



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

Mediante Método de Múltiplos

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

Alumno: Bruno Sclavi Pregliasco

Profesor Guía: José Olivares

Santiago, Abril 2017

Dedicatoria

...Dedicada a mi esposa, Vania, fuente de inspiración divina y eterna en nuestro crecimiento espiritual y profesional, y a mi hijo de 4 años, Agostino, quien cedió gran parte del tiempo familiar de su papá, para que pudiera dedicarlo a realizar este anhelo, gracias infinitas amada familia.

Bruno Sclavi Pregliasco

Agradecimientos

Gracias a todos quienes me apoyaron en este proceso y al cuerpo docente del programa, a la coordinadora y nuestro profesor guía...

Bruno Sclavi Pregliasco

Indice

1. Resumen Ejecutivo.....	6
2. Principales Métodos de Valoración.....	7
2.1. Método de Múltiplos.....	8-9
3. Descripción de la Empresa e Industria.....	10
3.1. Ficha Técnica de Entel.....	10
3.2. Filiales.....	11
3.2.1 ENTEL INTERNATIONAL BVI CORP Y FILIAL.....	11
3.2.2 ENTEL PERU S.A.....	12
3.2.3 Empresa de Radiocomunicaciones insta beep ltda.....	12
3.2.4 Entel Servicios Telefónicos S.A.....	12
3.2.5 Entel Inversiones S.A.....	12
3.2.6 Entel Call Center S.A y Filiales.....	12-13
3.2.7 Entel Telefonía Local S.A.....	13
3.3. Propiedad; Principales Accionistas.....	14
3.4. Descripción de la Industria.....	15-17
3.5 Principales Competidores.....	18-19
3.5.1 Telefónica Chile S.A.....	19
3.5.2 América Móvil S.A.B de S.V.....	20
4. Financiamiento de la Compañía.....	20-22
5. Estimación de la Estructura Capital de la Empresa.....	23
5.1. Estructura de Capital.....	25-26
6. Estimación del Costo Patrimonial.....	27-28
6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	27
6.2 Beta de la deuda al 30 de junio de 2015.....	29
6.3 Calculo del Beta Des apalancado.....	30
6.4 Calculo del Beta apalancado al 30 de Junio de 2016.....	30
6.5 Costo de la Deuda.....	31
6.6 Calculo del Beta de la deuda.....	31
6.7 Calculo Beta Patrimonial con deuda o beta de la acción.....	32
6.8 Costo Patrimonial.....	33
6.9 Costo de Capital.....	34
7. Método de Valorización por múltiplos.....	35
7.1 Múltiplos de Entel.....	37

7.2 Múltiplos de Telefónica Chile S.A.....	38
7.3 Múltiplos América Móvil.....	38
8. Valorización Entel Según Industria.....	39
9. Conclusiones.....	40
10. Bibliografía.....	41
11. Anexos.....	42-43

1. Resumen Ejecutivo

El presente informe tiene por objetivo valorizar el grupo de compañías que componen a Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (Entel S.A.), empresa no financiera fundada en Chile con presencia en Perú. La valoración es al 30 de junio de 2016, a través de la metodología de flujos de caja libres descontados.

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (Rut 92.580.000-7), es una sociedad constituida y domiciliada en la República de Chile. Sus oficinas principales se encuentran ubicadas en Avenida Costanera Sur 2760, piso 22, Las Condes, Santiago, Chile.

Esta sociedad, representa la matriz del Grupo de empresas Entel. Las actividades desarrolladas por las empresas del Grupo Comprenden servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo voz, valor agregado, datos, banda ancha e Internet móvil, así como servicios de red fija, básicamente orientada a la propuesta de soluciones integradas, que comprenden servicios de redes de datos, telefonía local, acceso a Internet, telefonía pública de larga distancia, servicios de TV, servicios de tecnologías de la Información (data center, Externalización de Procesos de Negocio (BPO) y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. También provee servicios de call center para el mercado corporativo y para las empresas del propio Grupo.

Las actividades antes descritas se desarrollan principalmente en Chile. Las actividades en el exterior son desarrolladas por tres sociedades operativas en Perú, orientadas a servicios de red fija, call center y servicios de telefonía móvil.

Entel S.A. se encuentra constituida como una Sociedad Anónima Abierta, de duración indefinida, sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, en la que se encuentra registrada bajo el número 162. Sus acciones se encuentran inscritas en el Registro de Valores de la citada Superintendencia y se transan en el mercado nacional. Adicionalmente, tiene deuda emitida en mercados internacionales, por lo tanto, tiene la obligación de entregar información a entidades fiscalizadoras y clasificadoras de riesgo, lo que hace expedito conseguir información histórica.

2. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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

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

2.1 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.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos³:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

³ Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

3. Descripción de la Empresa e Industria

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones (Rut 92.580.000-7), es una sociedad constituida y domiciliada en la República de Chile. Sus oficinas se encuentran ubicadas en Avenida Costanera Sur 2760, piso 22, Las Condes, Santiago, Chile. Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública con fecha 31 de agosto de 1964.

3.1 Ficha Técnica de ENTEL

Razón Social	EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A.
Rut	92.580.000 – 7
Nemotécnico	ENTEL
Industria	TELECOMUNICACIONES
Regulación	SUBSECRETARIA DE TELECOMUNICACIONES

Las actividades desarrolladas por las empresas del Grupo Comprenden servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo voz, valor agregado, datos, banda ancha e Internet móvil, así como servicios de red fija, básicamente orientada a la propuesta de soluciones integradas, que comprenden servicios de redes de datos, telefonía local, acceso a Internet, telefonía pública de larga distancia, servicios de TV, servicios de tecnologías de la Información (data center, Externalización de Procesos de Negocio (BPO) y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. También provee servicios de call center para el mercado corporativo y para las empresas del propio Grupo.

Las actividades antes descritas se desarrollan principalmente en Chile. Las actividades en el exterior son desarrolladas por tres sociedades operativas en Perú, Entel Perú, Americatel Perú y Servicios de Call Center de Perú, orientadas a servicios de telefonía móvil, de red fija y call center.

3.2 Filiales

3.2.1 ENTEL INTERNATIONAL BVI CORP Y FILIAL

Se constituyó como Corporación el 12 de febrero de 1993, en Tórtola, Islas Vírgenes Británicas, su objeto es realizar inversiones en el extranjero y para tal efecto, adquirir y poseer acciones, títulos, debentures, acciones no redimibles, certificados de acción fraccionaria, bonos, pagarés, obligaciones, inversiones, o valores y que sean consideradas estratégicas por Entel. Desarrollar actividades comerciales en calidad de capitalista, financista, concesionaria y comerciante y encargarse de desarrollar y ejecutar cualquier otro negocio que pueda ser conveniente en relación a cualquiera de estos objetos.

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. posee el 100% de la participación accionaria de la compañía.

3.2.2 ENTEL PERÚ S.A.

Entel Perú S.A. surge de la compra de Nextel del Perú S.A. La operación se realizó el 19 de agosto de 2013. La compra se hizo de forma directa en un 90% por Entel Chile S.A. y el 10% restante a través de su filial Entel Inversiones S.A., operación que ascendió a US\$ 410,6 millones por el total del capital accionario. La Compañía proporciona servicios de telecomunicaciones inalámbricos que incluyen servicio digital móvil telefónico, servicio "Nextel Direct Connect" y servicios de Internet.

3.2.3 EMPRESA DE RADIOCOMUNICACIONES INSTA BEEP LTDA.

Empresa Radiocomunicaciones Insta Beep Ltda. es una sociedad que desarrolla su negocio a través de la prestación de servicios de equipos busca personas o dispositivos localizados de radio Mensajería.

3.2.4 ENTEL SERVICIOS TELEFONICOS S.A

Se constituyó como Sociedad Anónima Cerrada, mediante escritura pública de fecha 13 de marzo de 1987, conforme a las leyes de la República de Chile. Su objeto es la prestación de servicios de Telecomunicaciones; comercialización, distribución y representación de equipos y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones, además de cabinas telefónicas en puntos estratégicos.

3.2.5 ENTEL INVERSIONES S.A.

Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 8 de agosto de 1989. Su objeto es realizar inversiones que estratégicamente se consideran convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionados con el negocio de las telecomunicaciones.

3.2.6 ENTEL CALL CENTER S.A Y FILIALES

Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 12 de septiembre de 1989. Sus actividades son desarrollar, instalar, operar y explotar diversas plataformas de medios de telecomunicaciones, propios o de terceros, para prestar por si misma o a través de otras empresas dentro del país o en el extranjero, los servicios de telemarketing, comercialización de bienes y servicios, atención a clientes en cualquiera

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

3.2.7 ENTEL TELEFONIA LOCAL S.A.

Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública de fecha 29 de abril de 1994. Su objeto es la Instalación, operación, explotación, comercialización y prestación de toda clase de servicios públicos, limitados y complementarios de telecomunicaciones.

3.3 Propiedad: Principales Accionistas

Entel Chile S.A. cuenta con 236.523.695 acciones emitidas, de serie única, de las cuales, Inversiones Altel Limitada posee el 54,86%. El porcentaje restante de propiedad se encuentra disperso entre inversionistas institucionales, corredoras de bolsa por cuenta de sus clientes y otros inversionistas minoritarios.

A continuación se detallan la estructura de propiedad de la empresa a la fecha de la valoración:

ACCIONISTA	Nº Acc. Suscritas	Nº Acc. Pagadas	Propiedad
INV ALTEL LTDA	165.674.102	165.674.102	54,86%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	29.536.396	29.536.396	9,78%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	26.155.984	26.155.984	8,66%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	6.384.844	6.384.844	2,11%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	5.713.308	5.713.308	1,89%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION B	4.193.034	4.193.034	1,39%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B	3.067.700	3.067.700	1,02%
BANCHILE C DE B S A	2.829.070	2.829.070	0,94%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO C	2.787.715	2.787.715	0,92%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	2.694.458	2.694.458	0,89%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION A	2.557.906	2.557.906	0,85%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	2.540.439	2.540.439	0,84%

Fuente: Memoria Entel Junio 2016

A su vez, Altel Ltda., es controlada directa e indirectamente en un 99,99% por Almendral S.A. (Rut 94.270.000-8). Almendral S.A. es controlada por un conjunto de accionistas, que con fecha 24 de enero de 2005 convinieron en un Pacto de Actuación Conjunta. Forman parte de este Pacto, los Grupos Matte, Fernández León, Hurtado Vicuña, Consorcio, Izquierdo y Gianoli.

3.4 Descripción de la Industria

Las actividades desarrolladas por las empresas del Grupo están enmarcadas en el sector de las Telecomunicaciones y Tecnologías de la información, comprenden servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo voz, datos, banda ancha e Internet móvil, así como servicios de red fija, básicamente orientada a la propuesta de soluciones integradas, que comprenden servicios de redes de datos, telefonía local, acceso a Internet, telefonía pública de larga distancia, servicios de TV, servicios de tecnologías de la información (data center, Externalización de Procesos de Negocio (BPO) y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. También provee servicios de call center para el mercado corporativo y para las empresas del propio Grupo.

Las Telecomunicaciones son prestaciones que utilizan infraestructura de redes interconectadas IP (Internet Protocol). En Chile, de acuerdo a datos de la SUBTEL, Debido a las políticas públicas implementadas por el Gobierno y al desarrollo constante de las redes 3G-4G y la implementación del sistema de portabilidad, los accesos a Internet en Chile continúan creciendo de manera significativa. Dentro del mercado de las Telecomunicaciones encontramos los servicios de Internet Fijo, Internet Móvil, Telefonía Celular, Telefonía Fija, Televisión por Cable.

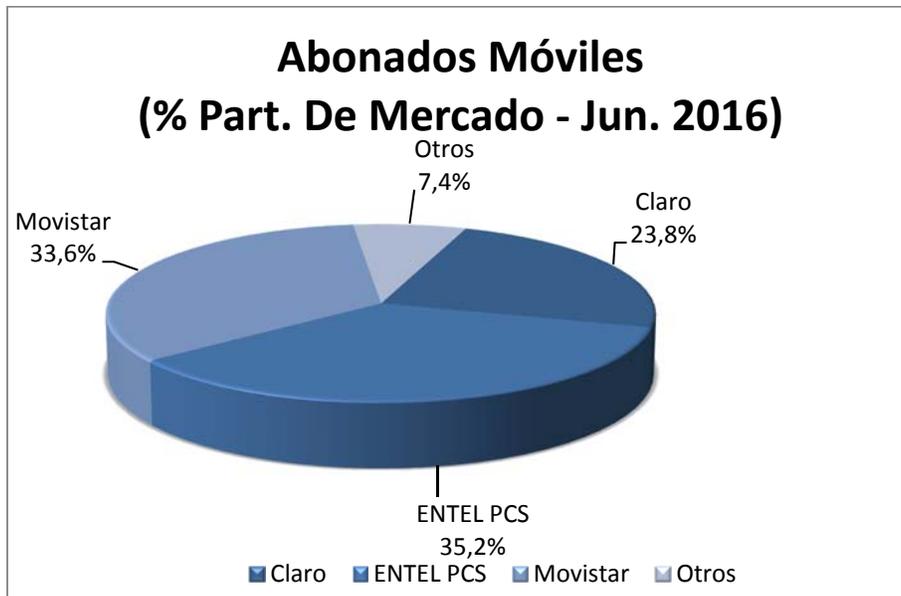
En cuanto a los Servicios de Telefonía e Internet Móvil existen clientes abonados por contrato a las empresas y clientes prepagos. En el segmento de clientes abonados por contratos ENTEL es la compañía con mayor participación, alcanzando el 35,22%, seguida por MOVISTAR con el 33,63% y CLARO con 23,76. El resto del Mercado se reparte entre las siguientes compañías: WOM, VTR, TELSUR, INTEREXPORT, VIRGIN, NETLINE, NOMADE, FALABELLA MOVIL, TELESTAR, SIMPLE, siendo WOM la más importante de ellas con una participación al 30/06/2017 del 4,7.

En el mercado de la telefonía fija, la compañía líder es Movistar (Telefónica) con una participación de 42,2 %, seguida de VTR con 20,1% y ENTEL con 17,4%.

Por último en el sector de Internet Fijo, los líderes del mercado son MOVISTAR (36,4%), VTR (37,31%) y CLARO (12,52%), la participación de ENTEL es poco significativa alcanzando apenas un 1% del mercado.⁴

⁴ Según datos obtenidos de la Subsecretaría de Telecomunicaciones

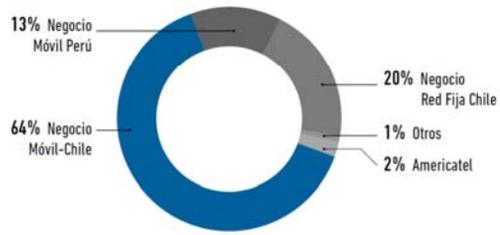
En resumen los principales competidores locales de la compañía son las empresas MOVISTAR, CLARO, VTR, y WOM, por su reciente entrada al sector de telefonía móvil y el rápido crecimiento que ha tenido desde entonces.



Fuente: Departamento de Estudios de la SUBTEL

En Agosto de 2013, la compañía adquiere a NEXTEL DEL PERU S.A, transformándola luego en ENTEL PERU S.A. Al cierre del año 2015, la filial peruana represento el 13% de los ingresos consolidados del grupo, alcanzando una masa de abonados de 3,1 millones, sin embargo esta cifra no representa más que el 9% de participación en el mercado peruano. Gráfico del análisis se encuentra a continuación.

DSITRIBUCION DE INGRESOS CONSOLIDADOS POR NEGOCIO



INGRESOS CONSOLIDADOS En millones de \$



*Excluye Entel Perú

Fuente: Memoria Entel Junio de 2016

3.5 Principales Competidores

3.5.1 TELEFONICA CHILE S.A

Nombre de la Empresa	TELEFONICA CHILE S.A	
Ticker o Nemo t écnico	CTC	
Clase de Acción	SERIA A Y SERIE B	
Derechos de cada Clase	<p>Las acciones A y B son nominativas y cada serie está numerada correlativamente. Las acciones de Serie A y B tienen el mismo derecho al reparto de dividendos.</p> <p>Las acciones de Serie A pueden elegir a trece de los catorce Directores. Los accionistas de la Serie B eligen a un Director titular y un suplente.</p>	
Mercado donde Transa sus acciones	Ejemplo para empresas extranjeras NYSE, NASDAQ, etc.	
Descripción de la Empresa (profile)	Telefónica Chile S.A. y sus Filiales (n servicios de telecomunicaciones en Chile, que consisten en servicios de telecomunicaciones fijas, de televisión, de larga distancia, de comunicaciones y datos de empresas, y de otros servicios.	
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	TELECOMUNICACIONES	
Líneas de Negocios:	EBITDA	%Part.
a) Telefonía Fija	M\$ 183.784.659	72,36%
b) Larga Distancia	M\$ 30.902.110	12,17 %
c) Comunicaciones y Datos	M\$ (6.979.568)	-2,75%
d) Servicios de Televisión	M\$ 34.404.558	13,55%
e) Otros	M\$ 11.870.398	4,67%
Datos al 31/12/2015		

Telefónica Chile S.A. y sus filiales ofrecen a sus clientes una amplia gama de servicios que incluyen: banda ancha, TV de pago, telefonía local y larga distancia internacional, entre otros, para el segmento Masivo, así como también, para clientes Empresas y PYMEs

(Pequeñas y Medianas Empresas), ampliando su oferta con servicios de transmisión de datos dedicados y soluciones de telecomunicaciones integrales.

Adicionalmente, la Compañía ofrece servicios de interconexiones, arriendo de medios y otros servicios para Mayoristas. La empresa es 98% propiedad de Telefónica S.A. (España), la novena empresa de telecomunicaciones a nivel mundial por capitalización bursátil.

3.5.2 AMERICA MOVIL S.A.B. de S.V.

Nombre de la Empresa	AMERCIA MOVIL S.A.B. de S.V.
Ticker o Nemotécnico	AMX-A, AMX-L, AMOV
Clase de Acción	PREFENTES Y COMUNES.
Mercado donde Transa sus acciones	NASDAQ, EEUU. BMV, MEXICO
Descripción de la Empresa (profile)	Es la empresa líder en el sector de telecomunicaciones móviles de América Latina y la cuarta más grande del mundo en términos de suscriptores proporcionales. Mantiene operaciones en 18 países del continente Americano, en 7 países de Europa. Presta servicios de telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	TELECOMUNICACIONES

AMERICA MOVIL es una compañía Mexicana, cuenta con más de 260 millones de usuarios, siendo la cuarta compañía a nivel mundial en Telecomunicaciones.

En Chile la compañía tiene presencia a través de CLARO CHILE S.A. Claro es la tercera operadora móvil en Chile con cerca de 6 millones de clientes lo que corresponde al 23,6 % del mercado de celulares.

4. Financiamiento de la Compañía

Desde el año 2013 el nivel de deuda de la compañía se incrementa significativamente, en octubre de dicho año la empresa emite bonos por un valor nominal total de USD 1.000.000.000, a una tasa de colocación de 4,77%, cuyo destino principal fue la compra de NEXTEL DEL PERU S.A en USD 410.000.000. Esto genera un incremento en la deuda financiera de largo plazo del 99%, en tanto que el total de pasivos se ve incrementado en un 56%.

Durante el 2014 la empresa nuevamente recurre al ahorro público, emitiendo dos bonos, uno por UF 7.000.000.000 y otro por USD 800.000.000 en el mercado extranjero. Las tasas de colocación fueron de 3,53% y 4,77% respectivamente.

Este nuevo endeudamiento tuvo como objetivo pagar deudas de años anteriores y a su vez financiar el plan de inversiones de la compañía.

Bono	BONO SERIE M
Nemotécnico	BONO SERIE M
Fecha de Emisión	jul-14
Valor Nominal (VN o D)	500
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	30/06/2035
Tipo de Bono	BULLET
Tasa Cupón (k_d)	3,50%
Periodicidad	21 AÑOS BULLET
Número de pagos (N)	42
Tabla de Pagos	anexo
Periodo de Gracia	Sin Periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Pago otros pasivos financieros
Clasificación de Riesgo	AA- FITCH RAITING / AA+ ICR
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,53%
Precio de venta el día de la emisión.	497,8202659
Valor de Mercado	BAJO LA PAR

El cuadro anterior y el siguiente muestran el detalle de las características de la emisión de los bonos Serie M y Bono 144^a.

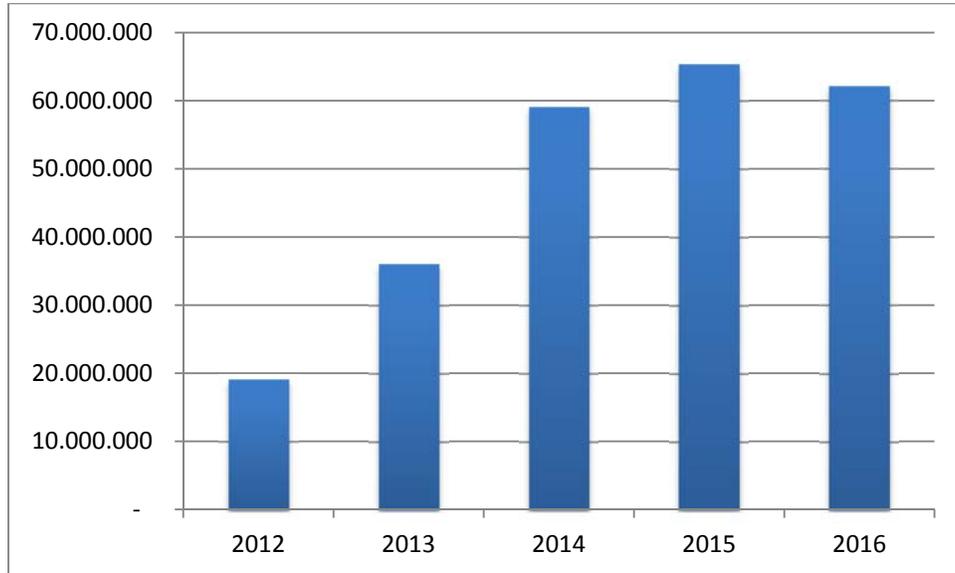
Bono	BONO 144 a
Nemotécnico	SERIE UNICA 1000MM
Fecha de Emisión	oct-13
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	EXTRANJERO
Fecha de Vencimiento	15/05/2025
Tipo de Bono	BULLET
Tasa Cupón (ka)	4,75%
Periodicidad	10 AÑOS BULLET
Número de pagos (N)	20
Tabla de Pagos	anexo
Periodo de Gracia	Sin Periodo de Gracia
Motivo de la Emisión	Pago otros pasivos financieros
Clasificación de Riesgo	Baa2 Moodys / BBB+ S&P
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	4,77%
Precio de venta el día de la emisión.	797.840.000
Valor de Mercado	BAJO LA PAR

El siguiente cuadro expresa los saldos de pasivos financieros al cierre de cada ejercicio, expresados en unidades de fomento.

Items (Valores en UF)	2012	2013	2014	2015	2016
Préstamos que devengan intereses (corriente)	137.062	21.194	19.589	16.298	17.519
Otros Pasivos Financieros (corriente)*	1.090.899	1.147.560	823.891	831.817	1.415.073
Préstamos que devengan intereses (no corrientes)	16.655.261	12.321.984	7.361.892	8.201.591	7.519.434
Otros Pasivos Financieros (no corrientes)*	1.196.031	22.562.937	50.877.140	56.339.722	52.211.217
DEUDA FINANCIERA	19.079.252	36.053.675	59.082.512	65.389.428	61.163.243

Fuente: Elaboración Propia

EVOLUCION DE DEUDA FINANCIERA EN UF



Fuente: Elaboración Propia

Al 30 de junio de 2016, el saldo de la deuda financiera de la compañía alcanza la cifra de \$ 61.163.243, lo que implica un nivel de apalancamiento de 2- 1.

5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

La empresa Entel S.A. elabora sus estados financieros en pesos chilenos.

Para realizar las proyecciones de la empresa, y finalmente valorizar la misma, se ha llevado todas las cifras de los estados financieros a Unidades de Fomento (UF), utilizando el valor de la UF existente al término de cada período de evaluación.

En el apartado Anexos se encuentran los estados financieros de la empresa para cada año de evaluación de acuerdo a la configuración anteriormente descrita, en formato IFRS.

A continuación se presenta el detalle de la estructura de deuda de la empresa que genera pago de intereses comprendidos entre los años de evaluación 2012 y Junio de 2016.

Detalle Deuda Financiera

Arreglar imagen que se vean todas las palabras

Ítems (Valores en UF)	2012	2013	2014	2015	2016
Préstamos que devengan intereses (corriente)	137.062	21.194	19.589	16.298	17.519
Otros Pasivos Financieros (corriente)*	1.090.899	1.147.560	823.891	831.817	1.415.073
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	16.655.261	12.321.984	7.361.892	8.201.591	7.519.434
Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	1.196.031	22.562.937	50.877.140	56.339.722	52.211.217
DEUDA FINANCIERA	19.079.252	36.053.675	59.082.512	65.389.428	61.163.243

Fuente: Elaboración Propia

Con el fin de determinar el patrimonio económico de la empresa se identifica a continuación las acciones en circulación que tiene la empresa a Junio de 2016.

Detalle de las Acciones de la Compañía

Serie	N° Acciones Suscritas	N° Acciones Pagadas	N° Acciones con derecho a voto	Capital Suscrito	Capital Pagado
UNICA	237.105.596	237.105.596	237.105.596	\$ 525.809.832	\$ 525.809.832

Fuente: Elaboración Propia

El precio de las acciones al cierre de cada período evaluado es el que se presenta a continuación;

Precios de Cierre para la Acción

Detalle	28/12/2012	27/12/2013	30/12/2014	30/12/2015	30/06/2016
Precio de la accion	9.671	6.880	5.956	6.195	5.996

Fuente: Elaboración Propia

Con la información anteriormente proporcionada se presenta el Patrimonio Económico de la empresa.

Patrimonio Económico de la Empresa en UF

	28/12/2012	27/12/2013	30/12/2014	30/12/2015	30/06/2016
Numero Total de Acciones	236.523.695	236.523.695	236.523.695	236.523.695	237.105.596
Precio de la accion	9.671	6.880	5.956	6.195	5.996
Patrimonio Económimco en UF	100.146.477	69.811.919	57.202.640	57.171.920	54.573.640

Fuente: Elaboración Propia

5.1 Estructura de Capital

A continuación se detalla la estructura de capital de la empresa evolutiva entre los años 2012 a junio de 2016.

Se puede observar claramente un aumento de su deuda financiera desde el año 2014 en adelante, concordante con la adquisición de la empresa filial Entel Perú.

Datos Estructura de Capital en UF					
Detalle	2012	2013	2014	2015	2016
(B) Deuda Financiera	19.079.252	36.053.675	59.082.512	65.389.428	61.163.243
(P) Patrimonio Económico	100.146.477	69.811.919	57.202.640	57.171.920	54.573.640
(V) Valor Económico de los Activos (V) = (B) + (P)	119.225.730	105.865.594	116.285.152	122.561.348	115.736.883

Fuente: Elaboración Propia

Cálculo de Razones de Estructura de Capital

Se puede observar a continuación las proporciones de deuda en relación al valor de mercado de la empresa para cada uno de los años analizados, de esta manera podremos determinar la estructura de capital objetivo para la misma.

Razones	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda a Valor de la Empresa (B/V)	16%	34%	51%	53%	53%
Patrimonio a Valor de la Empresa (P/V)	84%	66%	49%	47%	47%
Deuda a Patrimonio de la Empresa (B/P)	19%	52%	103%	114%	112%

Fuente: Elaboración Propia

Propuesta de Estructura de Capital Objetivo

El siguiente cuadro muestra las estadísticas descriptivas de la empresa en relación a su estructura de capital.

Datos Estadísticos	Mínimo	Máximo	Desviación	% DesvSt
(B) Deuda Financiera	59.082.512	65.389.428	3.213.701	5,3%
(P) Patrimonio Económico	54.573.640	57.202.640	1.509.064	2,8%
(V) Valor Económico de los Activos (V) = (B) + (P)	115.736.883	122.561.348	3.791.758	3,3%

Fuente:

Elaboración Propia

La estructura objetivo de capital futura, se estimó utilizando los datos de la estructura de capital del último período evaluado de la empresa, la que corresponde al 30 de Junio de 2016. Por tanto la estructura objetivo estará dada por:

Razones	Estructura Objetivo
Deuda a Valor de la Empresa (B/V)	53%
Patrimonio a Valor de la Empresa (P/V)	47%
Deuda a Patrimonio de la Empresa (B/P)	112%

Fuente: Elaboración Propia

La estructura promedio que se utilizará en el posterior des apalancamiento del Beta de la empresa es la calculada del promedio 2013-2015, como se detalla a continuación;

Razones	Estructura Promedio 2013-2015
Deuda a Valor de la Empresa (B/V)	49,19%
Patrimonio a Valor de la Empresa (P/V)	47,63%
Deuda a Patrimonio de la Empresa (B/P)	103,29%

Fuente: Elaboración Propia

6. Estimación de Costo Patrimonial

6.1 Estimación del Beta Patrimonial de la empresa

El cálculo del Beta de cada año de evaluación desde el 2012 al Junio de 2016, se basa en el modelo de regresión ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$), cerrando el último día hábil de cada mes de junio de cada año.

La cantidad de datos utilizados para cada año fluctúa entre los 104 y los 106 datos correspondientes a los retornos semanales de la acción de la empresa de los últimos 2 años, dependiendo de la cantidad de días hábiles que tiene cada año con mercado abierto. Además se utilizó como proxy del mercado el IGPA en los mismos períodos de evaluación, arrojando los siguientes resultados;

Detalle	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	0,7401	-55,3068	-79,8052	1,0770	0,5754
p-value (significancia)	0,0000%	5,82643%	2,27981%	0,00003%	0,57182%
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

En relación a la información obtenida, se observa que los betas de los años 2013 y 2014 son negativos, presentando además un p-value elevado para el nivel de significación establecido del 1%, sin embargo para los años 2015 se observa un beta de 1,077, lo que significa que el riesgo de la empresa es mayor en comparación con el mercado y durante el período de evaluación a Junio de 2016 se observa un beta de 0,58 lo que indicaría un riesgo menor al del mercado.

En relación a la presencia bursátil las acciones de Entel han tenido un 100% de presencia en los períodos de evaluación.

Para la valorización de la empresa se considerara el beta de 1,077 correspondiente al del año 2015, debido a los siguientes fundamentos;

- Las ventas de la empresa son similares a las que obtenía la misma en el año 2013. Es decir, no ha existido un aumento sustancial de sus ingresos a través de los años en evaluación, a pesar de que Entel adquirió Entel Perú el año 2013.
- El endeudamiento de pasivos de la empresa ha aumentado exponencialmente desde el año 2013, -año en el que se incorpora Entel Perú-, alcanzándose desde ese año hasta el año 2016 un incremento total en los pasivos de la empresa de un 217%.
- Las ganancias operacionales de la empresa desde el año 2013 al año 2016 han disminuido un 207%, a pesar de que Entel ha hecho incrementos sustanciales de endeudamiento para financiar campañas publicitarias en Perú. (para calcular el total de ventas del período 2016 para Entel se tomaron los datos al 30 de Junio de 2016 y se multiplicaron por dos luego de corroborar que la empresa no presenta estacionalidades en las ventas)

Luego de estos análisis podemos determinar que el mercado se encuentra sobrevalorando la empresa Entel, por lo que se estima que el beta del año 2016 ascendente a un 0,58 no refleja la realidad de la empresa, y por tanto no considera los riesgos asociados en los que se encuentra inmerso al incorporarse a un mercado nuevo como lo es el de Perú, en donde claramente luego de tres años aun no otorga resultados positivos en relación a lo que se ha invertido en esta.

Dado lo anterior, considerando la metodología del cálculo del beta y la consideración de 104 a 106 datos semanales, lo que en la práctica representan dos años de cotizaciones históricas de la acción, a partir del beta calculado al 30 de junio de 2015 y el cambio en; la estructura de capital de la empresa y la tasa de impuesto, durante los mismos años, procederemos a desapalancar el beta obtenido para luego volverlo a apalancar en función de la estructura de capital objetivo, para posteriormente poder determinar el costo de capital de la empresa.

6.2 Beta de la deuda al 30 de junio 2015.

Utilizando el Beta calculado al 30 de Junio de 2015, equivalente a $B_p^{c/d} = 1,077$ se calculará la tasa de descuento, pero con una estructura objetivo a largo plazo estimada con anterioridad.

Para ello es necesario des apalancar el beta con deuda obtenido ($B_p^{c/d} = 1,077$) para luego volverlo a apalancar con la estructura de capital objetivo, y así obtener finalmente el beta con deuda correcto. La metodología a aplicar implica conocer los datos de tasa libre de riesgo, premio por el riesgo y tasa de impuestos vigentes al 30 de junio de 2015.

A su vez, para poder determinar el beta sin deuda calculamos primero el beta de la deuda al 30 de junio de 2015, aplicando el modelo CAPM:

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_d$$

$$k_b = r_f + PRM * \beta_d$$

$$\beta_d = (k_b - r_f) / PRM$$

Donde al 30 de junio 2015, los datos son:

β_d = beta de la deuda

k_d = es el costo de la deuda = 3,53%

r_f = es la tasa libre de riesgo al 30 de junio de 2015⁵ = 1,98%

PRM = es la prima de riesgo del mercado⁶ = 7,55%

De esta manera el beta de la deuda al 30 de junio de 2015 es:

$$\beta_d = \frac{3,53\% - 1,98\%}{7,55\%} = \mathbf{0,2053}$$

⁵ Fuente: Banco Central de Chile, Bono a 30 años.

⁶ Fuente: Damodaran.

6.3 Calculo del Beta Des apalancado ($\beta^{S/D}$)

Al 30 de junio de 2015 la tasa de impuesto vigente es de 22,5%, y la relación deuda a patrimonio (B/P) comentada anteriormente es de 114,37%.

Teniendo en cuenta estos valores y el beta de la deuda anteriormente calculado, estamos en condiciones de proceder a calcular el beta des apalancado, aplicando la siguiente relación:

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

$$\beta^{S/D} = \frac{(1,0770 + 20,53\% (1-22,5\%) (87,15\%))}{1 + 87,5\% (1-22,5\%)} = 0,7255$$

Donde;

$$\mathbf{Bc/d} = 1,077$$

Bd = 20,53% Beta de la deuda

Tc =22,5% (tasa de impuesto a promedio para los períodos considerados)

B/P = 87,15% (Estructura B/P promedio para los períodos considerados)

6.4 Calculo del Beta apalancado al 30 de Junio 2016

Una vez obtenido el beta des apalancado, esto es el beta sin deuda al 30 de junio de 2016, y considerando los datos de estructura de capital objetivo, tasa de impuesto y costo de la deuda, procederemos a calcular el beta patrimonial con deuda al 30 de junio de 2016. Para ello debemos nuevamente calcular el beta de la deuda al 30 de junio de 2016, dato necesario para determinar el beta patrimonial de la empresa que se usara en el cálculo del costo de capital.

6.5 Costo de la Deuda (K_b)

Previo al cálculo del beta de la deuda es necesario conocer el costo de la deuda. El cálculo del costo de la deuda corresponde a la tasa de colocación del bono con mayor presencia en valoración monetaria que posee la empresa, este bono corresponde a la SERIE BENTE M UF.

$$K_b = 3,53\%$$

6.6 Calculo del Beta de la deuda (k_b).

El Beta de la deuda se calcula utilizando el modelo CAPM

$$k_b = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_d$$

$$k_b = r_f + PRM * \beta_d$$

Dónde:

β_d = beta de la deuda incógnita a determinar

k_d = es el costo de la deuda = 3,53%

r_f = es la tasa libre de riesgo al 30 de junio de 2016⁷ = 1,92%

PRM = es la prima de riesgo del mercado⁸ = 8,17%

$$3,53\% = 1,92\% + (8,17\%) * B_d$$

$$B_d = 0,1970624$$

⁷ Fuente: Banco Central de Chile, Bono a 30 años.

⁸ Fuente: Damodaran.

6.7 Calculo Beta Patrimonial con deuda o beta de la acción.

Para calcular ahora el beta apalancado debemos considerar la estructura objetivo analizada anteriormente, la que está definida como:

Razones	Estructura Objetivo
Deuda a Valor de la Empresa (B/V)	53%
Patrimonio a Valor de la Empresa (P/V)	47%
Deuda a Patrimonio de la Empresa (B/P)	112%

Fuente: Elaboración Propia

De esta manera el beta apalancado o beta patrimonial con deuda de la empresa al 30 de junio de 2016 estará dado por la siguiente relación:

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

El método utilizado es Rubinstein ya que es una empresa que tiene riesgo asociado.

Para el desarrollo del método se utiliza una tasa libre de riesgo de un 1,92% (corresponde a BCU al 30 de Junio de 2016), un prima por riesgo de mercado de 8,17% (correspondiente a Damodaran a Julio de 2016), la tasa de impuestos vigente a la fecha de evaluación (t=24%).

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

$$\beta_p^{C/D} = 0,7255 [1 + (1 - 24\%) 112\%] - 0,1971(1 - 24\%) 112\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 1,1757$$

En dónde;

$B_p^{C/D}$ = Beta de la acción (incógnita a despejar)

$B_p^{S/D}$ = 0,7255 Beta Patrimonial sin Deuda

t_c = 24% Tasa de impuesto a la renta según SII

B/P = 112% Deuda a Patrimonio de la Estructura de Capital del último período

B_d = 0,197 Beta de la Deuda

6.8 Costo Patrimonial (K_p)

Con la formula CAPM se calcula el costo patrimonial, quedando de la siguiente manera;

$$k_p = R_f + PRM * \beta_p^{C/D}$$

$$K_p = 1,92\% + (8,17\%) * 1,176$$

$$K_p = 11,53\%$$

En dónde;

K_p = Costo Patrimonial (incógnita a despejar)

R_f = 1,92% Tasa Libre de Riesgo (BCU al 30 de Junio de 2016)

PRM = 8,17% Premio por Riesgo de Mercado (Damodaran a Julio de 2016)

$B_p^{C/D}$ = 1,176 Beta patrimonial con deuda

6.9 Costo de Capital (K_0)

El Costo de Capital para la empresa se calcula utilizando el WACC.

$$K_{0WACC} = K_b * \frac{B}{V} * (1 - t_c) + K_p * \frac{P}{V}$$

$$K_{0WACC} = 3,53\% * 53\% * (1 - 27\%) + 11,53\% * 47\%$$

$$K_{0WACC} = 6,80\%$$

En dónde;

K_{0WACC} = Costo de Capital (incógnita a despejar)

K_b = 3,53% Costo de la Deuda

B/V = 53% Deuda a Valor de la Empresa de Estructura Objetivo

t_c = 27% Tasa de impuesto a la renta según SII

K_p = 11,53% Costo del Patrimonial

P/V = 47% Patrimonio a Valor de la Deuda de la Estructura Objetivo

7. Método de Valoración por Múltiplos

Este método tiene por objetivo valorar una empresa por analogía con el valor de mercado de otras compañías comparables. Para esto es necesario aplicar cierta metodología mediante la cual llegaremos a un rango de valoración objetivo.

De esta manera, se 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.

En otras palabras, 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 según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Por lo anterior es importante tener en cuenta que la selección de las compañías comparables es sin duda uno de los aspectos clave en esta metodología, careciendo de valor el resultado alcanzado si no se trabajó con las empresas adecuadas como parámetro de comparación.

En este sentido para elegir las empresas comparables debemos considerar ciertas condiciones que estas deben cumplir; realizar la misma actividad que la empresa objetivo, mix de productos parecidos, estructuras similares, posiciones competitivas en el mercado equivalentes, y sobre todo tener un nivel de riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características del flujo de caja similares.

Para la presente valoración se utilizaron como empresas comparables: Telefónica Chile S.A y América Móvil S.A.C.

Ambas empresas desarrollan actividades dentro de la misma industria que nuestra empresa objetivo, sus mix de productos son similares y mantienen una estructura organizativa en términos relativos a su participación, también similar.

Telefónica Chile S.A, provee servicios de Telecomunicaciones en Chile que consisten en servicios de telefonía fija, televisión, larga distancia, internet y datos. La compañía es una sociedad anónima abierta que se encuentra inscrita en el Registro de Valores bajo en N° 009, estando sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Telefónica Chile forma parte del grupo Telefónica, donde su matriz Inversiones Telefónica Móviles Holding S.A., es filial indirecta de Telefónica S.A, empresa radicada en España.

América Móvil, es una empresa mexicana de telecomunicaciones con presencia en 18 países de América, que provee servicios en Chile de telecomunicaciones, telefonía fija y móvil, a través de la marca CLARO.

Dentro de este enfoque de valoración por múltiplos existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos⁹:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

En la presente valoración utilizaremos ratios de ganancias, valor libro e ingresos:

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICION
MÚLTIPLOS DE GANANCIA	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Precio de Mercado de la Acción / Utilidad x Acción
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Patrimonio Economico + Valor de la Deuda - Caja) / EBITDA
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Patrimonio Economico + Valor de la Deuda - Caja) / EBIT
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Valor de Mercado de la Acción / Valor Libro de la Acción
	VALUE TO BOOK RATIO	Valor de Mercado de los Activos / Valor Libro de los Activos
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	Precio de Mercado de la Acción / Ventas/Nº Acciones.
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Patrimonio Economico + Valor de la Deuda - Caja) / Ventas

7.1 Datos de Entel

Del análisis de la información de los estados financieros al 30 de junio de 2016 de la empresa objetivo, obtenemos los siguientes datos que serán con los cuales trabajamos para construir los múltiplos de nuestra empresa objetivo

ENTEL	30/06/2016
Valor Libo M\$	998.870.977
Valor Libro del Patrimonio M\$	1.418.196.075
Patrimonio Economico M\$	5.996
Valor de Mercado de la Acción \$	4.223
Utilidad x Acción \$	139
Cantidad de Acciones M\$	236.523.695
Valor Libro de la Deuda M\$	2.181.248.942
Valor de Mercado Deuda Financiera M\$	1.593.429.101
Caja o Efectivo M\$	73.636.002
Ingresos x Ventas M\$	920.060.242
EBITDA M\$	206.157.491
EBIT M\$	58.808.955

Fuente: Elaboración Propia

Para construir los múltiplos de la industria, utilizamos los múltiplos de las empresas comparables, considerando los dos últimos ejercicios para cada una de ellas y promediando cada ratio sobre ambos ejercicios.

7.2 Múltiplos de TELEFONICA CHILE S.A.

TELEFONICA CHILE TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2015	2016	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	Price - Earning Ratio (Precio-Utilidad)(PE)	37,90	40,85	39,37
	Enterprise Value to Ebitda (EV/EBITDA)	1,90	4,53	3,22
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	8,31	18,99	13,65
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	Price to Book Equity (PBV)	0,41	0,92	0,67
	Value to Book Ratio	0,48	0,68	0,58
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	Price to Sale Ratio (PS)	0,83	1,70	1,26
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	0,54	1,53	1,04

Fuente: Elaboración Propia

Telefónica Móvil al 30 de junio de 2015 alcanzó un EBITDA de MM\$ 123.710 en tanto que al 30 de junio de 2016 esa cifra fue de MM\$ 119.135, las acciones de la compañía tuvieron un alza significativa pasando de \$ 249 al 30/06/2015 a \$ 649 al 30/06/2016.

Telefónica Chile durante el 1er semestre 2016 alcanzó resultados netos por MM\$ 17.310 en tanto que durante el 1er semestre de 2015 sus resultados netos habían sido tan solo de MM\$ 9.070.

7.3 Múltiplos América Móvil

AMERICA MOVIL TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2015	2016	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	Price - Earning Ratio (Precio-Utilidad)(PE)	78,93	94,31	86,62
	Enterprise Value to Ebitda (EV/EBITDA)	22,07	20,69	21,38
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	41,48	48,99	45,23
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	Price to Book Equity (PBV)	6,19	3,41	4,80
	Value to Book Ratio	1,26	0,95	1,11
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	Price to Sale Ratio (PS)	4,81	3,38	4,09
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	6,46	5,74	6,10

Fuente: Elaboración Propia

Considerando los múltiplos de ambas empresas podemos estimar los valores de múltiplos para la industria.

INDUSTRIA	MÚLTIPLOS	2015	2016	PROMEDIO
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	Price - Earning Ratio (Precio-Utilidad)(PE)	58,41	67,58	62,99
	Enterprise Value to Ebitda (EV/EBITDA)	11,99	12,61	12,30
	Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	24,89	33,99	29,44
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	Price to Book Equity (PBV)	3,30	2,17	2,73
	Value to Book Ratio	0,87	0,82	0,84
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	Price to Sale Ratio (PS)	2,82	2,54	2,68
	Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	3,50	3,64	3,57

Fuente: Elaboración Propia

8. Valorización Entel Según industria

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa (M\$)	Patrimonio (M\$)	Precio de la Acción (\$)
Price - Earning Ratio (Precio-Utilidad)(PE)	-----	----	8.727
Enterprise Value to Ebitda (EV/EBITDA)	2.535.531.917	1.015.738.818	4.294
Enterprise Value to EBIT (EV/EBIT)	1.733.758.023	140.328.922	593
Price to Book Equity (PBV)	-----	2.730.680.164	11.545
Value to Book Ratio	2.681.020.235	1.087.591.134	4.598
Price to Sale Ratio (PS)	----	2.464.436.695	10.419
Enterprise Value to Sales Ratio (VS)	3.283.566.304	1.690.137.203	7.146

Fuente: Elaboración Propia

De los datos obtenidos, descartamos el valor que arroja el múltiplo EV/EBIT, debido a la importancia del ítem depreciaciones y amortizaciones en la determinación del resultado operacional. De esta manera, aplicando la relación de los múltiplos con los datos de Entel, el valor de la acción de Entel debería estar en un rango de entre \$ 4.294 – \$11.545.

9. CONCLUSIONES

El valor de mercado de la acción de Entel a la fecha de la presente valoración era de \$5.996, valor que se encuentra dentro del rango de los precios de la valoración realizada.

Sin embargo, esta metodología no permite obtener un resultado preciso del valor de la compañía, sino que arroja como resultado un rango de valores posibles, por lo cual queda demostrado que es necesario realizar análisis posteriores para acercarnos aún más al valor objetivo de la empresa.

Por otro lado, no podemos dejar de considerar el riesgo de mercado que mantiene la compañía con una beta de 1,068, el cual ha ido creciendo, de la misma manera que lo ha hecho la deuda de la compañía, para financiar el ingreso al mercado de Perú, donde si bien la participación de mercado ha ido creciendo, los resultados operacionales parecen estar lejos de los esperados, lo que se evidencia con una caída de los márgenes operacionales desde el año 2011, al tiempo que los niveles de activos fijos operacionales aumentaban. Esto sin duda tiene un efecto directo sobre el ROA, presionándolo significativamente a la baja.

Adicional a lo anterior la empresa desarrolla sus actividades en una industria por un lado fuertemente regulada y con una dinámica que se ha complejizado aún más desde la entrada de nuevos competidores al mercado, desde el año 2014.

Lo anterior ha obligado a la empresa a realizar mayores gastos operacionales para tratar de mantener su participación de mercado, en tanto que en Perú los esfuerzos se concentraron en ganar una participación de mercado significativa.

En este contexto, creemos que los niveles de crecimiento de la compañía están acotados en una industria agresiva en cuanto a la competencia, por lo que cualquier mejora de los márgenes operacionales respecto a los niveles actuales parecería estar altamente limitada, por lo cual en nuestra opinión el precio de la acción de la compañía debería estar en los límites inferiores del rango de valores obtenidos.

10. Bibliografía

Finanzas Corporativas; Teoría y Práctica. Carlos Maquieira, Editorial Legal Publishing Chile, THOMSON-REUTERS, primera edición, 2015.

Apuntes Taller Valoración, Magister en Finanzas Weekend, Profesor Marcelo González

www.sofofa.cl

www.entel.cl

www.sbif.cl

www.deloitte.com

www.svs.cl

www.idclatin.com

www.bolsasantiago.com

www.subtel.cl

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

www.bcentral.cl

www.americamovil.com

11.Anexos

Balances Generales Entel S.A años 2011 al 30 de Junio de 2016

Estados Consolidados de Situación Financiera	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016
UF	22.294	22.841	23.310	24.627	25.629	26.052
ACTIVOS CORRIENTES						
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.034.540	2.358.806	825.860	15.386.277	5.325.685	2.826.493
Otros activos financieros corrientes	242.541	55.943	661.951	533.811	929.405	127.870
Otros activos no financieros corrientes	751.519	695.855	870.066	1.169.045	1.073.777	1.331.100
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	11.268.920	12.117.332	14.017.478	12.211.920	12.037.786	11.245.270
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	32.419	16.617	22.384	13.767	27.251	43.745
Inventarios corrientes	2.829.986	2.905.241	6.454.749	4.349.748	3.684.680	4.041.246
Activos por impuestos corrientes, corrientes	245.146	362.634	1.527.451	2.126.932	4.010.304	5.489.775
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	16.405.072	18.512.429	24.379.939	35.791.499	27.088.888	25.105.499
ACTIVOS NO CORRIENTES						
Otros activos financieros no corrientes	260.184	261.694	202.820	4.414.956	9.664.265	7.959.248
Otros activos no financieros no corrientes	211.657	157.206	169.782	121.517	105.675	95.185
Cuentas por cobrar no corrientes	238.819	163.069	239.967	222.031	462.707	499.741
Activos intangibles distintos de la plusvalía	1.395.819	1.329.695	5.707.325	5.559.901	5.488.425	5.142.990
Plusvalía	2.058.636	2.009.360	2.020.421	1.916.339	1.842.746	1.811.106
Propiedades, planta y equipo	47.391.838	48.923.534	57.241.348	65.577.291	69.669.869	67.892.477
Activos por impuestos diferidos	1.922.784	2.863.659	6.863.603	9.666.987	12.991.867	13.561.594
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	53.479.736	55.708.217	72.445.265	87.479.020	100.225.555	96.962.341
TOTAL ACTIVOS	69.884.808	74.220.645	96.825.204	123.270.519	127.314.443	122.067.840
PASIVOS CORRIENTES						
Otros pasivos financieros corrientes	833.588	1.227.960	1.168.754	843.480	848.115	1.432.593
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	14.632.831	16.352.812	20.014.533	21.480.784	20.489.565	18.561.595
Otras provisiones a corto plazo	25.938	71.614	6.606	7.329	134.043	169.990
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	356.643	250.357	57.752	522.457	233.798	111.310
Otros pasivos no financieros corrientes	1.835.620	1.331.421	857.922	956.580	1.121.207	1.129.471
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	17.684.620	19.234.164	22.105.566	23.810.630	22.826.728	21.404.959
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	17.684.620	19.234.164	22.105.566	23.810.630	22.826.728	21.404.959
PASIVOS NO CORRIENTES						
Otros pasivos financieros no corrientes	15.856.443	17.851.292	34.884.921	58.239.032	64.541	59.730.651
Otras provisiones a largo plazo	229.808	256.963	573.627	795.726	1.115.235	1.183.347
Pasivo por impuestos diferidos	525.176	398.107	852.006	811.697	777.351	737.750
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	346.195	350.571	337.308	415.243	370.528	370.142
Otros pasivos no financieros no corrientes	566.149	491.204	272.425	365.163	407.409	299.662
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	17.523.770	19.348.137	36.920.287	60.626.861	67.211.835	62.321.553
TOTAL PASIVOS	35.208.391	38.582.301	59.025.853	84.437.491	90.038.563	83.726.512
PATRIMONIO						
Capital emitido	23.444.284	22.883.117	22.422.913	21.223.269	20.393.528	20.183.035
Ganancias (pérdidas) acumuladas	13.948.662	15.368.896	17.821.236	17.702.035	16.653.185	17.640.504
Otras reservas	- 2.716.528	- 2.613.669	- 2.444.798	- 92.276	229.167	517.790
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	34.676.417	35.638.345	37.799.351	41.028.063	37.275.880	38.341.329
TOTAL PATRIMONIO	34.676.417	35.638.345	37.799.351	38.833.028	37.275.880	38.341.329
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS	69.884.808	74.220.645	96.825.204	123.270.519	127.314.443	122.067.840

Fuente: Elaboración Propia

Estados de Resultado Entel S.A años 2011 al 30 de Junio de 2016

Estados de Resultado	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016
UF	22.294	22.841	23.310	24.627	25.629	26.052
Ingresos de actividades ordinarias	55.207.526	62.612.467	69.858.788	67.314.884	69.632.307	35.171.861
Otros ingresos	519.105	480.951	562.889	174.595	323.255	144.344
Gastos por beneficios a los empleados	- 5.619.362	- 6.206.167	- 7.392.609	- 9.023.591	- 9.637.710	- 4.669.053
Gasto por depreciación y amortización	- 12.101.835	- 13.575.298	- 10.517.842	- 9.730.552	- 10.676.363	- 5.655.924
Pérdidas por deterioro (reversiones por deterioro)	- 1.740.551	- 2.225.436	- 2.242.503	- 2.243.477	- 2.099.024	- 961.952
Otros gastos, por naturaleza	- 25.513.831	- 31.380.062	- 41.019.139	- 41.587.192	- 44.386.784	- 21.781.546
Otras ganancias (pérdidas)	- 65.351	- 5.370	104.398	242.886	1.304	9.632
Ganancias (pérdidas) operacionales	10.685.701	9.701.084	9.353.982	5.147.553	3.154.376	2.257.362
Ingresos financieros	137.225	123.605	83.523	439.301	475.392	363.635
Costos financieros	- 111.459.785	- 126.299.701	- 141.135.673	- 135.904.030	- 140.383.907	- 71.015.309
Diferencias de cambio	- 284.802	- 394.527	- 945.464	- 504.308	- 580.686	- 420.040
Resultados por unidades de reajuste	- 237.511	- 146.705	- 51.603	- 1.015.323	- 1.031.033	- 426.113
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	9.837.903	8.909.845	7.935.620	-	-	528.657
Gasto por impuestos a las ganancias	- 1.729.605	- 1.405.858	- 1.343.485	2.173.520	622.695	941.048
Ganancia (pérdida) continuadas despues de impuesto	8.108.299	7.503.987	6.592.135	- 359.468	- 573.265	1.469.705
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	-	-	-	2.532.988	- 49.430	-
Ganancia (pérdida)	8.108.299	7.503.987	6.592.135	2.532.988	- 49.430	1.469.705

Fuente: Elaboración Propia