



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

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

**Alumno: José Manuel Pardo Montenegro
Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva**

Santiago, Mayo 2018

Dedicatoria

En primer lugar, dedico este trabajo a mi familia y en especial a mi amada esposa Ximena, quien me dio la fuerza necesaria para salir adelante, pese a la dificultad del programa, siendo mi apoyo y la luz que alumbró mi camino, en los momentos más difíciles de este proceso.

También dedico este trabajo en segundo lugar a mis Padres y a mi hermano Florencio por el apoyo y consejos entregados durante muchos años, que me guiaron en el camino de ser profesional y ahora magister.

Agradecimientos

La consecución de este trabajo, fue posible gracias a un sinnúmero de personas que de una u otra manera, participaron en el proceso construcción de este informe, y que menciono a continuación:

Para mi profesor guía Carlos Maquieira, por el feedback entregado oportunamente durante el proceso de construcción de la tesis.

Para Patricio Rojas, por la cooperación en la parte final de este trabajo.

Y finalmente para mis amigos y/o compañeros de trabajo, que de una u otra forma se hicieron parte de este proceso.

Tabla de contenido

1. Resumen Ejecutivo.....	4
2. Principales Métodos de Valoración	5
2.1. Modelo de Descuento de Dividendos	5
2.2. Método de Flujos de Caja Descontados	6
2.3. Método de Múltiplos	9
3. Descripción de la Empresa.....	12
3.1. Filiales de ENTEL y descripciones.....	16
3.2. Propiedad y Principales Accionistas.....	19
3.3. Descripción de la Industria en Chile	20
3.3.1. Comunicaciones Móviles.....	20
3.3.2. Comunicaciones Fijas	22
3.3.3. Televisión Pagada.....	23
3.4. Descripción de Empresas Comparables	24
4. Financiamiento de ENTEL	26
4.1. Bonos emitidos por ENTEL.....	26
5. Estructura de Capital de ENTEL	29
5.1. Deuda Financiera de ENTEL	29
5.2. Patrimonio Económico ENTEL.....	29
5.3. Estructura Capital Objetivo ENTEL.....	29
6.1. Beta de la Acción de ENTEL	30
7. Análisis de Crecimiento del Negocio y de los Costos Operacionales	36
7.1. Crecimiento Real de la Empresa.....	36
7.2. Crecimiento Real de la Industria.....	37
7.3. Perspectivas de crecimiento de la industria 2017 - 2021	38
7.4. Análisis de Costos Operacionales	40
7.4.1. Definición de los Costos operacionales	40
7.4.2. Detalle de los Costos Operacionales.....	43
7.5. Análisis de los Costos No Operacionales.....	43

7.6.	Análisis de Activos	45
7.6.1.	Clasificación Activos Operacionales/ No Operacionales.....	45
7.7.	Descripción Activos No Operacionales	46
7.7.1.	Otros Activos Financieros Corrientes/No Corrientes	46
7.7.2.	Activos por Impuestos Corrientes/ No Corrientes.....	48
7.7.3.	Cuentas por Cobrar No Corrientes.....	48
7.7.4.	Activos por Impuestos Diferidos	49
8.	Proyección de Ingresos de Operación.....	52
8.1.	Criterios de Proyección crecimiento negocios en Chile.....	52
8.2.	Criterios de Proyección crecimiento negocios en Perú.....	54
8.3.	Proyección Ingresos Totales Entel	56
8.4.	Proyección de Costos de Operación.....	57
8.5.	Proyección Resultado No Operacional	58
8.6.	Calculo de Ganancia antes de Impuesto	62
8.7.	Calculo del pago de Impuestos.....	62
8.8.	Cálculo de Ganancia o Pérdida	63
8.9.	EERR Proyectado para ENTEL, para los años 2017 al 2021.....	64
8.10.	Supuestos de construcción EERR proyectados ENTEL, 2017- 2021....	65
9.	EERR Proyectado ajustado	67
9.1.	Inversión de Reposición	68
9.2.	Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)	69
9.3.	Inversión en Capital de Trabajo	70
10.	Valoración Económica de ENTEL.....	73
10.1.	Activos Prescindibles	73
10.2.	Deuda Financiera ENTEL	73
10.3.	Flujo de Caja proyectado.....	73
10.4.	Valoración de ENTEL: Método Flujo de Caja Descontado.....	75
	Conclusiones	77
	Bibliografía.....	78
	Anexos	79

1. Resumen Ejecutivo

El objetivo de este trabajo es estimar el valor económico de la empresa ENTEL S.A., a través del método de Flujos de Caja Descontados. Esta compañía de telecomunicaciones en la actualidad Opera tanto en Chile como en Perú, aunque en este último país desarrolla solo el negocio Móvil, con una participación de mercado cercana al 16%. Entre los negocios que generan mayores ingresos a la compañía destacan el negocio Móvil y Fijo, que representan el 98% de los ingresos operacionales totales.

Para la valorización de la empresa ENTEL, fue necesario determinar la Estructura de Capital Objetivo, con lo que se logra determinar el nivel de endeudamiento requerido para los próximos años, lo que en conjunto a la determinación del Costo Patrimonial y el Costo de la Deuda, permiten estimar el Costo Capital Promedio Ponderando (WAAC). Luego con la recopilación de información financiera y estratégica de la compañía, así como también información de la industria, tanto en Chile como en Perú, se estimaron los crecimientos de las distintas líneas de negocios de ENTEL, lo que permitió proyectar los ingresos estimados desde el último trimestre 2017 a Diciembre 2022, así como también sus costos Operacionales/No Operacionales. Es así que construidos los EEFF proyectados, se estima el valor terminal y se calculan los flujos de caja descontados a Valor presente.

Finalmente, el proceso de la valorización indica que el valor del Patrimonio Económico estimado por este método, asciende a UF 90.363.552, con un Precio por Acción de UF 0,30 que está un 12,81% por sobre el Precio Bursátil de la Acción en el mismo periodo.

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 fondos. Los resultados obtenidos, nunca serán exactos ni únicos, ya 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 comparables.

No 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.

2.1. Modelo de Descuento de Dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{DPA}{K_p}$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{DPA_1}{(K_p - g)}$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

2.2. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y una de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de "WACC" (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

2.3. 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: 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 ellos:

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.

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

Razón Social:	ENTEL S.A.
Rut:	92.580.000-7
Nemotécnico:	ENTEL
Industria:	Telecomunicaciones
Regulación:	Subsecretaría de Telecomunicaciones

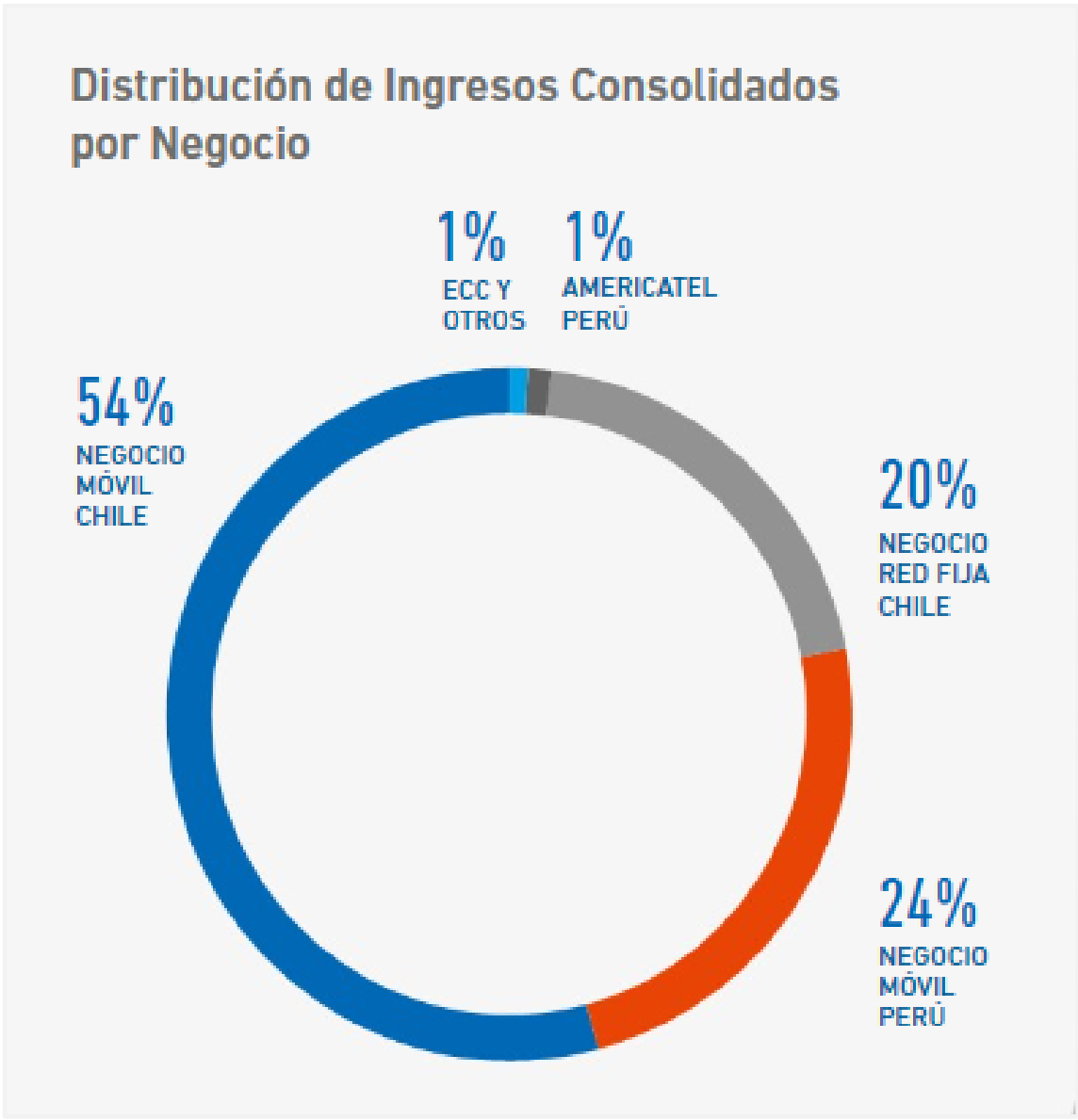
Se constituyó como Sociedad Anónima mediante escritura pública con fecha 31 de agosto de 1964. Como política de dividendos vigente distribuye el 50% de las utilidades en cada ejercicio.

Entel es uno de los operadores líderes en el mercado de las telecomunicaciones en Chile. Ofrece una gama completa de servicios tales como: comunicaciones móviles y fijas, Servicios TI, Contact center y finalmente el negocio TV Hogar inalámbrico y por F.O. el cual comenzó a comercializarse durante el año 2017.

Otros negocios que ofrece la compañía están relacionada con el servicio de prestaciones de arriendo de redes y negocios de tráfico a Mayoristas. La empresa también cuenta con operaciones en Perú, donde ofrece principalmente servicios móviles de voz y datos, sobre las redes 2G, 3G y 4G, con cobertura en las ciudades más importantes del país, y en donde a la fecha concentra cerca de un 16% de participación de mercado, siendo el tercer oferente con mayor Market Share de dicho país.

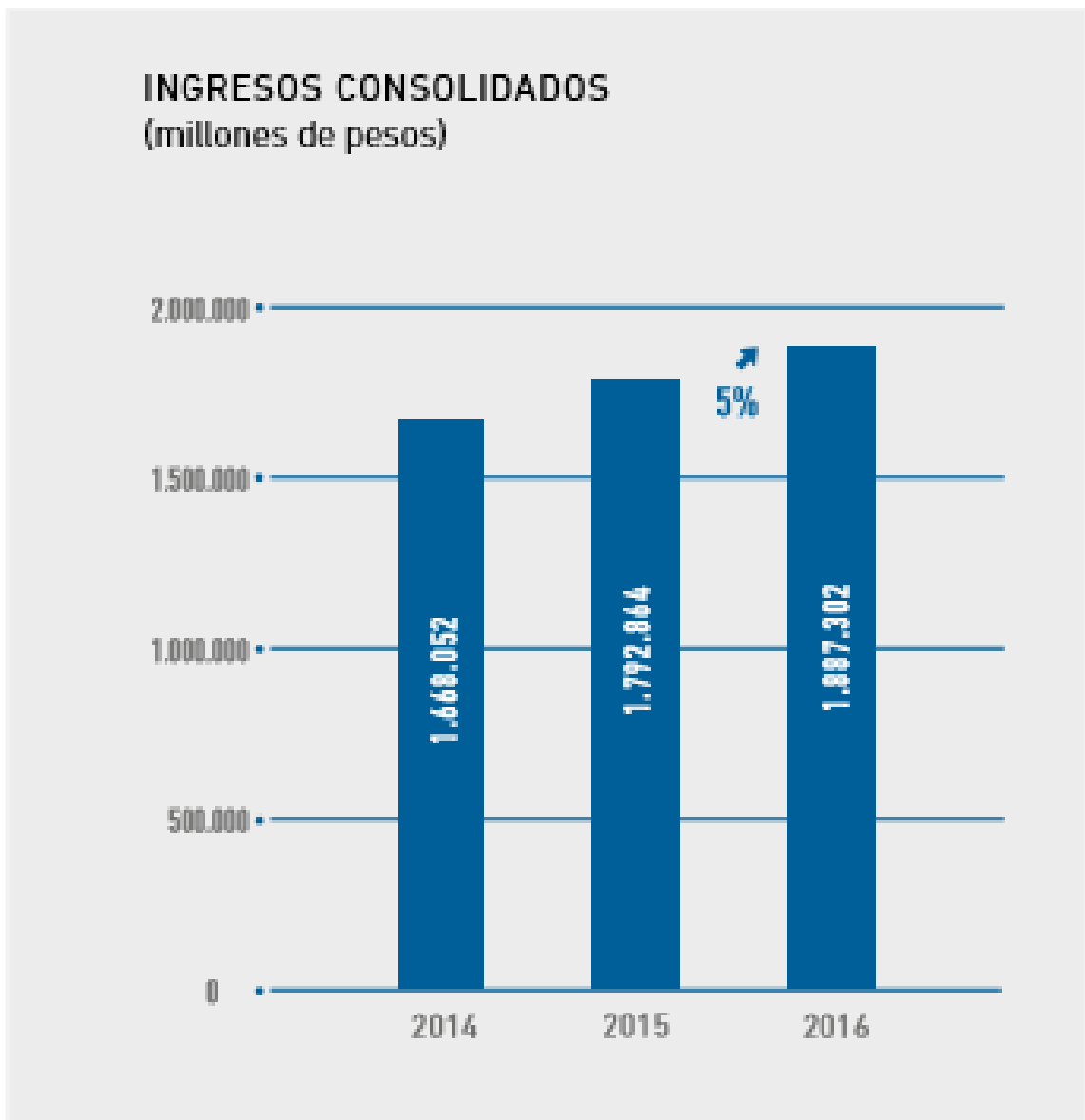
A continuación presentaremos información financiera de ENTEL, que de forma gráfica muestra la participación de cada negocio en los ingresos de la compañía, así como también su evolución.

A continuación se muestra la distribución por negocio de los ingresos del año 2016, en donde el mayor volumen de ingresos corresponde al negocio móvil con un 78%, seguido por el negocio de red fija con un 20% y el resto de los negocios con un 2%.



Fuente: Memoria anual Entel 2016.

En cuanto a la evolución de los ingresos, se tiene que desde el año 2015 al 2016, los ingresos se incrementaron en un 5%, lo que es menor al incremento registrado desde el año 2014 al 2015, que fue de un 7,4%. Esto se debió principalmente a la caída en los ingresos del negocio móvil, que pasó de crecer de un 6% entre 2014 y 2015 a crecer un 3% entre 2015 y 2016.



Fuente: Memoria anual Entel 2016.

Respecto al EBITDA de la compañía, en el año 2016 existe un alza del 19% en relación al año 2015, explicada mayormente por la contención de costos más que por el incremento en los ingresos. A continuación se muestra en la gráfica la evolución del EBITDA de ENTEL desde el año 2014 al 2016.



Fuente: Memoria anual Entel 2016, Base Contable y comparable, y se excluye ENTEL Perú.

En el siguiente cuadro resumen se muestran los principales indicadores de la compañía, desde el año 2014 al 2016, en donde se puede observar el incremento de los Activos y Pasivos, en desmedro del Patrimonio

CIFRAS RELEVANTES				
	2016	2015	Var. %	2014
CLP Millones				
Ingresos Consolidados	1.887.302	1.792.864	5%	1.668.052
EBITDA	424.781	356.585	19%	370.150
Utilidad Operacional	114.395	80.844	42%	126.769
Utilidad del Ejercicio	34.158	-1.102	-	56.471
Utilidad por acción (\$)	128,11	-4,66	-	238,75
Retorno de dividendos (%)	0,00	0,54		3,77
Rentabilidad del patrimonio (%)	3,08	-0,12		6,15
CLP Millones				
Activos	3.480.440	3.262.953		3.035.795
Pasivos	2.218.567	2.307.606		2.079.451
Patrimonio	1.261.873	955.347		956.345

Fuente: Memoria anual Entel 2016.

3.1. Filiales de ENTEL y descripciones

Entel PCS Telecomunicaciones: Tiene por objeto el estudio, construcción y explotación de un sistema para prestar toda clase de servicios de telecomunicaciones móviles, compra, venta, importación y distribución de equipos móviles de comunicación.

Entel Comercial S.A.: Realiza la gestión comercial de todos los servicios de la compañía.

Entel Inversiones S.A.: Tiene como función realizar inversiones que estratégicamente se consideran convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionados con el negocio de las telecomunicaciones.

Entel Servicios Telefónicos S.A.: Realiza la prestación de servicios de telecomunicaciones, tales como: comercialización, distribución y representación de equipos y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

Entel Call Center S.A.: Desarrolla, instala, opera y explota diversas plataformas de medios de telecomunicaciones, propios o de terceros, en el país o en el extranjero y, en general, desarrolla cualquier actividad o prestación de servicios por medio de equipos o instalaciones de telecomunicaciones atendidas por operadoras o de funcionamiento automático.

Entel Telefonía Local S.A.: Su función es satisfacer las necesidades de comunicación telefónica, multimedia y de infraestructura de usuarios de alto consumo, comercialización y representación de equipos, y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

Micarrier Telecomunicaciones 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 Contac Center S.A. (Ex Satel S.A.): Su objetivo es entregar servicio a Corporaciones, tales como, telefonía, transmisión de datos en el contexto nacional e internacional de alta o baja velocidad, utilizando tecnología satelital. Cuenta con un mix de servicios diseñados para incrementar las ventas de las empresas o mejorar sus costos operacionales asociados. Servicio orientado a empresas que necesitan ofrecer una atención personalizada a sus clientes, gestionando, administrando y haciendo más eficaces los procesos administrativos.

Entel Servicios Empresariales S.A.: Presta servicios de análisis, diseño, desarrollo,

operación y mantenimiento de software, prestación de servicios de asesoría y asistencia técnica; prestación de servicios por cuenta ajena de administración de sistemas, infraestructura y procesos de negocios, comercio electrónico, transacciones comerciales y contables mediante cualquier medio electrónico, representación de proveedores nacionales y extranjeros de software, hardware y de toda otra herramienta o equipamiento relacionados con las tecnologías de la información, soporte telefónico y en campo de continuidad de plataformas tecnológicas.

Sociedad de Telecomunicaciones Instabeep Ltda.: Su función es la ejecución de negocios relacionados con la ingeniería electrónica, especialmente aquellos relativos al establecimiento, operación y explotación de servicios de comunicaciones y cualquiera otra actividad relacionada que acuerden los socios.

Transam Comunicación S.A.: Brinda servicios de comunicación inalámbrica de larga distancia, como servicios nacionales e internacionales de marcación y teléfono.

Will S.A.: Su objetivo es la prestación del servicio de telefonía local inalámbrica y la transmisión de datos.

Americatel Perú S.A.: Proporciona servicios de internet y larga distancia, telefonía fija y transmisión de datos, principalmente focalizada en pequeñas y medianas empresas de Lima. Opera en Perú utilizando redes de fibra óptica y satélites interconectados. Enfocada en servicios de outsourcing TI. En el segmento de personas provee enlaces de datos, acceso a internet y servicios de datacenter (usos de infraestructura).

Servicios de Call Center del Perú S.A.: Su objetivo es entregar servicios de call center en variados segmentos de empresas, servicios de multimedia, redes sociales, mesas de ayuda, servicios de back office, telemarketing, servicio al cliente, gestión de ventas, servicios de cobranza y servicios tecnológicos.

Entel del Perú S.A. (Ex Nextel del Perú S.A.): Su función es prestar servicios finales y de valor añadido de telecomunicaciones, incluyendo el servicio troncalizado, el servicio

de busca personas unidireccional y bidireccional, servicio de transmisión, almacenamiento y procesamiento de datos y cualquier otro servicio de telecomunicaciones de conformidad con la legislación peruana, así como realizar actividades relacionadas con la adquisición, instalación, venta y mantenimiento de equipos de telecomunicaciones y con el suministro de servicios relacionados.

Eusa Wholesale In y Entel Internacional B.V.I. Corp.: Su objetivo es realizar inversiones en el extranjero, que sean consideradas estratégicas por Entel.

3.2. Propiedad y Principales Accionistas

El capital social de Entel S.A. se distribuye en 302.017.113 acciones de única serie, totalmente suscritas y pagadas

<i>Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)</i>	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
<i>INV ALTEL LTDA</i>	165.674.102	165.674.102	54,86%
<i>BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES</i>	25.505.403	25.505.403	8,45%
<i>BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS</i>	17.982.696	17.982.696	5,95%
<i>BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS</i>	6.981.274	6.981.274	2,31%
<i>AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C</i>	5.735.710	5.735.710	1,90%
<i>AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C</i>	4.529.617	4.529.617	1,50%
<i>AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION B</i>	4.381.159	4.381.159	1,45%
<i>AFP HABITAT S A FONDO TIPO B</i>	3.560.023	3.560.023	1,18%
<i>AFP CUPRUM S A PARA FDO PENSION C</i>	3.388.833	3.388.833	1,12%
<i>AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO C</i>	3.259.190	3.259.190	1,08%
<i>BANCHILE C DE B S A</i>	3.067.499	3.067.499	1,02%
<i>AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B</i>	2.998.309	2.998.309	0,99%

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros.

3.3. Descripción de la Industria en Chile

El sector de las telecomunicaciones se divide principalmente en 4 grandes áreas de negocio: Comunicaciones Móviles, Comunicaciones Fijas, Televisión (mayormente residencial) y Servicios TI, en donde las empresas operadoras en Chile con mayor Market Share (participación de mercado) por área negocio son: Entel, Movistar, Claro, VTR, GTD y WOM.

De las 4 áreas de negocios mencionadas anteriormente, nos concentraremos en solo 3 de ellas, que son las de mayor penetración y concentración en el país, excluirémos de este análisis el negocio de TI.

NEGOCIOS	OPERADORES	TAMAÑO DE MERCADO
Telefonía móvil con Operadores Red Propia	5	142,8 abonados por 100 hab.
Telefonía móvil con Operadores Virtuales ⁽¹⁾	6	
Banda ancha: Fija	7	3,0 millones accesos
Móvil 3G/4G ⁽²⁾	11	12,7 millones accesos
Telefonía fija ⁽³⁾	14	17 líneas por 100 hab.
TV de pago	9	3,1 millones conexiones

Fuente: Memoria Anual Telefónica Chile 2016.

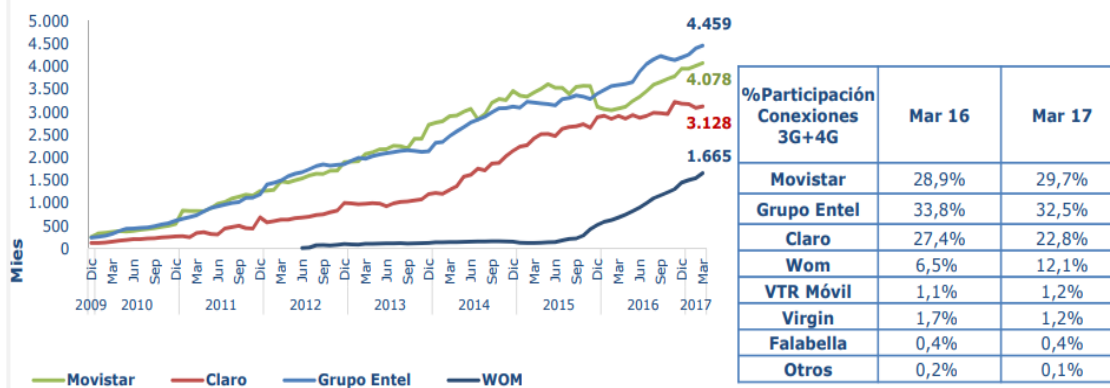
3.3.1. Comunicaciones Móviles

Internet Móvil

A marzo 2017, los tres principales operadores móviles (Movistar, ENTEL y Claro) poseen el 84,6% del mercado de internet móvil 3G+4G. Movistar creció un 32,4% en los últimos 12 meses, Claro un 7,3% y Entel un 23,6%. Los OMV (Operadores Móviles Virtuales) tienen una participación de mercado del 1,8%. Destaca el crecimiento de WOM con un 141,4% en los últimos 12 meses.

Internet Móvil (Conexiones 3G+4G)

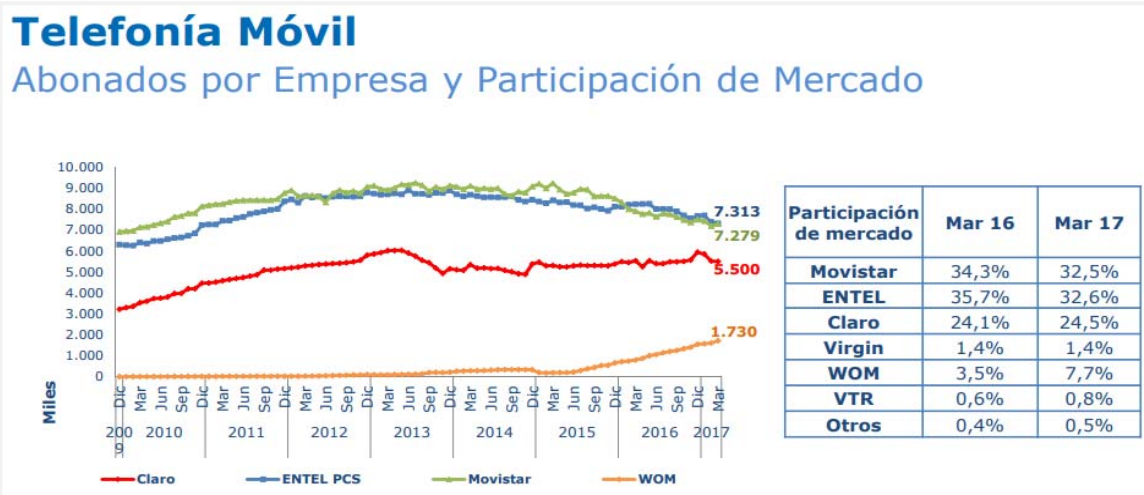
Conexiones por Empresa y Participación de Mercado



Fuente: Subsecretaría de Telecomunicaciones

Telefonía Móvil

Los tres principales operadores (Movistar, ENTEL y Claro) poseen el 89,6% del mercado a marzo 2017. Los otros operadores en su conjunto alcanzan el 10,4% de mercado, destacando la evolución de WOM con un 113,3% de crecimiento en los últimos 12 meses. Los OMV logran un 1,9% de participación en marzo 2017 permaneciendo constante su cuota en los últimos 12 meses.

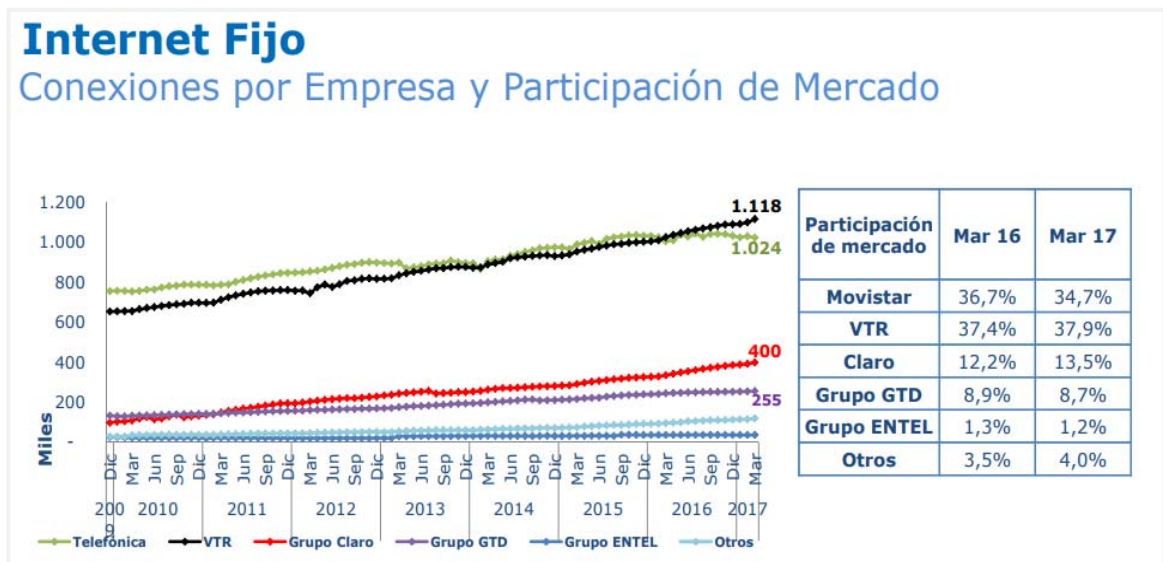


Fuente: Subsecretaría de Telecomunicaciones

3.3.2. Comunicaciones Fijas

Internet Fijo

VTR y Movistar poseen el 72,6% del total de conexiones de Internet fija a marzo 2017. En marzo 2016 VTR superó a Movistar en conexiones fijas. VTR presentó un crecimiento anual de 8,9% mientras que Movistar creció un 1,8% en los últimos 12 meses.



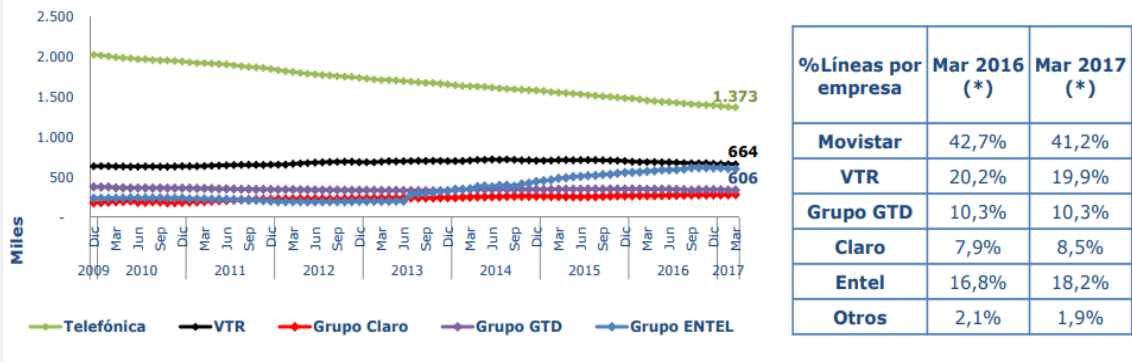
Fuente: Subsecretaría de Telecomunicaciones

Telefonía Fija

Movistar mantiene la mayor participación de mercado con un 41,2% a marzo 2017, seguido de VTR con un 19,9%. Las líneas en servicio de Movistar siguen la tendencia a la baja, con una disminución de cuota de mercado de 1,5 pp en los últimos 12 meses. La participación de VTR también cae en 0,3 pp en el mismo periodo. El alza mostrada por la participación de Entel se debe a la incorporación del parque de líneas del producto Entel Hogar.

Telefonía Fija

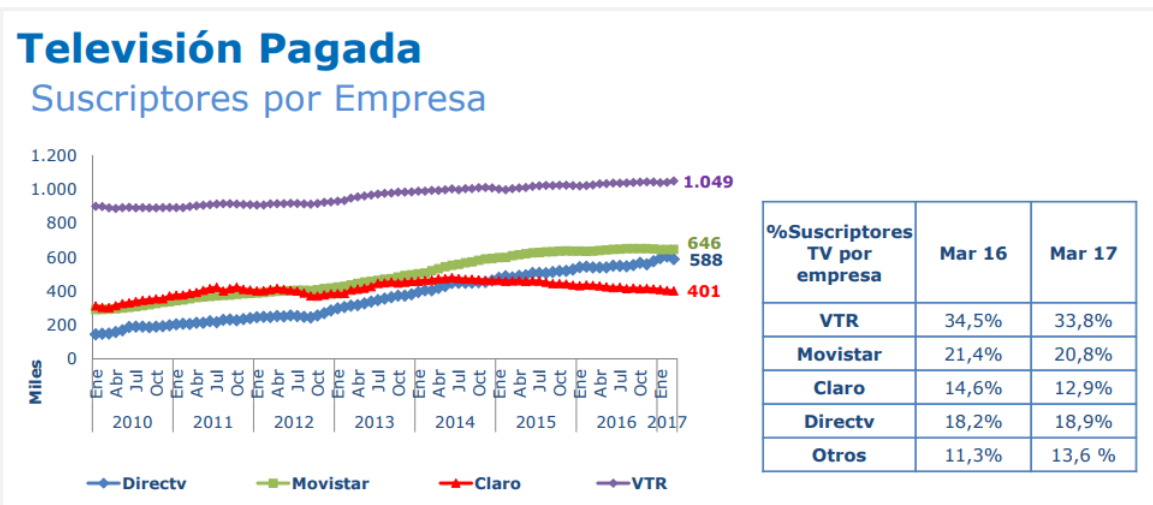
Líneas Fijas por Empresa y Participación de Mercado



Fuente: Subsecretaría de Telecomunicaciones

3.3.3. Televisión Pagada

El aumento de suscriptores de TV pagada ha beneficiado a la mayoría de las compañías, debido a un aumento en el uso y demanda de este servicio a nivel nacional. VTR mantiene la mayor cuota de mercado con un 33,8% del total de suscriptores, seguido por Movistar con 20,8% y después por DirecTV y Claro con 18,9% y 12,9% respectivamente.



Fuente: Subsecretaría de Telecomunicaciones

3.4. Descripción de Empresas Comparables

Nombre de la Empresa	Telefónica														
Ticker o Nemo técnico	CTC-A y CTC-B														
Clase de Acción	Series A y B														
Derechos de cada Clase	Serie A: Acciones comunes, Serie B: Acciones preferentes														
Mercado donde Transa sus acciones	IPSA.														
Descripción de la Empresa (profile)	Telefónica Móviles Chile S.A. ofrece a sus clientes una amplia gama de servicios de telecomunicaciones móviles a lo largo de todo Chile, entre los cuales están: servicios de Voz, Internet en el Móvil, Banda Ancha Móvil, Roaming Internacional, Machine to Machine, múltiples servicios de valor agregado, soluciones tecnológicas para pequeñas, medianas y grandes empresas, entre otros servicios, para clientes residenciales y empresas.														
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Telecomunicaciones														
Negocios en que se encuentra	<p style="text-align: center;">Participación % Ingresos por Negocio</p> <table border="1"> <caption>Participación % Ingresos por Negocio</caption> <thead> <tr> <th>Negocio</th> <th>Participación %</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Comunicaciones Fijas</td> <td>35,8%</td> </tr> <tr> <td>Banda Ancha</td> <td>24,6%</td> </tr> <tr> <td>Televisión</td> <td>20,0%</td> </tr> <tr> <td>Larga Distancia</td> <td>5,0%</td> </tr> <tr> <td>Comunicaciones Empresas</td> <td>14,5%</td> </tr> <tr> <td>Otros Negocios</td> <td>0,1%</td> </tr> </tbody> </table>	Negocio	Participación %	Comunicaciones Fijas	35,8%	Banda Ancha	24,6%	Televisión	20,0%	Larga Distancia	5,0%	Comunicaciones Empresas	14,5%	Otros Negocios	0,1%
Negocio	Participación %														
Comunicaciones Fijas	35,8%														
Banda Ancha	24,6%														
Televisión	20,0%														
Larga Distancia	5,0%														
Comunicaciones Empresas	14,5%														
Otros Negocios	0,1%														

A continuación se muestra un cuadro resumen que contiene algunos indicadores financieros de la empresa Telefónica, al cierre del año 2016.

DATOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS BAJO IFRS (en millones de pesos)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos totales	975.919	1.001.809	1.018.843	969.864	969.630	942.138
EBITDA (flujo operacional) ⁽¹⁾	399.039	348.485	250.171	245.441	272.897	242.304
Ganancia atribuible a la controladora	162.604	101.198	93.222	107.491	124.253	84.862
Pasivos no corrientes	421.461	414.236	441.718	297.515	198.100	409.166
Total activos	1.510.722	1.409.257	1.488.609	1.465.135	1.395.420	1.346.232
Inversión (millones de US\$ nominales) ⁽²⁾	347	433	226	192	220	183

⁽¹⁾ EBITDA + Resultado Operacional + Depreciación. ⁽²⁾ Desde el 01.10.2012 el costo de equipos postpago se contabiliza como costo operativo. Antes de esa fecha se contabilizaba como inversión y se depreciaba durante su vida útil.

4. Financiamiento de ENTEL

Actualmente ENTEL cuenta con tres colocaciones de Bonos, la primera del año 2013 en la Bolsa de Nueva York por un total de MMUS\$1.000, y luego en el año 2014 se colocaron dos bonos, el primero en el mercado local por un total de UF 7.000.000 y el segundo en la bolsa de Nueva York por un total de MMUS\$800.

4.1. Bonos emitidos por ENTEL

A continuación se presentan las fichas de cada uno de los bonos anteriormente descritos:

Primer Bono

Bono	144A/Reg S
Nemotécnico	NEMO Bolsa de Santiago
Fecha de Emisión	24-10-2013
Valor Nominal (VN o D)	1.000.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Internacional
Fecha de Vencimiento	30-10-2023
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,970%
Periodicidad	10 Años con amortización en los años 2022, 2023 y 2024
Número de pagos (N)	3
Periodo de Gracia	sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	100% refinanciamiento de pasivos existentes de Entel
Clasificación de Riesgo	Baa2 por Moody's y BBB+ por S&P
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,966%
Precio de venta el día de la emisión.	\$1.000.108.999,36
Valor de Mercado	100,01%

Segundo Bono

Bono	Serie M/675
Nemotécnico	BENTE-M
Fecha de Emisión	10-07-2014
Valor Nominal (VN o D)	7.000.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	30-05-2035
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,50%
Periodicidad	21 Años
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	100% refinanciamiento de pasivos existentes de Entel
Clasificación de Riesgo	AA- por Fitch Ratings/ AA+ por ICR
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,53%
Precio de venta el día de la emisión.	\$6.954.366,74
Valor de Mercado	99,35%

Tercer Bono

Bono	144A/Reg S
Nemotécnico	NEMO Bolsa de Santiago
Fecha de Emisión	17-07-2014
Valor Nominal (VN o D)	800.000.000
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Internacional
Fecha de Vencimiento	01-07-2026
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,75%
Periodicidad	11,5 Años
Número de pagos (N)	23
Periodo de Gracia	sin periodo de gracia

Motivo de la Emisión	Prepago de Deuda y financiamiento del plan de inversiones de la compañía
Clasificación de Riesgo	Baa2 por Moody's, BBB por S&P y BBB+ por Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,77%
Precio de venta el día de la emisión.	\$797.840.000,00
Valor de Mercado	99,73%

5. Estructura de Capital de ENTEL

5.1. Deuda Financiera de ENTEL

UF	2013	2014	2015	2016	2017*
Deuda Financiera	34.966.617	58.939.334	65.292.638	60.498.329	61.309.986

Fuente: Elaboración Propia.

*al 30 de Septiembre

5.2. Patrimonio Económico ENTEL

UF	2013	2014	2015	2016	2017*
Patrimonio Económico	70.692.087	57.207.538	57.175.519	82.426.617	80.101.955

Fuente: Elaboración Propia.

*al 30 de Septiembre

5.3. Estructura Capital Objetivo ENTEL

	2013	2014	2015	2016	2017*	Promedio
B/V	33%	51%	53%	42%	44%	43%
P/V	67%	49%	47%	58%	56%	57%
B/P	49%	103%	114%	73%	78%	76%

Fuente: Elaboración Propia.

*al 30 de Septiembre

6. Estimación del Costo Patrimonial

6.1. Beta de la Acción de ENTEL

El Beta Acción o Beta Patrimonial obtenido para el año 2017, fue calculado en base a los retornos semanales de 105 semanas, correspondientes al periodo comprendido entre el 3 de Octubre 2015 y el 30 de Septiembre 2017, tanto para la acción de ENTEL como para el IGPA, mediante el uso del siguiente modelo de mercado:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon$$

	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	0.879407	1,259133	1,097304	0.780483	0.926870
p-value (significancia)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Es así que el Beta de Acción ($\beta_{P^{c/d}}$) obtenido para el año 2017 es de **0,9269**.

6.2. Costo de la Deuda (K_b)

El Bono emitido por Entel de más larga duración corresponde al Bono tipo Bullet colocado en el año 2014 por un monto total de UF 7.000.000, con una tasa de colocación de **UF + 3,53%**, sin embargo en septiembre 2017 el bono se transó con una tasa de rendimiento a la madurez de UF+2,79% por lo que será esta última tasa la que se utilizará en adelante como K_b .

Bono	Serie M/675
Nemotécnico	BENTE-M
Fecha de Emisión	10-07-2014
Valor Nominal (VN o D)	7.000.000
Moneda	UF

Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	30-05-2035
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,50%
Periodicidad	21 Años
Número de pagos (N)	42
Periodo de Gracia	sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	100% refinanciamiento de pasivos existentes de Entel
Clasificación de Riesgo	AA- por Fitch Ratings/ AA+ por ICR
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,53%
Precio de venta el día de la emisión.	UF6.954.366,74
Valor de Mercado	99,35%

6.3. Beta de la Deuda (β_d)

Para el cálculo del Beta de la Deuda (β_d) mediante CAPM se utiliza la siguiente ecuación:

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

Donde K_b , R_f y PRM son datos conocidos por lo tanto lo que falta por encontrar es el β_d que se obtiene de la siguiente forma:

$$\beta_d = \frac{K_b - R_f}{PRM}$$

$$\beta_d = \frac{2,79\% - 1,99\%}{6,06\%}$$

$$\beta_d = 0,1320$$

6.4. Beta de la Acción de ENTEL ($\beta_P^{c/d}$)

Según lo calculado en el punto 1, del trabajo el $\beta_P^{c/d} = 0.9269$ obtenido mediante el modelo de mercado $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$, aplicado a los retornos semanales de dos años.

6.5. Beta Patrimonial sin Deuda ENTEL ($\beta_P^{s/d}$)

Desapalancando el beta patrimonial con deuda ($\beta_P^{c/d}$) se obtiene el beta patrimonial sin deuda ($\beta_P^{s/d}$), pero antes definiremos algunas variables como la Tasa impositiva promedio, Riesgo de la Deuda, y la estructura objetivo obtenida en la entrega anterior.

Tasa Impositiva promedio: se calcula en base al promedio de las tasas impositivas (año comercial) de los años 2015 (23%), 2016 (24,0%) y 2017 (25,5%) que corresponden a los años considerados para el cálculo del Beta Patrimonial es así que se obtuvo la siguiente tasa impositiva promedio:

$$Tc_{prom} = \frac{tc_{2015} + tc_{2016} + tc_{2017}}{3}$$
$$Tc_{prom} = \frac{23,0\% + 24,0\% + 25,5\%}{3}$$
$$Tc_{prom} = 24,17\%$$

Estructura Capital Objetivo Promedio: para este caso se utiliza la estructura promedio de los últimos tres años (2015- 2016- 2017) que corresponden a los años que abarca los datos semanales considerados para el cálculo del Beta Patrimonial con deuda (Beta de la Acción), así la estructura a utilizar es la siguiente:

*	2015	2016	2017	Mediana
B/V	53%	42%	43%	43%
P/V	47%	58%	57%	57%
B/P	114%	73%	77%	77%

Fuente: Elaboración Propia.

*Todos las relaciones porcentuales, fueron redondeadas solo para efectos de ser mostrados en este cuadro.

Riesgo de la Deuda: dado que el costo de la Deuda $K_b=2,79\%$ es mayor que la tasa libre de riesgo en Chile $R_f=1,99\%$, se puede concluir que la deuda de ENTEL es riesgosa, por lo tanto para desapalancar y obtener el beta patrimonial sin deuda, se debe aplicar la ecuación del modelo de **Rubinstein** que se presenta a continuación:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left(1 + (1 - Tc_{prom}) * \frac{B}{P\bar{a}} \right) - \beta_d * (1 - Tc_{prom}) * \left(\frac{B}{P\bar{a}} \right)$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + \beta_d * (1 - Tc_{prom}) * \left(\frac{B}{P\bar{a}} \right)}{\left(1 + (1 - Tc_{prom}) * \frac{B}{P\bar{a}} \right)}$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,9269 + 0,1320 * (1 - 0,2417) * (0,77)}{(1 + (1 - 0,2417) * 0,77)}$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{1,0039}{1,5839}$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,6338$$

6.6. Beta Patrimonial con Deuda a Largo Plazo ENTEL ($\beta_P^{c/d}$)

Para calcular el beta patrimonial con deuda a largo plazo, se considera el beta sin deuda desapalancado en el punto anterior, con la tasa impositiva a largo plazo ($t_{c,p}$) que según la normativa chilena es del **27%** desde el 2018 en adelante y con la estructura de capital objetivo promedio indicada en el recuadro, que considera la mediana de los dos últimos años, debido a que la estructura capital objetivo, se mantiene más estable, que los años anteriores.

*	2016	2017	Mediana
B/V	42%	43%	43%
P/V	58%	57%	57%
B/P	73%	77%	75%

Fuente: Elaboración Propia.

*Todos las relaciones porcentuales, fueron redondeadas solo para efectos de ser mostrados en este cuadro.

Finalmente los datos son introducidos en la ecuación del modelo de Rubinstein:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left(1 + (1 - T_{clp}) * \frac{B}{P\bar{d}} \right) - \beta_d * (1 - T_{clp}) * \left(\frac{B}{P\bar{d}} \right)$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,6338 * (1 + (1 - 0,27) * 0,75) - 0,1320 * (1 - 0,27) * (0,75)$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,9085 \text{ (largo plazo)}$$

6.7. Costo Patrimonial con Deuda ENTEL (K_P)

Mediante el modelo CAPM se calcula el costo patrimonial con deuda de la empresa, utilizando para ello el beta patrimonial con deuda obtenido en el punto anterior, la tasa libre de riesgo y Premio por riesgo indicados para esta entrega. Cabe señalar que para este caso no se debe adicionar premio por liquidez, por tratarse una empresa que transa en bolsa regularmente.

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

$$K_p = 1,99\% + 6,06\% * 0,9085$$

$$K_p = 7,49\%$$

6.8. Costo Capital Promedio Ponderado Patrimonial (WACC=K₀)

Finalmente con los datos obtenidos en los puntos anteriores se calculará el WACC, a través de la ecuación propuesta en la Preposición III del modelo de Modigliani y Miller (M&M 1963), presentada a continuación:

$$K_0 = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * (1 - tc) * \left(\frac{B}{V}\right)$$

$$K_0 = 0,0749 * (0,57) + 0,0279 * (1 - 0,27) * (0,43)$$

$$K_0 = 5,14\%$$

7. Análisis de Crecimiento del Negocio y de los Costos Operacionales

7.1. Crecimiento Real de la Empresa

En los siguientes cuadros se muestran los ingresos y el crecimiento por negocio de un año a otro hasta Septiembre 2017, aunque para este último año el crecimiento se compara con el mismo periodo del año 2016 (Enero – Septiembre 2017 vs Enero Septiembre 2016).

Ingresos Ordinarios por Negocio	UF					
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2016	30-09-2017
Telefonía Móvil - Chile	54.558.106	46.718.133	44.669.102	41.071.702	30.809.790	29.282.570
Telefonía Móvil - Perú	1.969.255	6.161.060	9.321.393	13.219.023	9.623.362	12.259.532
Servicios Privados (incluye servicios IT)	5.176.540	5.556.551	5.878.790	6.652.655	4.905.489	5.262.879
Telefonía Local (incluye NGN- IP)	1.851.599	2.053.367	2.373.461	2.411.286	1.812.331	1.632.542
Servicios de Televisión	357.665	731.703	874.702	1.052.262	773.328	923.832
Larga Distancia	1.373.992	1.094.773	747.264	622.388	464.564	355.496
Internet	895.706	978.471	1.119.754	1.331.385	977.365	1.202.394
Servicios a Otros Operadores	895.253	933.438	2.156.891	2.003.430	1.490.283	1.298.408
Negocios de Tráfico	1.340.855	1.140.220	1.038.137	1.019.179	788.150	507.339
Americatel Perú	917.723	1.033.398	1.029.262	912.792	701.877	642.692
Servicios Call Center y Otros	522.004	324.864	423.551	589.675	436.607	361.696
Total Ingresos Ordinarios	69.858.698	66.725.980	69.632.307	70.885.778	52.783.146	53.729.378

Fuente: Elaboración Propia.

Desde el año 2014 en adelante, el crecimiento ha sido positivo ubicándose en el rango de 2% a 4%, tal como se muestra en el siguiente cuadro.

Para el cálculo del crecimiento del año 2017, se comparó el crecimiento % de 12 meses móviles, considerando los ingresos a Septiembre 2017 vs Ingresos a Septiembre 2016, con lo cual se obtiene un crecimiento de 2%, similar al obtenido al comparar los ingresos de los años 2015 vs 2016.

Crecimiento % por Negocio				
Variaciones %	14 vs 13	15 vs 14	16 vs 15	Sept 17 vs Sept 16
Telefonía Móvil - Chile	-14%	-4%	-8%	-5%
Telefonía Móvil - Perú	213%	51%	42%	27%
Servicios Privados (incluye servicios IT)	7%	6%	13%	7%
Telefonía Local (incluye NGN- IP)	11%	16%	2%	-10%
Servicios de Televisión	105%	20%	20%	19%
Larga Distancia	-20%	-32%	-17%	-23%
Internet	9%	14%	19%	23%
Servicios a Otros Operadores	4%	131%	-7%	-13%
Negocios de Tráfico	-15%	-9%	-2%	-36%
Americatel Perú	13%	0%	-11%	-8%
Servicios Call Center y Otros	-38%	30%	39%	-17%
Crecimiento Total Negocios	-4%	4%	2%	2%

Fuente: Elaboración Propia.

7.2. Crecimiento Real de la Industria

En relación al crecimiento de la industria, la cantidad de servicios entregados por las empresas de telecomunicaciones se han incrementado desde 41,7 millones a 47,8 millones de servicios, en el periodo comprendido entre Diciembre 2013 a Septiembre 2017, lo que representa un crecimiento de la base de servicios asociados a las telecomunicaciones de un 14,6% de acuerdo a las cantidades mostradas en el siguiente cuadro:

Cantidad de Servicios por Negocio					
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
Telefonía Fija	3.347.231	3.427.749	3.445.880	3.375.037	3.273.966
Telefonía Móvil	23.661.339	23.680.718	23.206.353	23.302.603	22.775.182
Internet Fija	2.309.572	2.501.356	2.729.251	2.912.133	3.064.994
Internet Móvil	9.810.982	10.900.147	11.554.069	13.945.254	15.420.248
Televisión Alámbrica	1.285.639	1.374.806	1.429.197	1.478.889	1.613.686
Televisión Satelital	1.269.981	1.435.175	1.510.826	1.571.458	1.632.771
Cantidad Total de Servicios	41.684.744	43.319.951	43.875.576	46.585.374	47.780.847

Fuente: Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL).

En cuanto a los crecimientos de la base de servicios desde el año 2013 a Septiembre 2017, se tiene que el rango de crecimiento de un año a otro, va desde 1% a 6%, mostrando el mayor crecimiento en el periodo 2016 vs 2015 explicado en gran medida por el crecimiento del negocio Móvil.

Crecimiento % por Negocio según Q servicios				
	Var.% 14 vs 13	Var.% 15 vs 14	Var.% 16 vs 15	Var.% Sept 17 vs 16
Telefonía Fija	2%	1%	-2%	-3%
Telefonía Móvil	0%	-2%	0%	-2%
Internet Fija	8%	9%	7%	5%
Internet Móvil	11%	6%	21%	11%
Televisión Alámbrica	7%	4%	3%	9%
Televisión Satelital	13%	5%	4%	4%
Crecimiento Total de Servicios	4%	1%	6%	3%

Fuente: Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL).

7.3. Perspectivas de crecimiento de la industria 2017 - 2021

Según el IPoM de Diciembre 2017, las perspectivas de crecimiento del PIB agregado 2017 sería de 1,4% lo que está dentro del rango previsto en el IPoM de Septiembre 2017. Este escenario cambiaría en el 2018, cuyo crecimiento proyectado estaría en el rango del 2,5% al 3.5% empujado principalmente por el PIB Minero que aumentará en el primera mitad del año. En relación al PIB No Minero, podemos indicar que se proyecta una mejora gradual.

Cabe señalar que existe otra desagregación del PIB que es muy similar a la del PIB Minero/No Minero, pero que para efectos de estimar el crecimiento de las industrias no ligadas a la explotación de Recursos Naturales (Minería, Pesca, Electricidad, Gas y Agua) es más adecuado. Es así que esta otra desagregación del PIB considera el **PIB RRNN** y **PIB Resto**, este último contiene el PIB que aplica para las empresas de telecomunicaciones y que en su proyección de crecimiento para los próximos 10 años

(2017- 2026) se estima en el rango de 2,9% a 3,8%, que está por sobre el PIB RRNN que para el mismo periodo se proyecta en torno al 2,0%. Esta información fue extraída del Informe de crecimiento tendencial Banco Central de Chile: Proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes, Septiembre 2017.

Proyección de crecimiento tendencial									
Método función de producción, 2017- 2050									
	Capital	Fuerza Trabajo	Horas Trabajadas	Índice Calidad	Factor Trabajo	PTF	PIB Resto	PIB RRNN	PIB Total
Escenario Pesimista									
2017- 2026	3,0	1,1	-0,7	0,7	1,1	0,9	2,9	2,0	2,8
2017- 2026	2,6	0,8	-0,6	0,6	0,8	0,9	2,6		
2017- 2050	2,4	0,6	-0,4	0,5	0,6	0,9	2,4		
Escenario Base									
2017- 2026	3,4	1,3	-0,4	0,8	1,6	0,9	3,4	2,0	3,2
2017- 2026	3,0	1,0	-0,4	0,7	1,3	0,9	3,0		
2017- 2050	2,7	0,8	-0,4	0,6	1,0	0,9	2,7		
Escenario Optimista									
2017- 2026	3,7	1,4	-0,2	0,9	2,1	0,9	3,8	2,0	3,6
2017- 2026	3,4	1,2	-0,2	0,8	1,8	0,9	3,5		
2017- 2050	3,0	0,9	-0,2	0,7	1,3	0,9	3,1		

Fuente: Banco Central de Chile en base a CASEN, INE y OCDE.

En conclusión, considerando las proyecciones realizadas por el Banco Central de Chile en el informe antes mencionado, el crecimiento las industrias no ligadas a la explotación de RRNN debiera estar en un rango entre 2,9% - 3,8% para los próximos 10 años, dentro del cual esta nuestro horizonte de evaluación. El crecimiento proyectado para al PIB Resto, según sea el escenario (Pesimista a Optimista) incluye la industria de las telecomunicaciones, por lo que será este rango el que considerará en nuestro posterior análisis, para todo lo que respecta a la proyección del crecimiento del negocio local.

Dado que Entel posee operaciones en Perú, es importante presentar información referente al crecimiento de la industria en dicho país, para lo cual a continuación mostraremos las proyecciones de crecimiento en función del PIB de Perú, que de manera análoga a lo que se hace en Chile, presenta una desagregación de su PIB, en dos líneas: **PIB Primario** y **No Primario**. Es dentro del PIB No Primario donde se considera la industria de las telecomunicaciones como parte de los Servicios. Los datos que presentaremos a continuación fueron extraídos del Informe de actualización de proyecciones macroeconómicas al 30 de Abril 2017, realizadas por el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú.

Proyección de crecimiento tendencial 2017- 2021 PIB Perú						
	2016	2017E*	2018E*	2019E*	2020E*	2021E*
PIB Primario	9,8	6,0	5,8	3,5	3,4	3,5
PIB No Primario	2,3	2,1	4,3	5,2	5,4	5,4

Fuente: Proyecciones MEF, Banco Central de Reserva del Perú, INEI.

*Estimado según proyecciones.

En conclusión el crecimiento de la industria de las Telecomunicaciones en Perú debiera seguir la misma tendencia que refleja el PIB No Primario, que de acuerdo a las proyecciones 2017- 2021 se ubicaría en el rango de 2,1% a 5,4% para dicho periodo.

7.4. Análisis de Costos Operacionales

7.4.1. Definición de los Costos operacionales

Dentro del Estado de Resultado Consolidado de ENTEL, existen tres líneas de costos Operacionales que concentran cerca del 83% de los costos (**Gastos por Beneficios a los Empleados, Otros Gastos y Pérdidas por deterioro (Reversiones) Neto**), el otro 17% corresponde mayormente a Depreciación y Amortización. A continuación, desagregaremos los distintos conceptos de costo inmersas, en cada una de las tres

líneas de costo mencionadas anteriormente.

Gastos por Beneficios a los Empleados

Esta línea corresponde a los gastos de Remuneraciones del personal de ENTEL, que representa cerca del 14% de los costos Operacionales. Cabe mencionar que el monto reflejado en los estados de resultados, no consideran el costo de las horas que son parte de la remuneración activable, es decir, aquellas horas hombre que pasa a formar parte del activo fijo de la compañía, por considerarse dentro del costo de producción (provisión de los servicios).

A continuación se mencionan las cuentas de remuneraciones más significativas para la empresa, ordenadas de mayor a menor relevancia en términos de montos:

- Sueldos Base
- Colación Movilización
- Gratificación Legal
- Aporte Patronal
- Asignaciones Diversas
- Sobretiempo
- Otros Bonos
- Aguinaldos
- Bono de Producción
- Diferencia Subsidio Enfermedades
- Feriado Legal
- Comisiones

Otros Gastos

Esta línea de gastos/costos es la de mayor relevancia para ENTEL ya que considera una gran cantidad de conceptos, que van desde la Operación y Mantención (en clientes e

internos) hasta los gastos comerciales y administrativos.

Los principales conceptos de costo corresponden a: **Operación y Mantenición de los Servicios en Clientes, Costos Operacionales de Infraestructura & Red y Costos de Venta Equipos**. En cuanto a los gastos, los principales conceptos corresponden a: **Gastos Comerciales y Gastos Administrativos e Intercompañía** (considera ventas entre filiales de ENTEL). Todos los conceptos señalados anteriormente, se encuentran contenidos en Otros Gastos, a través de las siguientes agrupaciones extraídas de las notas de los EEFF de la compañía:

- Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales
- Outsourcing y Materiales
- Publicidad, Comisiones y Gastos de Venta
- Arriendos y Mantenciones
- Participaciones a Otros Operadores de Servicios
- Servicios Profesionales y Consultoría
- Energía y Otros Consumos
- Otros

Perdidas por Deterioro (Reversiones) Neto

Las pérdidas por deterioro considera dos conceptos, el primero está relacionado al deterioro de "Propiedad, Planta y Equipos", y el segundo está relacionado con las "Cuentas por Cobrar" con vencimientos atrasados y/o aquellos servicios prestados pero no facturados. De los conceptos mencionados anteriormente, es el segundo el cual tiene mayor peso dentro de este ítem de costos, representando más del 90% del total de pérdidas por deterioro .

7.4.2. Detalle de los Costos Operacionales

En el siguiente cuadro, se muestran los tres conceptos de Gastos/Costos Operacionales con sus respectivos montos expresados en UF, para el periodo comprendido entre el año 2013 y septiembre 2017.

Costos Operacionales en UF					
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
Gastos por Beneficios Empleados	-7.392.600	-9.023.591	-9.637.710	-9.321.628	-7.031.944
Perdidas por Deterioro (Rev.), Neto	-2.242.500	-2.243.477	-2.099.024	-2.235.513	-1.378.253
Otros Gastos	-41.019.086	-41.587.192	-44.386.784	-44.360.701	-33.741.280
Ganancias (Perdidas) Operacionales	-50.654.186	-52.854.260	-56.123.518	-55.917.841	-42.151.477

Fuente: Elaboración propia.

7.5. Análisis de los Costos No Operacionales

Dentro de las líneas Ingresos/Gastos No Operacionales, existen algunas cuentas que son de carácter recurrentes durante el periodo comprendido entre el año 2013 y Septiembre 2017. En los siguientes recuadros se muestran las cuentas recurrentes y los montos en UF que se registraron en cada periodo.

Ingresos Financieros

UF					
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
Intereses sobre Depósitos a Plazo – Activos a Costo Amortizado	70.369	171.728	260.507	131.206	84.013
Intereses sobre Arrendamiento Financieros Otorgados	13.154	11.300	7.948	5.497	1.813

Fuente: Elaboración propia.

Costos Financieros

UF					
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
Gastos por Intereses					
Prestamos – Pasivos a Costo Amortizado	-313.586	-60.544	-126.459	-160.853	-193.962
Gastos por Intereses , Bonos – Pasivos a Corto Plazo	-209.299	-1.717.839	-2.217.398	-2.256.333	-1.637.471
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Prestamos	-153.408	-119.225	-90.895	-96.427	-140.621
Coberturas de Tasas de Interés (CCS)	-67.645	-151.700	-132.929	-96.424	-114.491
Gastos por Intereses, Arrendamientos Financieros	-20.251	-17.418	-13.799	-9.983	-4.817
Gastos por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	-22.467	-15.028	-18.979	-23.029	-18.710
Gastos por Intereses, Otros	-38.963	-50.801	-63.597	-108.251	-62.844
Otros Costos Financieros	-17.351	-75.177	-105.388	-131.344	-86.827

Fuente: Elaboración propia.

Diferencias de Cambio

UF					
Diferencias de Cambio	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
Otros Activos	123.219	550.935	279.517	-127.386	-26.228
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	-92.238	-291.717	-788.015	101.897	229.296
Prestamos que Devengan Intereses	-1.914.708	-5.831.746	-1.211.982	466.717	286.222
Instrumentos Derivados – efecto tasas de cierre (FW)	1.732.660	2.045.720	2.678.961	-728.270	-684.912
Instrumentos Derivados – efecto tasas de cierre (CCS)	186.141	3.532.204	6.341.261	-2.470.929	-1.893.101
Instrumentos Derivados – efecto valor razonable (FW)	-920.616	-455.529	-551.377	-623.875	-245.426
Otros Pasivos	929	2.396	10.830	-7.156	-16.750

Fuente: Elaboración propia.

Resultado por Unidad de Reajuste

Resultado por Unidad de Reajuste	UF				30-09-2017
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	
Otros Activos	37.240	53.259	38.025	30.978	2.295
Inst. derivados- efecto tasas cierre (CCS)	-67.889	-956.043	-633.405	-446.868	-189.731

Fuente: Elaboración propia.

7.6. Análisis de Activos

7.6.1. Clasificación Activos Operacionales/ No Operacionales

A continuación se mostrará, cómo se componen los Activos Operacionales y No Operacionales de ENTEL, junto con sus montos registrados al 30 de Septiembre 2017.

Activos Operacionales

UF	
	30-09-2017
Otros Activos N o Financieros Corrientes	1.564.438
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	12.099.108
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	13.003
Inventarios	3.892.003
Otros Activos No Financieros No Corrientes	212.000
Activos Intangibles	11.630.711
Plusvalía	1.768.630
Propiedades, Planta y Equipo	69.424.370
Total Activos Operacionales	100.604.263

Fuente: Elaboración propia.

Activos No Operacionales

UF	
	30-09-2017
Otros Activos Financieros Corrientes	128.218
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	5.156.780
Activos por Impuestos Corrientes	4.068.839
Cuentas por Cobrar No Corrientes	261.662
Otros Activos Financieros No Corrientes	2.286.766
Activos por Impuestos , No Corrientes	4.039.346
Activos por Impuestos Diferidos	15.382.684
Total Activos No Operacionales	31.324.295

Fuente: Elaboración propia.

7.7. Descripción Activos No Operacionales

7.7.1. Otros Activos Financieros Corrientes/No Corrientes

La composición de este rubro es la siguiente:

	30.09.2017 M\$
<u>Corrientes</u>	
Derivados - No Cobertura	1.161.830
Derivados - Cobertura	1.467.213
Deudores por Leasing Financiero	788.838
Subtotal Corrientes	3.417.881
<u>No Corriente</u>	
Derivados - Cobertura	58.292.584
Derivados - No Cobertura	2.665.262
Deudores por Leasing Financiero	-
Subtotal No Corrientes	60.957.846
Total Otros Activos Financieros	64.375.727

Fuente: Notas EEFF ENTEL a Septiembre 2017.

En el rubro Derivados se registran aquellos contratos que presentan valorizaciones a favor (derecho) de las sociedades del Grupo.

- **Derivados de Cobertura**

Flujo de efectivo - estos saldos corresponden al valor de mercado de contratos de derivados que han sido designados de cobertura de riesgos cambiarios y de tasa de interés, Cross Currency Swap (CCS), en relación con los bonos colocados en el mercado internacional. Estos contratos CCS, consisten en la sustitución de obligaciones por US\$ 1.600 millones a tasas fijas del 4,875% y 4,75%, por obligaciones en Unidades de Fomento (U.F) por 16,38 millones y obligaciones en pesos chilenos por M\$ 506.595.200, ambas a tasas anuales que fluctúan entre un UF+3,57% a CLP+7,73%.

- **Derivados No de Cobertura**

Derivados a valor razonable con cambio en resultado (no designados de cobertura). Se incluyen por este concepto, los siguientes contratos:

- ✓ Compraventa de moneda extranjera a futuro (FR), que comprenden la obligación de compra de US\$ 521,4 millones, en un total de M\$ 295.696.405 y 231 millones de Nuevos Soles (M\$ 45.197.861).
- ✓ Swap de tasa de interés (IRS), sobre un nocional de US\$ 200 millones sobre los cuales se reciben intereses a una tasa fija del 4,75% y se pagan intereses a una tasa Libo de 360 días + márgenes que fluctúan entre un 1,78% y 2,075% anual.

- **Deudores por Leasing Financiero**

Se reflejan saldos relacionados con un contrato vigente con Telmex S.A. y corresponde al valor de las cuotas de capital por cobrar a más de un año por el arrendamiento de infraestructura de telecomunicaciones a largo plazo. El contrato contempla 19 cuotas anuales iguales de UF 40.262,12 cada una, venciendo la última el 10 de enero de 2017 y una cuota final, representativa de la opción de compra, de UF 30.196,59 con vencimiento al 10 de enero de 2018.

7.7.2. Activos por Impuestos Corrientes/ No Corrientes

El impuesto a la renta provisionado por cada empresa del Grupo, por sus resultados al 30 de septiembre del 2017, se presenta compensado con los pagos provisionales mensuales obligatorios (PPM), que se han debido efectuar.

Las compensaciones acumuladas de aquellas empresas que arrojaron saldos a favor (por cobrar), sumaron en conjunto, M\$ 15.688.594. Estos valores se presentan en el activo corriente, formando parte del rubro Activos por Impuestos, que se detalla en el siguiente cuadro:

	Corriente 30.09.2017 M\$	No Corriente 30.09.2017 M\$
Remanente de IVA Crédito Fiscal	22.446.404	107.676.008
Pagos Provisionales Mensuales Neto de Impto Renta	15.688.594	-
Pago Provisional por Utilidades Absorbidas	43.915.753	-
PPM Netos Periodos Anteriores, Otros Créditos	26.411.428	-
Total	108.462.179	107.676.008

Fuente: Notas EEFF ENTEL a Septiembre 2017.

Por su parte, la suma de aquellas que presentaron saldos en contra (por pagar) ascendió a M\$ 2.441.356, y se presentan en el pasivo corriente, en el rubro Pasivos por Impuesto.

7.7.3. Cuentas por Cobrar No Corrientes

El desglose de los saldos es el siguiente:

	30.09.2017 M\$
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto	
Deudores Comerciales, Neto, Corriente	308.460.026
Cuentas por Cobrar al Personal, Neto, Corriente	6.999.652
Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corriente	7.063.709
Total	322.523.387
Cuentas por Cobrar No Corrientes, Neto	
Cuentas por Cobrar al Personal, Neto, No Corriente	4.182.505
Otras Cuentas por Cobrar, Neto, No Corriente	2.792.565
Total	6.975.070
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Bruto	
Deudores Comerciales, Bruto, Corriente	458.518.422
Cuentas por Cobrar al Personal, Bruto, Corriente	6.999.652
Otras Cuentas por Cobrar, Bruto, Corriente	7.128.357
Total	472.646.431
Cuentas por Cobrar No Corrientes, Bruto	
Cuentas por Cobrar al Personal, Bruto, No Corriente	4.182.505
Otras Cuentas por Cobrar, Bruto, No Corriente	2.792.565
Total	6.975.070

Fuente: Notas EEFF ENTEL a Septiembre 2017.

Dentro de la cartera de deudores comerciales, no se encuentran partidas securitizadas. Los Deudores Comerciales se presentan netos de provisiones por deterioro (incobrabilidad), por M\$ 150.058.396 en el cierre a Septiembre 2017.

7.7.4. Activos por Impuestos Diferidos

Antes de señalar cuales son los activos por impuesto diferidos que se generaron en ENTEL a Septiembre 2017, entregaremos algunas definiciones de la normativa vigente para el tratamiento de impuestos a la renta e impuestos diferidos.

- **Impuesto a la renta e impuestos diferidos**

El gasto por impuesto a la renta se determina sobre la base de los resultados tributarios. Las diferencias temporarias de impuestos entre las bases financieras

y tributarias, son registradas como activos o pasivos no corrientes, según corresponda. Estos valores, independientemente del plazo estimado de recuperación, son registrados a su valor corriente, sin descontar a valor actual. Los activos y pasivos por impuestos diferidos, se reconocen según las tasas de impuesto que estarán vigentes en los períodos en que éstos se esperan sean realizadas o liquidadas.

El impuesto diferido, se mide empleando las tasas fiscales que se espera sean de aplicación a las diferencias temporarias en el período en el que se reversen, usando tasas fiscales, que por defecto se les aplican a la fecha del balance, tal como se indica a continuación:

Año	Régimen Parcialmente Integrado
2014	21,0%
2015	22,5%
2016	24,0%
2017	25,5%
2018	27,0%

Fuente: Elaboración propia.

- **Impuestos Diferidos ENTEL**

La composición de los activos y pasivos por impuestos diferidos, establecidos por normativa vigente se indican en el cuadro, según las partidas en que se han originado.

Conceptos	30.09.2017		Cambios del período en	
	Activo M\$	Pasivo M\$	Resultado M\$	Patrimonio M\$
Depreciaciones Propiedades Planta y Equipos	72.606.064	-	(3.454.059)	(33.001)
Amortizaciones Intangibles	1.121.964	11.688.771	(3.113.724)	200.975
Acumulaciones (o devengos)	15.110.942	944	(788.745)	(23.288)
Provisiones	13.555.452	-	1.437.867	(195.600)
Deterioro de Propiedades, Planta y Equipo	345.343	783.702	148.728	16.702
Deterioro Cuentas por Cobrar (Incobrables)	35.658.706	-	8.169.208	(93.569)
Ajuste Valor de Mercado Contratos de Derivados	98.374	-	204.637	(2.931)
Activos/Pasivos a Costo Amortizado	-	4.119.604	270.562	-
Ingresos Diferidos	3.971.391	-	(538.497)	(1.010)
Bienes Adquiridos en Leasing Financiero	377.291	-	(240.331)	-
Bienes Vendidos en Leasing Financiero	117.914	212.986	175.574	-
Pérdidas Fiscales	262.310.459	-	39.446.870	(12.053.632)
Otros	4.779.067	-	(3.016.870)	(21.695)
Totales	410.052.967	16.806.007	38.701.220	(12.207.049)

Fuente: Notas EEFF ENTEL a Septiembre 2017.

Respecto de algunas de las filiales, no se han reconocido activos por impuestos diferidos, principalmente asociados a derechos de aplicación de pérdidas tributarias a utilidades futuras. Los activos no reconocidos, y que no tienen plazo de extinción, ascienden a M\$ 1.908.508 a Septiembre 2017.

8. Proyección de Ingresos de Operación

Para la proyección de los ingresos de ENTEL, se consideró tanto los resultados históricos de los distintos negocios, así como también aspectos estratégicos de la compañía, que tienen como finalidad potenciar el crecimiento de la Empresa tanto en Chile como en Perú. De acuerdo a lo dicho anteriormente es que se proponen para Chile y Perú crecimientos diferentes, según el grado la madurez de cada negocio, crecimiento proyectado del PIB de cada País y aspectos estratégicos de la compañía.

8.1. Criterios de Proyección crecimiento negocios en Chile

Dentro de ENTEL Chile, existen cuatro líneas de negocio que representan cerca del 88% de los ingresos, y que corresponden a los negocios de: **Telefonía Móvil Chile, Servicios Privados, Servicios de Televisión e Internet**. Tal como se muestra en el cuadro, existe una notoria caída en los ingresos del negocio Móvil durante los últimos años, debido al nivel de madurez y competitividad de este negocio, que ha sido apalancado por los otros tres negocios que crecieron entre un 6% y 23% entre el 2014 y 2017, mostrados en el siguiente recuadro.

Crecimiento % por Negocio			
Variación % por periodo	15 vs 14	16 vs 15	Sept 17 vs Sept 16
Telefonía Móvil - Chile	-4%	-8%	-5%
Servicios Privados (incluye servicios IT)	6%	13%	7%
Servicios de Televisión	20%	20%	19%
Internet	14%	19%	23%

Tomando en cuenta lo anteriormente expuesto, es que se definen los criterios para proyectar los crecimientos de los ingresos de ENTEL Chile. Se estima para el negocio Móvil una caída promedio del 3,6% anual hacia el 2021, lo que será apalancado

mayormente por crecimientos en los negocios **Telefonía Móvil Chile, Servicios Privados, Servicios de Televisión, e Internet**, que crecerán en promedio un 17%. Otro negocio que presentará crecimientos considerables será, **Telefonía Local** que dentro de su estructura de ingresos considera **telefonía IP, NGN y Pack Negocio**, los dos últimos productos mayormente comercializados de forma masiva por el Segmento Empresas y cuyo crecimiento estará cerca del 16% anual promedio.

Finalmente, en los siguientes dos cuadros se presenta el crecimiento proyectado para todos los negocios en Chile, junto con sus respectivos niveles de ingresos estimados. Cabe señalar que los crecimientos proyectados van de la mano con el crecimiento estimado para Chile, que según las estimaciones hechas por el Banco Central en su “Informe de crecimiento tendencial Banco Central de Chile: Proyección de mediano plazo y análisis de sus determinantes, Septiembre 2017”, señala que para los próximos 10 años (2017- 2026) el PIB Resto que contiene el PIB de la industria de las telecomunicaciones, debiera estar en torno al 3,4% en un escenario base.

Crecimiento % por Negocio Proyectado (Sin Perú)				
Negocios	2018 vs 2017	2019 vs 2018	2020 vs 2019	2021 vs 2020
Telefonía Móvil - Chile	-4,3%	-2,7%	-3,3%	-4,1%
Telefonía Móvil - Perú				
Servicios Privados (incluye servicios IT)	16,0%	15,1%	15,3%	15,6%
Telefonía Local (incluye NGN- IP)	23,5%	12,6%	13,1%	13,6%
Servicios de Televisión	29,5%	23,2%	22,0%	21,2%
Larga Distancia	0,3%	1,8%	-15,9%	-29,2%
Internet	16,4%	19,2%	18,9%	18,6%
Servicios a Otros Operadores	47,9%	20,5%	19,9%	19,5%
Negocios de Tráfico	-1,9%	-16,5%	-23,1%	-35,6%
Americatel Perú	11,4%	5,5%	6,1%	6,7%
Servicios Call Center y Otros	18,1%	12,1%	12,6%	13,1%
Total Ingresos Ordinarios	2,9%	3,2%	3,5%	3,8%

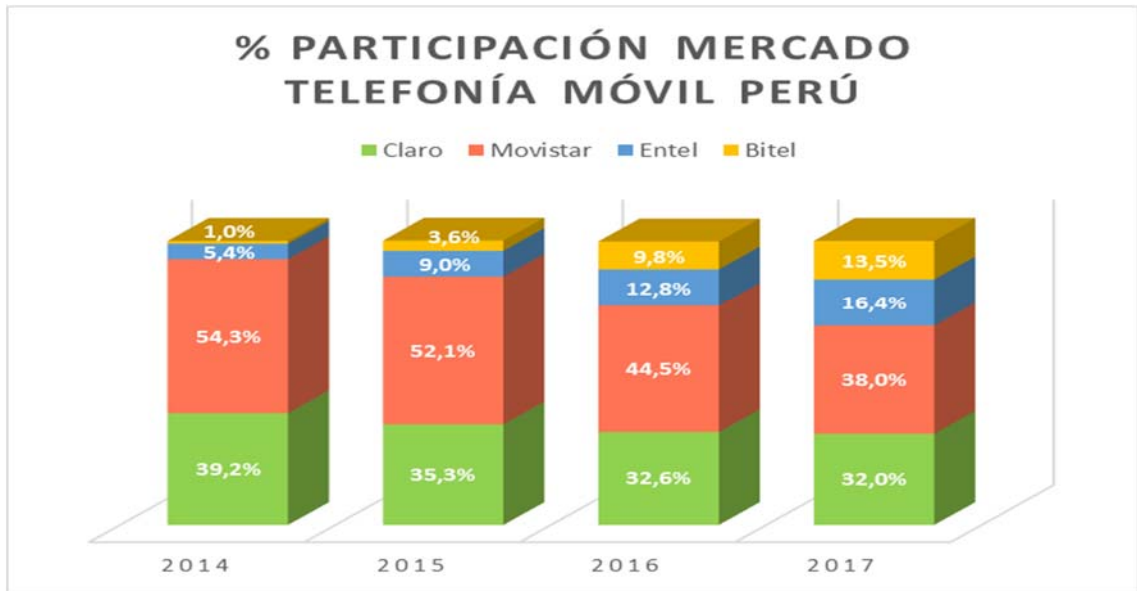
Fuente: Elaboración propia.

Proyección de Crecimiento ingresos por Negocio ENTEL (Sin Perú) en UF					
Negocios	2017	2018	2019	2020	2021
Telefonía Móvil - Chile	40.269.649	38.555.293	37.503.593	36.284.286	34.786.975
Telefonía Móvil - Perú					
Servicios Privados (incluye servicios IT)	7.237.557	8.398.882	9.665.927	11.148.707	12.884.676
Telefonía Local (incluye NGN- IP)	2.245.087	2.772.392	3.122.448	3.532.220	4.011.269
Servicios de Televisión	1.270.461	1.644.752	2.025.604	2.471.081	2.993.973
Larga Distancia	488.882	490.304	498.941	419.554	297.135
Internet	1.653.543	1.924.294	2.294.046	2.726.623	3.233.870
Servicios a Otros Operadores	1.785.582	2.640.573	3.181.783	3.814.904	4.557.585
Negocios de Tráfico	697.696	684.775	571.708	439.752	283.064
Americatel Perú	883.835	984.841	1.038.939	1.102.406	1.175.750
Servicios Call Center y Otros	497.407	587.456	658.446	741.552	838.670
Total Ingresos Ordinarios	57.029.700	58.683.561	60.561.435	62.681.085	65.062.966

Fuente: Elaboración propia.

8.2. Criterios de Proyección crecimiento negocios en Perú

En el caso de la Operación en Perú, el negocio de Telefonía Móvil viene creciendo a tasas cercanas al 40% promedio en los últimos años, que se ha alcanzado mayormente producto de la oferta agresiva que ha realizado ENTEL, en dicho país, alcanzando en 2017 una participación de mercado de 16,3% según cifras de OSIPTEL (Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones del Perú) y cuya evolución se muestra en la siguiente Grafica.



Fuente: Elaboración propia, en base a Información de OSIPTEL.

Crecimiento % Ingresos Negocio en Perú			
	Var.% 15 vs 14	Var.% 16 vs 15	Var.% 17 vs 16
Telefonía Móvil - Perú	51,3%	41,8%	27,5%

Fuente: Elaboración propia.

Tal como se muestra en el cuadro anterior, el crecimiento en los ingresos de la Operación en Perú, ha crecido a tasas positivas, pero cada vez menores de un año otro, debido principalmente a la reacción de la competencia, por lo que se estima que para el periodo 2017 al 2021 el crecimiento sea menor, partiendo en 16,5% en 2018 y terminado en 2021 en 5,4%, cercano al PIB Primario proyectado por el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, y el cual considera a la industria de las Telecomunicaciones.

Crecimiento % Negocio Proyectado 2018 – 2021 Entel Perú				
	2018 vs 2017	2019 vs 2018	2020 vs 2019	2021 vs 2020
Telefonía Móvil - Perú	16,5%	10,8%	8,1%	5,4%

Fuente: Elaboración propia.

Es así que los ingresos Proyectados para ENTEL Perú son los siguientes:

Proyección de Crecimiento Ingresos Negocio ENTEL Perú en UF					
Negocios	2017	2018	2019	2020	2021
Telefonía Móvil - Perú	16.859.416	19.634.446	21.760.840	23.526.722	24.797.165

Fuente: Elaboración propia.

Para efectos del tipo de cambio Sol Peruano vs Peso Chileno, se proyectan los ingresos en función del tipo de cambio a Septiembre 2017, que finalmente fueron convertidos a UF.

8.3. Proyección Ingresos Totales Entel

Finalmente con las proyecciones realizadas para los ingresos de las Operaciones en Chile y Perú, se obtienen los ingresos totales proyectados para ENTEL, que considera el periodo comprendido entre los años 2017 al 2021.

Proyección de Crecimiento ingresos por Negocio ENTEL (Con Perú) en UF					
Negocios	2017	2018	2019	2020	2021
Telefonía Móvil - Chile	40.269.649	38.555.293	37.503.593	36.284.286	34.786.975
Telefonía Móvil - Perú	16.859.416	19.634.446	21.760.840	23.526.722	24.797.165
Servicios Privados (incluye servicios IT)	7.237.557	8.398.882	9.665.927	11.148.707	12.884.676
Telefonía Local (incluye NGN- IP)	2.245.087	2.772.392	3.122.448	3.532.220	4.011.269
Servicios de Televisión	1.270.461	1.644.752	2.025.604	2.471.081	2.993.973
Larga Distancia	488.882	490.304	498.941	419.554	297.135
Internet	1.653.543	1.924.294	2.294.046	2.726.623	3.233.870
Servicios a Otros Operadores	1.785.582	2.640.573	3.181.783	3.814.904	4.557.585
Negocios de Tráfico	697.696	684.775	571.708	439.752	283.064
Americatel Perú	883.835	984.841	1.038.939	1.102.406	1.175.750
Servicios Call Center y Otros	497.407	587.456	658.446	741.552	838.670
Total Crecimiento Negocios	73.889.116	78.318.007	82.322.275	86.207.807	89.860.132

Fuente: Elaboración propia.

Crecimiento % por Negocio proyectado Con Perú					
Negocios	2017 vs 2016	2018 vs 2017	2019 vs 2018	2020 vs 2019	2021 vs 2020
Telefonía Móvil – Chile	-2%	-4,3%	-2,7%	-3,3%	-4,1%
Telefonía Móvil – Perú	28%	16,5%	10,8%	8,1%	5,4%
Servicios Privados (incluye servicios IT)	9%	16,0%	15,1%	15,3%	15,6%
Telefonía Local (incluye NGN)	-7%	23,5%	12,6%	13,1%	13,6%
Servicios de Televisión	21%	29,5%	23,2%	22,0%	21,2%
Larga Distancia	-21%	0,3%	1,8%	-15,9%	-29,2%
Internet	24%	16,4%	19,2%	18,9%	18,6%
Servicios a Otros Operadores	-11%	47,9%	20,5%	19,9%	19,5%
Negocios de Tráfico	-32%	-1,9%	-16,5%	-23,1%	-35,6%
Americatel Perú	-3%	11,4%	5,5%	6,1%	6,7%
Servicios Call Center y Otros	-16%	18,1%	12,1%	12,6%	13,1%
Total Ingresos Ordinarios	4,2%	6,0%	5,1%	4,7%	4,2%

Fuente: Elaboración propia.

8.4. Proyección de Costos de Operación

Para la estimación de los costos Operacionales del periodo 2018– 2021 se utiliza como ponderador, el peso relativo promedio de los costos operacionales sobre ingresos, medidos desde el año 2014 a Septiembre 2017. En el caso de la proyección del año 2017 completo, se utilizó el mismo ponderador utilizado para la proyección de los costos

operacionales 2018- 2021, ya que la relación de cada línea de costo sobre los ingresos de cada periodo se mantiene relativamente constante, durante el periodo considerado como base de cálculo.

En el siguiente cuadro, se muestran las proyecciones de costos operacionales, por cada línea de costo, indicando para cada año, el monto y el peso relativo porcentual sobre ingresos proyectados.

Proyección de Costos Operacionales periodo 2017- 2021 en UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Gastos por Beneficios a los Empleados	-9.693.443	-9.974.553	-	-	-
% Sobre Ingresos	-13%	-13%	-13%	-13%	-13%
Perdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-2.202.596	-2.266.472	-2.338.999	-2.420.864	-2.512.856
% Sobre Ingresos	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Otros Gastos	-	-	-	-	-
	45.422.440	46.739.691	48.235.361	49.923.599	51.820.695
% Sobre Ingresos	-61%	-61%	-61%	-61%	-61%
Total Costos Operacionales Proyectados	-	-	-	-	-
	57.318.479	58.980.715	60.868.098	62.998.482	65.392.424
% Sobre Ingresos	-78%	-78%	-78%	-78%	-78%

Fuente: Elaboración propia

8.5. Proyección Resultado No Operacional

Para la proyección de las cuentas que forman parte del Resultado No Operacional se considera ausencia de impacto por estacionalidad, para las líneas de Ingresos y Costos Financieros, por lo que es posible considerar que los tres primeros trimestres del año corresponden al 75% de los flujos del año, y el restante 25% puede ser obtenido en base al 75% de los flujos conocidos.

El criterio de proyección para las cuentas recurrentes considera un escenario conservador, para lo cual se proyecta en base al promedio histórico de los montos en UF, para cada concepto de gasto/Ingreso desde el año 2013 a septiembre 2017. En el caso del 2017, se aplica el criterio detallado anteriormente que permite estimar el cuarto trimestre, en base a los flujos de los tres primeros trimestres.

En el caso de las cuentas no recurrentes se consideran los flujos partir de Septiembre 2016 en adelante, manteniendo constante el último flujo desde la fecha indicada.

A continuación se muestran las proyecciones para cada una de las cuentas de Ingresos y Costos Financieros, según los criterios descritos anteriormente. (Las cuentas recurrentes están en texto color azul).

Ingresos Financieros en UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Intereses sobre Depósitos a Plazo – Activos a Costo Amortizado	149.165	149.165	149.165	149.165	149.165
Intereses sobre Arrendamiento Financieros Otorgados	8.063	8.063	8.063	8.063	8.063
Intereses devengados (Netos) – IRS	49.143	49.143	49.143	49.143	49.143
Variación del valor razonable Derivados – IRS	50.860	50.860	50.860	50.860	50.860
Derivados componente tasa interés – IRS	22.308	22.308	22.308	22.308	22.308
Derivados de tasas- No designados de Cobertura	-	-	-	-	-
Derivados ajuste valor razonable – IRS	-	-	-	-	-
Total Ingresos Financieros	279.540	279.540	279.540	279.540	279.540

Fuente: Elaboración propia

Costos Financieros en UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Gastos por Intereses Prestamos - Pasivos a Costo Amortizado	-184.012	-184.012	-184.012	-184.012	-184.012
Gastos por Intereses , Bonos – Pasivos a C.P.	-	-	-	-	-1.716.833
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Prestamos	-129.490	-129.490	-129.490	-129.490	-129.490
Coberturas de Tasas de Interés (CCS)	-120.271	-120.271	-120.271	-120.271	-120.271
Derivados de tasas- No designados de Cobertura	-	-	-	-	-
Derivados ajuste valor razonable – IRS	-59.493	-59.493	-59.493	-59.493	-59.493
Gastos por Intereses, Arrendamientos Financieros	-13.575	-13.575	-13.575	-13.575	-13.575
Gastos por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	-20.890	-20.890	-20.890	-20.890	-20.890
Gastos por Intereses, Otros	-69.081	-69.081	-69.081	-69.081	-69.081
Otros Costos Financieros	-89.006	-89.006	-89.006	-89.006	-89.006
		-	-	-	-
Total Costos Financieros	-	-	-	-	-2.402.649
	2.402.649	2.402.649	2.402.649	2.402.649	

Fuente: Elaboración propia

Para las líneas asociadas a Diferencias de Cambio y Resultado por Unidad de Reajuste, se utilizará otra relación, ya que según los resultados comparados para años anteriores, el último trimestre representa cerca del 15% del resultado de cada año cerrado. A continuación se muestran las proyecciones para cada una de las cuentas de Diferencias de Cambio y Resultado por Unidad de Reajuste, según los criterios descritos anteriormente. (Las cuentas recurrentes están en texto color azul).

Diferencias de Cambio en UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Otros Activos	159.131	159.131	159.131	159.131	159.131
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	-160.458	-160.458	-160.458	-160.458	-160.458
Obligaciones con el público – Bonos	-783.941	-783.941	-783.941	-783.941	-783.941
Prestamos que Devengan Intereses	-	-	-	-	-1.631.491
	1.631.491	1.631.491	1.631.491	1.631.491	
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FW)	985.840	985.840	985.840	985.840	985.840
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	1.075.566	1.075.566	1.075.566	1.075.566	1.075.566
Instrumentos derivados- efecto tasas de cierre (Call)	-	-	-	-	-
Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FW)	-575.726	-575.726	-575.726	-575.726	-575.726
Instrumentos Derivados- efecto valor razonable (CCS)	-	-	-	-	-
Otros Pasivos	-3.067	-3.067	-3.067	-3.067	-3.067
Total Diferencias de Cambio	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147

Fuente: Elaboración propia

Resultado por Unidad de Reajuste en UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Otros Activos	32.440	32.440	32.440	32.440	32.440
Instrumentos derivados- efecto tasas de cierre (CCS)	-465.462	-	-465.462	-	-
		465.462		465.462	465.462
Obligaciones con el público – Bonos	-127.924	-	-127.924	-	-
		127.924		127.924	127.924
Otros Pasivos	-11.793	-11.793	-11.793	-11.793	-11.793
Total Resultado por Unidad de Reajuste	-572.738	-	-572.738	-	-
		572.738		572.738	572.738

Fuente: Elaboración propia

8.6. Cálculo de Ganancia antes de Impuesto

En el siguiente cuadro se muestran los montos proyectados para la ganancia antes de impuesto, de acuerdo a la clasificación de ENTEL.

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de Actividades Ordinarias	73.889.116	78.318.007	82.322.275	86.207.807	89.860.132
Otros Ingresos	604.700	640.946	673.717	705.515	735.406
Gastos por Beneficios a los Empleados	-9.693.443	-	-	-	-11.788.665
Gastos por Depreciación y Amortización	-	-	-	-	-11.789.892
Perdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-2.202.596	-2.334.619	-2.453.984	-2.569.810	-2.678.684
Otros Gastos	-	-	-	-	-55.240.429
Otras Ganancias (Perdidas)	45.422.440	48.145.048	50.606.622	52.995.207	
	1.359	1.359	1.359	1.359	1.359
Ganancias (Perdidas) de Actividades Operacionales	5.386.804	6.416.289	7.347.071	8.250.253	9.099.226
Ingresos Financieros	279.540	279.540	279.540	279.540	279.540
Costos Financieros	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649
Diferencias de Cambio	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147
Resultados por Unidades de Reajuste	-572.738	-572.738	-572.738	-572.738	-572.738
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	1.756.810	2.786.294	3.717.076	4.620.258	5.469.231

Fuente: Elaboración propia

8.7. Cálculo del pago de Impuestos

El cálculo de los impuestos se realiza en base a las ganancias antes de impuesto obtenidas en el punto anterior, a cuyos flujos se les aplicará la tasa impositiva vigente que para el 2017 es de 25,5% y desde el 2018 en adelante la tasa impositiva es del 27%.

Cabe mencionar que ENTEL arrastra pérdidas acumuladas, que a Septiembre 2017 alcanzan los UF 1.451.833 y que para efectos del pago de impuestos serán deducidas en el año 2017, en la forma de ingresos (gasto) de impuestos a las ganancias. Desde el año 2018 en adelante se supondrá que no se registrarán pérdidas, por lo que el cálculo se hará aplicando la tasa de impuesto del 27% sobre las ganancias antes de impuesto.

Impuesto a las Ganancias en UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	1.003.847	-752.299	-1.003.610	-1.247.470	-1.476.693

Fuente: Elaboración propia

8.8. Cálculo de Ganancia o Pérdida

En el siguiente cuadro se muestra el cálculo de las Ganancias (Pérdidas) proyectadas para ENTEL desde el 2017 al 2021.

Ganancia (Pérdida) en UF					
	2017	2018	2019	2020	2021
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	1.756.810	2.786.294	3.717.076	4.620.258	5.469.231
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	1.003.847	-752.299	-	-	-
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Continuas	2.760.657	2.033.995	2.713.465	3.372.788	3.992.539
Ganancia (Pérdida) Procedente de Operaciones Discontinuas					
Ganancias (Pérdidas)	2.760.657	2.033.995	2.713.465	3.372.788	3.992.539

Fuente: Elaboración propia

8.9. EERR Proyectado para ENTEL, para los años 2017 al 2021

En el siguiente cuadro se muestra el Estado de Resultado integrado de ENTEL, proyectado para el periodo 2017 – 2021.

	2017	2018	2019	2020	2021
Ingresos de Actividades Ordinarias	73.889.116	78.318.007	82.322.275	86.207.807	89.860.132
Otros Ingresos	604.700	640.946	673.717	705.515	735.406
Gastos por Beneficios a los Empleados	-9.693.443	-10.274.465	-10.799.781	-11.309.520	-11.788.665
Gastos por Depreciación y Amortización	-11.789.892	-11.789.892	-11.789.892	-11.789.892	-11.789.892
Perdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-2.202.596	-2.334.619	-2.453.984	-2.569.810	-2.678.684
Otros Gastos	-45.422.440	-48.145.048	-50.606.622	-52.995.207	-55.240.429
Otras Ganancias (Perdidas)	1.359	1.359	1.359	1.359	1.359
Ganancias (Perdidas) de Actividades Operacionales	5.386.804	6.416.289	7.347.071	8.250.253	9.099.226
Ingresos Financieros	279.540	279.540	279.540	279.540	279.540
Costos Financieros	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649
Diferencias de Cambio	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147
Resultados por Unidades de Reajuste	-572.738	-572.738	-572.738	-572.738	-572.738
Ganancia (Perdida) antes de Impuesto	1.756.810	2.786.294	3.717.076	4.620.258	5.469.231
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	1.003.847	-752.299	-1.003.610	-1.247.470	-1.476.693
Ganancia (Perdida) Procedente de Operac. Continuidas	2.760.657	2.033.995	2.713.465	3.372.788	3.992.539
Ganancia (Perdida) Procedente de Operaciones Discontinuidas					
Ganancias (Perdidas)	2.760.657	2.033.995	2.713.465	3.372.788	3.992.539

Fuente: Elaboración propia

8.10. Supuestos de construcción EERR proyectados ENTEL, 2017- 2021

Todas las proyecciones se hacen sobre valores Reales (en UF), para ello se convirtieron a UF todos los EEFF desde 2013 a Septiembre 2017, utilizando el valor de la UF del último día del mes.

- **Ingresos:** para la proyección de los ingresos se consideró un crecimiento similar al proyectado por el IPoM de Diciembre 2017, que se mueve en el rango de 2,9% a 3,8%, excepto para el 2017 que se estimó en base a la información interna de la compañía.
- **Otros Ingresos:** se considera % sobre los ingresos ordinarios, que en promedio bordea el 1%.
- **Costos Operacionales:** Para proyectar estos costos se utilizó como referencia el peso relativo (%) promedio de los costos operacionales sobre ingresos, medidos desde el año 2014 a Septiembre 2017, ya que la relación de cada línea de costo sobre los ingresos de cada periodo, se mantiene relativamente constante durante el periodo considerado como base de cálculo.
- **Depreciación/Amortización y Otras Ganancias (Perdidas):** se proyecta el 2017 mediante el criterio que supone que el 25% de los costos faltantes se calcula en relación al 75% de los costos conocidos, luego de eso el flujo obtenido se mantiene constante hasta el 2021.
- **Resultado No Operacional:** Para las cuentas recurrentes se considera escenario conservados por lo que se ocupa el promedio histórico en UF, desde el año 2013 a septiembre 2017, con 2017 estimado mediante criterio del 25% respecto del 75% para Ingresos/ Costos financieros, y para Diferencias de Cambio y Resultado por Unidad de Reajuste se considera que el cuarto trimestre

representa el 15% del resultado de año. En el caso de las cuentas no recurrentes se consideran los flujos partir de Septiembre 2016 en adelante, manteniendo constante el ultimo flujo desde la fecha indicada. Cabe mencionar que para la única cuenta no recurrente que se aplicó otro criterio, fue para “Obligaciones con el Publico – Bonos” perteneciente a la línea dentro del EERR “Diferencias de Cambo”, para la proyección de esta cuenta se utilizó el promedio de los ultimo tres años, que es donde ENTEL tuvo flujos por este concepto, lo que representa una postura más conservadora.

- **Pago de Impuestos:** las tasas impositivas consideradas para el cálculo del impuesto a pagar fueron de 25,5% para el 2017 y 27% desde 2018 en adelante según normativa vigente y que son aplicadas sobre las ganancias antes de impuesto. En el caso del año 2017, se descontaron las perdidas registras a septiembre 2017 (UF1.451.833), por lo que se obtuvieron Ingresos (Gastos) por impuesto a las ganancias. Desde el año 2018 en adelante se aplica supuesto de que no habrán pérdidas.

9. EERR Projectado ajustado

Proyección Estados Financieros						
UF	4Q2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022
Ingresos de Actividades Ordinarias	20.159.737	78.318.007	82.322.275	86.207.807	89.860.132	93.667.192
Otros Ingresos	262.803	640.946	673.717	705.515	735.406	766.562
Gastos por Beneficios a los Empleados	-2.661.499	-10.274.465	-	-	-	-12.288.110
Gastos por Deprecia. y Amortización	-2.947.473	-11.789.892	-	-	-	-11.789.892
Perdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-824.343	-2.334.619	-2.453.984	-2.569.810	-2.678.684	-2.792.170
Otros Gastos	-11.681.161	-48.145.048	-	-	-	-57.580.773
Otras Ganancias (Perdidas)	340	1.359	1.359	1.359	1.359	1.359
Ganancias (Perdidas) de Actividades Operac.	2.308.405	6.416.289	7.347.071	8.250.253	9.099.226	9.984.168
Ingresos Financieros	93.711	279.540	279.540	279.540	279.540	279.540
Costos Financieros	-142.907	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649	-2.402.649
Diferencias de Cambio	-712.986	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147	-934.147
Resultados por Unidades de Reajuste	-307.767	-572.738	-572.738	-572.738	-572.738	-572.738
Ganancia (Perdida) antes de Impuesto	1.238.455	2.786.294	3.717.076	4.620.258	5.469.231	6.354.173
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	428.759	-752.299	-1.003.610	-1.247.470	-1.476.693	-1.715.627
Ganancia (Perdida) Procedente de Opera. Continuas	1.667.214	2.033.995	2.713.465	3.372.788	3.992.539	4.638.546
Ganancias (Perdidas)	1.667.214	2.033.995	2.713.465	3.372.788	3.992.539	4.638.546
Ajustes						
Gastos por Deprecia. y Amortización	2.947.473	11.789.892	11.789.892	11.789.892	11.789.892	11.789.892
Otros Ingresos (Después de Impuestos)	-186.718	-467.891	-491.813	-515.026	-536.846	-559.590
Otras Ganancias (Perdidas Después de Impuesto)	-233	-992	-992	-992	-992	-992

Ingresos Financieros (Después de Impuestos)	-65.621	-204.064	-204.064	-204.064	-204.064	-204.064
Costos Financieros (Después de Impuestos)	70.426	1.753.934	1.753.934	1.753.934	1.753.934	1.753.934
Diferencias de Cambio	712.986	934.147	934.147	934.147	934.147	934.147
Resultados por Unidades de Reajuste	307.767	572.738	572.738	572.738	572.738	572.738
Flujo de Caja Bruto	5.453.294	16.411.759	17.067.307	17.703.417	18.301.348	18.924.611

Fuente: Elaboración propia

9.1. Inversión de Reposición

Para el cálculo de la inversión en reposición necesaria para mantener la capacidad instalada, se considera el promedio de la relación porcentual histórica entre el “**Total Depreciación Acumulada y Deterioro de Valor, Propiedades, Planta y Equipo**”, Sobre el “**Total Propiedades, Planta y Equipo, Bruto**” del año anterior, comprendido entre el año 2012 y septiembre 2017.

UF	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017	Prom.
Total Propiedades, Planta y Equipo, Bruto	135.385.796	164.329.271	174.738.885	185.224.971	191.915.625	198.546.970	
Total Depreciación Acumulada y Deterioro de Valor, Propiedades, Planta y Equipo		- 107.087.996	- 109.161.594	- 115.555.102	- 122.475.336	- 129.122.600	
Porcentaje en Inversión de Reposición		-79%	-66%	-66%	-66%	-67%	-69%

Fuente: Elaboración propia

Con el promedio obtenido que es de un 69%, se calculan los montos de la inversión en reposición requeridos para la proyección comprendida entre el 4Q 2017 a Diciembre 2022, multiplicando el promedio por la línea de **Gastos por Depreciación y Amortización** proyectada para cada año.

UF	4Q2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022
Inversión en Reposición	-4.632.745	-8.136.453	-8.136.453	-8.136.453	-8.136.453	-11.789.892

Fuente: Elaboración propia

9.2. Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)

Para estimar el monto de las nuevas inversiones en Activo Fijo que permita aumentar la capacidad instalada, de tal forma de soportar los incrementos en los niveles de ventas, es necesario calcular un promedio de las inversiones nuevas históricas, obtenido mediante la relación porcentual de la variación del **Total de Propiedades, Planta y Equipo, Bruto (t₂- t₁)** sobre los **ingresos** de cada año, desde el 2013 al 2016.

UF	2012	2013	2014	2015	2016	Promedio
Total Propiedades, Planta y Equipo, Bruto	135.385.796	164.329.271	174.738.885	185.224.971	191.915.625	
CAPEX Nuevas Inversiones (Var. t2- t1)		28.943.475	10.409.614	10.486.086	6.690.654	
Total Ingresos		69.858.698	66.725.980	69.632.307	70.885.778	
% Inversión Nuevas/Ingresos		41%	16%	15%	9%	20%

Fuente: Elaboración propia

Con el promedio obtenido que es del 20%, se calcula el monto de las nuevas inversiones, multiplicando el promedio por la variación de los ingresos de un año a otro hasta el 2021. El monto de inversiones del 4Q se obtiene por diferencias entre valor obtenido a Diciembre 2017 y Septiembre 2017.

UF	4Q2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021
Inversión en Activo Fijo	-495.369	-902.717	-816.168	-791.967	-744.434

Fuente: Elaboración propia

El crecimiento en las inversiones, es concordante con el incremento en los ingresos proyectados.

9.3. Inversión en Capital de Trabajo

El cálculo del Capital de trabajo necesario para sostener la operación proyectada, se realiza en base a las necesidades históricas de Capital de la empresa, en relación a las Ventas (ingresos) tal como se indica en la siguiente formula:

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

Adicionalmente se calcula de forma alternativa RCTON sobre 360 que corresponden a los días de Ventas (Ingresos).

UF	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017	Promedio
Otros Activos Financieros Corrientes	661.951	533.811	929.405	180.877	128.218	
Deudores Comerciales y Otras	14.017.460	12.205.707	12.037.786	12.548.446	12.099.108	

Cuentas por Cobrar						
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	22.384	19.979	27.251	36.865	13.003	
Inventarios	6.454.741	4.349.748	3.684.680	3.469.591	3.892.003	
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	-20.014.507	-21.480.784	-20.489.565	-19.168.227	-	18.275.397
Total Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)	1.142.029	-4.371.538	-3.810.443	-2.932.448	-2.143.065	
Total Ingresos Operacionales	69.858.698	66.725.980	69.632.307	70.885.778	53.729.378	
RCTON	1,6%	-6,6%	-5,5%	-4,1%	-4,0%	-3,7%
RCTON/360	5,9	-23,6	-19,7	-14,9	-14,4	-13,3

Fuente: Elaboración propia

Tal como muestra el cuadro anterior, los RCTON calculados son negativos desde el año 2013 en adelante, obteniéndose un promedio negativo de **-3,7%**. Lo que indica que los pasivos corrientes operacionales han sido mayores que los activos corrientes operacionales, por lo que no ha requerido inversión en capital de trabajo, puesto que ha sido financiado con pasivos corrientes.

En el siguiente cuadro se muestra el cálculo del capital de trabajo requerido aplicado el promedio de los RCTON históricos que es de **-3,7%**.

UF	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021
Total Ingresos Operacionales	73.889.116	78.318.007	82.322.275	86.207.807	89.860.132
Crecimiento en Ingresos	4.428.891	4.004.267	3.885.533	3.652.324	3.807.060
Inversión en Capital de Trabajo	-163.997	-148.273	-143.877	-135.241	-140.971

Fuente: Elaboración propia

Dado que la inversión en capital de trabajo es negativo, para la valoración de la empresa este concepto se considerara en cero.

Para determinar si la empresa tuvo superávit o déficit de capital de trabajo en el 4Q del 2017, es necesario calcular la diferencia entre el CTON a Diciembre y Septiembre 2017, para ello se calcula el CTON a Diciembre 2017, multiplicando el RCTON promedio por los ingresos proyectados al mismo periodo.

UF	30-09-2017	4Q2017	31-12-2017
CTON	-2.143.065	-592.965	-2.736.031

Fuente: Elaboración propia

Considerando los valores obtenidos anteriormente, podemos concluir que no se requiere Inversión en Capital de trabajo adicional para financiar la operación proyectada para el periodo analizado, dado que el capital de trabajo requerido puede ser financiado por los pasivos corrientes, al ser estos mayores que los activos corrientes.

10. Valoración Económica de ENTEL

10.1. Activos Prescindibles

Los activos prescindibles identificados al 30 de septiembre del 2017 son los mostrados en el siguiente cuadro.

UF	Al 30 Septiembre 2017
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	5.156.780
Otros Activos Financieros Corrientes	128.218
Otros Activos Financieros N o Corrientes	2.286.766
Plusvalía	1.768.630
Total	9.340.394

Fuente: Elaboración propia

10.2. Deuda Financiera ENTEL

A continuación se muestra el monto de la deuda financiera al 30 de septiembre 2017, agrupada en Pasivos Corrientes/ No corrientes que pagan intereses.

UF	Al 30 de Septiembre 2017
Total Pasivos Corrientes	827.135
Total Pasivos No Corrientes	60.482.852
Total Deuda Financiera	61.309.986

Fuente: Elaboración propia

10.3. Flujo de Caja proyectado

En el siguiente cuadro se muestran finalmente los flujos de caja descontados en

UF, traídos a valor presente. Para el cálculo del valor terminal se considera que la empresa no crece a partir del 2022.

UF	4Q2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020	31-12-2021	31-12-2022
Flujo de Caja Bruto	5.453.294	16.411.759	17.067.307	17.703.417	18.301.348	18.924.611
Inversión en Reposición	-4.632.745	-8.136.453	-8.136.453	-8.136.453	-8.136.453	-11.789.892
Inversión en Activo Fijo	-495.369	-902.717	-816.168	-791.967	-744.434	
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-	-	-	-		
Flujo de Caja Libre	325.180	7.372.589	8.114.686	8.774.997	9.420.461	7.134.719
Valor Terminal					138.807.764	
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	325.180	7.372.589	8.114.686	8.774.997	148.228.225	7.134.719
Flujos Descontados Valor Presente	321.130	6.924.845	7.249.262	7.455.917	119.789.024	

Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo del valor terminal se utilizó el método de la perpetuidad, que se expresa a continuación:

$$V(T) = \frac{FCL(T + 1)}{K_0}$$

$$V(T) = \frac{UF 7.134.719}{5,14\%} = UF 138.807.764$$

10.4. Valoración de ENTEL: Método Flujo de Caja Descontado

En esta parte del trabajo, es donde se procede a valorizar la empresa ENTEL, con base en todos los cálculos y antecedentes presentados en los capítulos anteriores.

A continuación se presenta el cuadro resumen, con el resultado de la valorización económica de los activos de ENTEL.

Valor Económica de los activos de ENTEL	
Valor presente flujo de caja libre	141.740.178
Exceso (déficit) de CTON	0
Valor de los activos prescindibles	9.340.394
Valor total de activos	151.080.572
Deuda financiero (septiembre 2017)	61.309.986
Valor del patrimonio económico	89.770.586
Número de acciones al 30 Sept 2017	302.017.113
Precio de la acción (UF)	0,30
Precio de la acción Estimado (pesos)	7.923,38
Precio de la acción al 30/09/2017 (pesos)	7.070,00
Diferencia respecto al mercado (%)	12,07%
WACC	5,14%

Fuente: Elaboración propia

Supuestos de Construcción

- Para la estimación de la **Inversión en Reposición**, se asume que el promedio de la relación % histórica, entre el Total de Depreciación Acumulada y Deterioro,

Propiedad, Planta y Equipo/Total Propiedad Planta y Equipos Bruto del año anterior se mantiene constante hasta el 2022, como porcentaje del Gasto por Depreciación y Amortización proyectada, salvo para el 2022 que se considera el 100% del por Depreciación y Amortización proyectada.

- En el caso de la estimación de las **Nuevas Inversiones en Activo Fijo** se supone que la relación % histórica (para 5 años completos), entre la variación de un año a otro de **Total de Propiedades, Planta y Equipos Bruto / Ingresos de Actividades Ordinarias** de cada año se mantiene constante hasta el 2021, como porcentaje del incremento en los Ingresos de Actividades Ordinarias proyectados.
- Respecto de la **Inversión en Capital de Trabajo Neto Operativo** se asume que el capital requerido será financiado por pasivos corrientes, por lo que en el flujo de caja libre aparecerá en cero.
- Para el cálculo del **Valor Terminal** se utiliza el método de la perpetuidad.
- El número de acciones utilizada para el cálculo del valor de la acción fue medido al 30 de septiembre 2017 al igual que el precio de la acción.

Conclusiones

Al valorizar la empresa ENTEL por el Método del Flujo de Caja Descontado (FCD) se obtiene como resultado que el Precio de la Acción valorizada por este método es mayor en un 12,07% (Precio Acción MFCD \$7.923,38) respecto del valor bursátil de dicha acción (Precio Acción Bursátil \$7.070,00), comparados al 30 de septiembre 2017, por lo que según esta valoración, la acción de ENTEL se encontraría subvalorada por el mercado accionario, pudiendo ser una de las causas más preponderantes, la falta de información en relación al crecimiento de los ingresos proyectados de la compañía, tanto en Chile como en Perú, los cuales se estiman estarían dentro de un rango de 4,2% a 6,0% ponderados, para las operaciones de ambos países.

En cuanto a la industria de las telecomunicaciones, podemos concluir que el mercado Chileno atraviesa por una etapa de madurez mayor que la presentada en el mercado Peruano, en lo que respecta al negocio Móvil, por lo que el crecimiento en los ingresos de ENTEL es altamente sensible a lo que ocurra en el país vecino, en donde las tasas de crecimiento estimadas para los próximos años están sobre el 5%.

Para los otros negocios, se estima que el crecimiento está dado por el lado de los servicios privados y Hogar, los cuales crecerán sobre el 15% y 19% anual respectivamente, apalancando de alguna manera el decrecimiento del negocio Móvil en Chile, que se estima estaría bajo el -2,7% anual, para los próximos años.

Bibliografía

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

Principios de Administración Financiera, Lawrence J. Gitman- Chad J. Zutter, Editorial Pearson Educación México, Decimo Segunda Edición, 2012.

<https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/estados-financieros>

<https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/memoria-anual>

<http://www.telefonicachile.cl/inversionistas/telefonica-moviles-chile-s-a/memoria-anual-movil/>

<http://www.subtel.gob.cl/estudios/internet-y-sociedad-de-la-informacion/>

<http://www.bcentral.cl/web/guest/-/informe-de-politica-monetaria-marzo-2018>

<http://www.bcentral.cl/web/guest/-/informe-de-estabilidad-financiera-segundo-semester-2017>

<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2018/marzo/reporte-de-inflacion-marzo-2018.pdf>

<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2017/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2017.pdf>

<https://www.osiptel.gob.pe/articulo/24-lineas-en-servicio-por-empresa>

Anexos

Balance General Consolidado del año 2013 al 30 de septiembre de 2017.

UF	23.309,56	24.627,10	25.629,09	26.347,98	26.656,79
ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADOS	UF				
	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	825.859	15.386.277	5.325.685	4.209.614	5.156.780
Otros Activos Financieros Corrientes	661.951	533.811	929.405	180.877	128.218
Otros Activos N o Financieros Corrientes	870.065	1.169.045	1.073.777	1.084.165	1.564.438
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	14.017.460	12.205.707	12.037.786	12.548.446	12.099.108
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	22.384	19.979	27.251	36.865	13.003
Inventarios	6.454.741	4.349.748	3.684.680	3.469.591	3.892.003
Activos por Impuestos Corrientes	1.527.449	2.126.932	4.010.304	7.614.916	4.068.839
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	24.379.908	35.791.499	27.088.888	29.144.475	26.922.388
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros Activos Financieros N o Corrientes	202.820	4.414.956	9.664.265	4.250.314	2.286.766
Otros Activos N o Financieros N o Corrientes	169.781	121.517	105.675	161.364	212.000
Derechos por Cobrar N o Corrientes	239.967	222.031	462.707	515.702	261.662
Activos Intangibles	5.707.317	5.559.901	5.488.425	12.196.621	11.630.711
Plusvalía	2.020.418	1.916.339	1.842.746	1.790.389	1.768.630
Propiedades, Planta y Equipo	57.241.274	65.577.291	69.669.869	69.440.289	69.424.370
Activos por Impuestos , No Corrientes	-	-	-	-	4.039.346
Activos por Impuestos Diferidos	6.863.594	9.666.987	12.991.867	14.595.964	15.382.684
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	72.445.171	87.479.020	100.225.555	102.950.644	105.006.170
TOTAL ACTIVOS	96.825.079	123.270.519	127.314.443	132.095.118	131.928.558
PASIVOS Y PATRIMONIO					
PASIVOS CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros Corrientes	1.168.752	843.480	848.115	943.802	1.200.523
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	20.014.507	21.480.784	20.489.565	19.168.227	18.275.397
Otras Provisiones	6.606	7.329	134.043	195.910	239.315
Pasivos por Impuestos Corrientes	57.752	522.457	233.798	184.815	9.158
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	857.921	956.580	1.121.207	1.370.456	1.212.978
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	22.105.538	23.810.630	22.826.728	21.863.210	20.937.371
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	34.884.876	58.239.032	64.541.313	59.849.399	60.807.521
Otras Provisiones a Largo Plazo	573.626	795.726	1.115.235	1.298.858	1.349.703
Pasivos por Impuestos Diferidos	852.005	811.697	777.351	676.385	630.459
Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados	337.307	415.243	370.528	394.997	382.524
Otros Pasivos No Financieros No Corrientes	272.425	365.163	407.409	119.689	252.678
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	36.920.239	60.626.861	67.211.835	62.339.328	63.422.885
PATRIMONIO					
Capital Emitido	22.422.884	21.223.269	20.393.528	33.203.555	32.818.903
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	17.821.213	17.702.035	16.653.185	17.106.307	18.000.786
Otras Reservas	-2.444.795	-92.276	229.167	-2.417.283	-3.251.388
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	37.799.303	38.833.028	37.275.880	47.892.580	47.568.302
Participaciones N o Controladoras	-	-	-	-	-
PATRIMONIO TOTAL	37.799.303	38.833.028	37.275.880	47.892.580	47.568.302
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	96.825.079	123.270.519	127.314.443	132.095.118	131.928.558

Fuente: Elaboración Propia

Estados de Resultados Consolidados del año 2013 al 30 de septiembre de 2017.

ESTADOS DE RESULTADOS CONSOLIDADOS	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
Ingresos de Actividades Ordinarias	69.858.698	66.725.980	69.632.307	70.885.778	53.729.378
Otros Ingresos	562.888	763.498	323.255	729.247	341.897
Gastos por Beneficios a los Empleados	-7.392.600	-9.023.591	-9.637.710	-9.321.628	-7.031.944
Gastos por Depreciación y Amortización	-10.517.828	-9.730.552	-10.676.363	-11.370.295	-8.842.419
Perdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-2.242.500	-2.243.477	-2.099.024	-2.235.513	-1.378.253
Otros Gastos	-41.019.086	-41.587.192	-44.386.784	-44.360.701	-33.741.280
Otras Ganancias (Perdidas)	104.398	242.886	-1.304	14.822	1.019
Ganancias (Perdidas) de Actividades Operacionales	9.353.970	5.147.553	3.154.376	4.341.711	3.078.400
Ingresos Financieros	83.523	439.301	475.392	225.935	185.829
Costos Financieros	-893.977	-2.243.577	-2.769.444	-3.120.617	-2.259.742
Diferencias de Cambio	-904.273	-456.532	-505.123	-609.207	-221.161
Resultados por Unidades de Reajuste	-49.355	-919.135	-896.866	-604.784	-264.971
Ganancia (Perdida) antes de Impuesto	7.589.888	1.967.610	-541.665	233.037	518.355
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	-1.284.954	325.413	498.667	1.063.385	575.088
Ganancia (Perdida) Procedente de Operaciones Continuas	6.304.935	2.293.023	-42.998	1.296.422	1.093.443
Ganancia (Perdida) Procedente de Operaciones Discontinuas					
Ganancias (Perdidas)	6.304.935	2.293.023	-42.998	1.296.422	1.093.443

Fuente: Elaboración Propia

Estados de Flujo de Efectivo Consolidados del año 2013 al 30 de septiembre de 2017.

ESTADOS DE FLUJO DE EFECTIVOS CONSOLIDADOS					
ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO DIRECTO	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	30-09-2017
Importes Cobrados de Clientes	78.802.180	78.835.850	80.725.252	81.675.963	63.107.031
Pagos a Proveedores	-48.372.885	-45.733.997	-51.790.204	-52.597.074	-37.990.487
Pagos a, y por Cuenta de los Empleados	-7.562.405	-8.797.943	-9.640.057	-9.388.106	-7.014.318
Otros Pagos por Actividades de Operación	-2.692.404	-3.615.870	-4.317.249	-3.148.585	-3.396.508
Importes Recibidos por Intereses de Operación	94.737	61.266	51.173	52.885	36.875
Impuestos a las Ganancias Reembolsados (Pagados)	-3.095.065	-1.577.664	-3.025.415	-3.299.299	-956.203
Flujos de Efectivos Netos de (Utilizados en) Actividades de Operación	17.174.157	19.171.643	12.003.499	13.295.784	13.786.391
Flujos de efectivos utilizados para obtener el control de Subsidiarias	-8.342.486	0	0	0	0
Importes Procedentes de la Venta de Propiedades, Plantas y Equipos	403.656	411.570	15.938	145.779	104.086
Compras de propiedad, Planta y Equipos	-19.876.211	-22.800.736	-20.429.728	-17.383.892	-13.711.215
Compras de Activos Intangibles	-2.048.773	-9.865	-292.655	-7.351.958	-12.704
Dividendos Recibidos	59	56	0	110	0
Intereses Recibidos	82.278	183.028	268.455	136.703	85.826
Subvenciones del Gobierno	12.649	35.066	78.755	64.567	74.879
Otras Entradas (Salidas) de Efectivo	56.214	168.231	0	0	0
Flujos de Efectivos Netos de (Utilizados en) Actividades de Inversión	-29.712.614	-22.012.649	-20.359.236	-24.388.691	-13.459.127
Importes procedentes de la Emisión de Acciones	0	0	0	13.424.307	0
Importes Procedentes de Prestamos de Largo Plazo	33.605.827	25.216.746	0	0	11.186.709
Importes Procedentes de Prestamos de Corto Plazo	13.590.362	11.356.073	899.808	6.217.162	826.296
Pago de Prestamos	-31.189.803	-17.115.908	-899.808	-6.217.162	-8.285.512
Pagos de Pasivos por Arrendamientos Financieros	-119.698	-115.212	-44.351	-17.627	-36.242
Dividendos Pagados	-3.819.145	-2.237.438	-354.716	-1.423	-386.237
Intereses Pagados	-525.663	-1.552.363	-2.461.498	-2.568.933	-1.877.811
Otras Entradas (Salidas) de Efectivo	-837.535	976.282	1.524.592	-625.999	-770.887
Flujos de Efectivos Netos de (Utilizados en) Actividades de Financiación	10.704.345	16.528.179	-1.335.973	10.210.325	656.315
Incremento (Decremento) Neto en Efectivo y Equivalentes al Efectivo	-1.834.111	13.687.173	-9.691.710	-882.581	983.578
Efectos de las Variaciones en las Tasas de Cambio sobre el Efectivo y Equivalentes al efectivo	348.605	917.428	232.658	-88.181	12.354
Efectivo y Equivalentes al Efectivo al Principio del Periodo	2.311.365	825.859	15.430.460	5.971.408	5.000.645
Efectivo y Equivalentes al Efectivo al Final del Periodo	825.859	15.430.460	5.971.408	5.000.645	5.996.577

Fuente: Elaboración Propia

Balance General Consolidados año 2012 en MM\$ y UF

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADOS	M\$	UF
	31-12-2012	31-12-2012
ACTIVOS		
ACTIVOS CORRIENTES		
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	53.876.890	2.358.806
Otros Activos Financieros Corrientes	1.277.781	55.943
Otros Activos N o Financieros Corrientes	15.893.854	695.855
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	276.768.958	12.117.332
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	379.554	16.617
Inventarios	66.357.874	2.905.241
Activos por Impuestos Corrientes	8.282.841	362.634
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	422.837.752	18.512.429
ACTIVOS NO CORRIENTES		
Otros Activos Financieros N o Corrientes	5.977.280	261.694
Otros Activos N o Financieros N o Corrientes	3.590.693	157.206
Derechos por Cobrar N o Corrientes	3.724.616	163.069
Activos Intangibles	30.371.241	1.329.695
Plusvalía	45.895.283	2.009.360
Propiedades, Planta y Equipo	1.117.450.216	48.923.534
Activos por Impuestos , No Corrientes		-
Activos por Impuestos Diferidos	65.408.124	2.863.659
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	1.272.417.453	55.708.217
TOTAL ACTIVOS	1.695.255.205	74.220.645
PASIVOS Y PATRIMONIO		
PASIVOS CORRIENTES		
Otros Pasivos Financieros Corrientes	28.047.529	1.227.960
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	373.510.494	16.352.812
Otras Provisiones	1.635.708	71.614
Pasivos por Impuestos Corrientes	5.718.341	250.357
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	30.410.648	1.331.421
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	439.322.720	19.234.164
PASIVOS NO CORRIENTES		
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	407.736.898	17.851.292
Otras Provisiones a Largo Plazo	5.869.233	256.963
Pasivos por Impuestos Diferidos	9.093.058	398.107
Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados	8.007.302	350.571
Otros Pasivos No Financieros No Corrientes	11.219.473	491.204
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	441.925.964	19.348.137
PATRIMONIO		
Capital Emitido	522.667.566	22.883.117
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	351.037.106	15.368.896
Otras Reservas	-59.698.151	-2.613.669
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	814.006.521	35.638.345
Participaciones N o Controladoras	-	-
PATRIMONIO TOTAL	814.006.521	35.638.345
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	1.695.255.205	74.220.645

Fuente: Elaboración Propia