Sales Ratio (PS)	1,04	1,48	0,52	1,04	1,01	0,84
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	1,32	2,09	1,46	1,46	1,62	1,56

Fuente: Elaboración propia.

El análisis de múltiplos para las empresas comparables a Entel seleccionadas, es decir, Tim S.A., América Móvil S.A.B. de C.V. y Telefónica S.A., proporciona una valiosa visión comparativa sobre la valoración relativa de estas compañías en el mercado. Estos múltiplos son herramientas clave que ofrecen indicadores sobre cómo el mercado percibe diversos aspectos financieros y operativos de estas empresas.

En términos del Price-Earnings Ratio (PER), que mide la relación entre el precio de una acción y las ganancias por acción, Telefónica S.A. destaca con el PER más bajo. Esto sugiere que el mercado valora las acciones de Telefónica con una prima menor en comparación con sus ganancias, a diferencia de lo observado en Tim S.A. y América Móvil, que presentan PER más altos.

Al considerar el Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA), que evalúa el valor de mercado de la compañía en relación con la capacidad de generar EBITDA, Tim S.A. muestra el múltiplo más bajo. Esto sugiere que su valor de mercado es relativamente bajo en comparación con su capacidad para generar EBITDA. En contraste, Telefónica S.A. y América Móvil tienen múltiplos más altos, indicando una posible valoración más elevada en función de su EBITDA.

En relación con el Price to Book Equity (PBV), que compara el precio de mercado de una acción con su valor contable, Telefónica S.A. se destaca con el PBV más bajo. Esto indica que sus acciones están valoradas más bajas en relación con su valor contable. Sin embargo, Tim S.A. y América Móvil presentan PBV más altos, sugiriendo una posible prima de valoración.

El análisis del Value to Book Ratio (VBR) refleja que Telefónica S.A. tiene el VBR más bajo, indicando una menor valoración en relación con su valor contable. Tim S.A. y América Móvil, por otro lado, tienen VBR más altos, señalando una posible sobrevaloración en relación con su valor contable.

En el contexto del Price to Sales Ratio (PS), que compara el valor de mercado del patrimonio con los ingresos de la compañía, Telefónica S.A. presenta el PS más bajo, indicando una menor valoración en relación con sus ingresos. En comparación, Tim S.A. y América Móvil tienen PS más altos.

Finalmente, el Enterprise Value to Sales Ratio (EVS), que mide el valor de mercado de la compañía en relación con los ingresos a nivel de empresa, muestra que Tim S.A. tiene el EVS más bajo. Esto indica una menor valoración en relación con sus ingresos a nivel de empresa. Telefónica S.A. y América Móvil, por otro lado, tienen EVS más altos, indicando una posible valoración más elevada en función de sus ingresos.

En resumen, el análisis de múltiplos para las comparables seleccionadas de Entel, es decir, Tim S.A., América Móvil y Telefónica, ofrece una perspectiva comparativa de la valoración relativa de estas empresas en el mercado. Telefónica destaca con múltiplos más bajos, sugiriendo posiblemente una valoración más atractiva en relación con ganancias, EBITDA y EBIT. Por otro lado, Tim S.A. y América Móvil exhiben, en general, múltiplos más altos, indicando una posible percepción de mayor valor por parte del mercado.

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

A continuación, en el cuadro 24, se presentan los indicadores de Entel, los cuales serán utilizados para aplicar los múltiplos calculados de las empresas comparables seleccionadas:

Cuadro 24. Indicadores de Entel.

Indicador financiero (MMCLP)	jun-23
Resultado por acción (CLP)	335
EBITDA	678.885
EBIT	184.285
Valor libro patrimonio	1.529.804
Valor libro empresa	5.363.721
Ingresos	2.463.646
Ingresos por acción (CLP)	8.157
Valor deuda	2.149.911
Caja y equivalentes	85.735
Cantidad acciones	302.017.113

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 25 a continuación, se presentan los precios de la acción de Entel, calculados en base a la media armónica de los múltiplos de sus empresas comparables, y a los indicadores de la compañía, expuestos en el cuadro 24 anterior:

Cuadro 25. Valoración por múltiplos de Entel.

Múltiplos	Valor empresa (MMCLP)	Patrimonio (MMCLP)	Precio acción (CLP)
Price-Earnings Ratio (PER)			\$3.367
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	\$2.930.737	\$866.562	\$2.869
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	\$1.978.585	-\$85.591	-\$283
Price to Book Equity (PBV)		\$1.963.660	\$6.502
Value to Book Ratio (VBR)	\$3.753.474	\$1.689.298	\$5.593
Price to Sales Ratio (PS)		\$2.070.495	\$6.856
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	\$3.845.751	\$1.781.575	\$5.899

Fuente: Elaboración propia.

De los resultados del cuadro 25, se observa que existe una gran dispersión en el precio de la acción calculado en base a los distintos múltiplos, los resultados varían entre -\$283 y \$6.856.

Los múltiplos más utilizados en la industria de las telecomunicaciones son el Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) y el Enterprise Value to Sales Ratio (EVS), por lo que son estos los que han sido considerados para calcular el precio de la acción de Entel al 30 de junio de 2023, por el método de los múltiplos de empresas comparables. En el cuadro 26 se muestra el precio de la acción calculada mediante esta metodología.

Cuadro 26. Valoración por múltiplos de Entel.

Múltiplos	Valor empresa (MMCLP)	Patrimonio (MMCLP)	Precio acción (CLP)	Diferencia
Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)	\$2.930.737	\$866.562	\$2.869	-11,04%
Enterprise Value to Sales Ratio (EVS)	\$3.845.751	\$1.781.575	\$5.899	82,90%
Promedio			\$4.384	35,93%

Fuente: Elaboración propia.

El múltiplo Enterprise Value to EBITDA se seleccionó debido a que permite evaluar la capacidad de generar ganancias de una empresa sin considerar su estructura de capital y los efectos de los impuestos, depreciación y amortización de activos. En la industria de las telecomunicaciones, este múltiplo es importante porque dependiendo de los activos que posea la empresa varía la depreciación. Por ejemplo, para el caso de Entel la expansión de red móvil provoca un aumento en los gastos por depreciación.

Por otro lado, actualmente algunas compañías están vendiendo activos, como es el caso de Entel, que en los últimos años ha vendido antenas e infraestructura de fibra óptica, por lo cual, en este contexto la capacidad de poder aislar el efecto de la depreciación es relevante.

Debido a los cambios tecnológicos, las empresas del rubro de las telecomunicaciones están en constante evolución. El incremento en los niveles de competencia y la creciente demanda por nuevos productos tienen como consecuencia que las empresas traten de expandir su base de clientes y aumentar su participación de mercado ofreciendo nuevos servicios. Por este motivo, se consideró que un ratio relacionado con las ventas, como Enterprise Value to Sales, no es un buen indicador para valorar la empresa.

El precio real de la acción de Entel, al 30 de junio de 2023, es de \$3.225,20, por lo que los precios definidos por los múltiplos indicados en el cuadro 26, difieren en -11,04% para el caso del múltiplo de Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA), y en 82,90% para el múltiplo de Enterprise Value to Sales Ratio (EVS).

Al promediar los precios calculados por los múltiplos mencionados, arroja un resultado final de \$4.384, lo que representa una diferencia de 35,93% respecto del precio real observado al 30 de junio de 2023.

6.4. Análisis de los resultados

La valoración de precio de la acción por la metodología de múltiplos es muy sensible a los datos de las empresas comparables seleccionadas. De acuerdo con los datos obtenidos, nos ha parecido adecuado adoptar un enfoque conservador, y así considerar como precio de la acción el promedio de los precios calculados a través de los múltiplos atinentes a la industria de las telecomunicaciones, es decir, Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA) y Enterprise Value to Sales Ratio (EVS).

El resultado de dicho promedio, de \$4.384, presenta una diferencia de 35,93% con el precio real de la acción al 30 de junio de 2023, lo que nos demuestra que pequeñas variaciones en factores específicos de las empresas comparables, eventos extraordinarios o cambios en el mercado, pueden provocar que esta metodología no

sea completamente confiable o eficiente al momento de calcular el precio de una acción.

BIBLIOGRAFÍA

América Móvil, S.A.B de C.V. (2023). América Móvil reporte financiero y operativo del cuarto trimestre de 2022. Disponible en <https://www.americamovil.com/Spanish/relacion-con-inversionistas/informes-financieros/reportes-trimestrales/default.aspx>.

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.

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2021). *Tecnologías digitales para un nuevo futuro*. Santiago.

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (2020). Estados Financieros Grupo Entel Correspondientes a los períodos anuales terminados al 31 de Diciembre del 2019 y 2018. Disponible en <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/informacion-financiera>

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (2021). Estados Financieros Grupo Entel Correspondientes a los períodos anuales terminados al 31 de Diciembre del 2020 y 2019. Disponible en <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/informacion-financiera>

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (2022). Estados Financieros Grupo Entel Correspondientes a los períodos anuales terminados al 31 de Diciembre del 2021 y 2020. Disponible en <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/informacion-financiera>

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (2023). Estados Financieros Grupo Entel Correspondientes al período intermedio terminado al 30 de Junio del

2023. Disponible en
<https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/informacion-financiera>
- Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (2022). Memoria Integrada 2021. Disponible en
<https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/memoria-anual>
- Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (2023). Memoria Integrada 2022. Disponible en
<https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/memoria-anual>
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Liberty Latin America Ltd. (2023). Liberty Latin America Reports Q4 & FY 2022 Results. Disponible en <https://investors.lla.com/financials/quarterly-results/default.aspx>
- Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Osiptel. (2023). Memoria 2022. Disponible en
<https://repositorio.osiptel.gob.pe/handle/20.500.12630/846>
- Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- 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.
- Subsecretaría de Telecomunicaciones de Chile. (2023). Informe Anual del Sector Telecomunicaciones 2022. Disponible en
<https://www.subtel.gob.cl/estudios-y-estadisticas/informes-sectoriales-anuales/>
- Subsecretaría de Telecomunicaciones de Chile. (2023). Informe Semestral del Sector Telecomunicaciones-Primer Semestre 2023. Disponible en
<https://www.subtel.gob.cl/estudios-y-estadisticas/informes-sectoriales-anuales/>
- TIM S.A. (2023). Earnings Release 4thQTR2022. Disponible en <https://ri.tim.com.br/en/>

