



**VALORACIÓN EMPRESA NACIONAL
DE TELECOMUNICACIONES (ENTEL S.A.)
Mediante Flujo de Caja Descontado**

Alumnos:

Jesús Alejandro López Laya

Tutor: Francisco Sánchez Morales.

Santiago, abril 2021

I. AGRADECIMIENTOS

A Dios, a quien le debo el haberme dado salud, fe, esperanza y fuerza para salir adelante cada día.

A padres y hermanos, por su comprensión, amor y apoyo incondicional. Que a pesar de la distancia son la fuente de mi inspiración y les agradezco todo lo que soy.

A mi tutor Francisco Sanchez, que gracias a su experiencia, conocimiento y gran paciencia se pudo finalizar exitosamente este proyecto.

Jesús López

II.	CONTENIDO	
I.	Agradecimientos	2
II.	Contenido	3
III.	Gráficos y tablas	5
IV.	Resumen Ejecutivo	6
1.	Metodología.	
	1.1 Principales métodos de valoración.	8
	1.2 Modelo de descuento de dividendos.	8
	1.3 Método de flujos de caja descontados.	8
	1.4 Método de múltiplos	10
2.	Análisis Operacional del Negocio e Industria	
	2.1 Análisis de crecimiento de la empresa	12
	2.2 Análisis de crecimiento de la industria	14
	2.3 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	19
	2.4 Análisis del resultado no operacional de la empresa	21
	2.5 Análisis de los activos de la empresa	22
	2.6 Activos mantenidos para la venta	23
	2.7 Activos impuestos diferidos	23
	2.8 Exceso de efectivo y efectivo equivalente	24
	2.9 Tecnología 5G	24
3.	Proyección del Estado de Resultados	
	3.1 Ingresos operacionales proyectados	25
	3.2 Costos y gastos operacionales proyectados	26
	3.3 Resultados no operacional	27
	3.4 Impuesto corporativo proyectado	28
	3.5 Estado de resultados proyectados	28
4.	Proyección de Flujo de Caja Libre	
	4.1 Depreciación y amortización	30
	4.2 Inversión de reposición	30
	4.3 Inversión capital fijo	30
	4.4 Inversión en capital de trabajo	31
	4.5 Valor terminal	33
5.	Valoración Económica de la Empresa y precio de Acción	
	5.1 Valor presente de los flujos de caja libre	34
	5.2 Déficit (exceso) del capital de trabajo	34
	5.3 Activos prescindibles	34
	5.4 Deuda financiera	34
	5.5 Valorización económica de la empresa y del precio de acción	34
	5.6 Análisis de sensibilidad	35
V.	Conclusión	37
VI.	Bibliografía	39

III. Gráficos y Tablas

Gráficos

Gráfico N°1 Ingresos ordinario de Entel, S.A.	13
Gráfico N°2 Crecimiento del negocio.	15
Gráfico N°3 Telefónica Fija.	16
Gráfico N°4 Telefónica Móvil	17
Gráfico N°5 Internet Fijo	17
Gráfico N°6 Internet Móvil	18
Gráfico N°7 Análisis de la depreciación y amortización	20
Gráfico N°8 Participación del mercado en Perú	26

Tablas

Tabla N°1 Composición de los ingresos ordinarios de Entel, S.A.	12
Tabla N°2 Representación porcentual de los ingresos de Entel.	12
Tabla N°3 Variación porcentual de los ingresos de Entel, S.A.	13
Tabla N°4 Resumen de servicios por las Empresas	14
Tabla N°5 Crecimiento de Servicios por Negocio	15
Tabla N°6 Telefonía Fija	16
Tabla N°7 Telefonía Móvil	16
Tabla N°8 Internet Fijo	17
Tabla N°9 Internet Móvil	18
Tabla N°10 Análisis de costos y gastos operacionales	19
Tabla N°11 Análisis porcentual de los costos gastos operacional	19
Tabla N°12 Gastos por beneficios a los empleados	19
Tabla N°13 Otros Gastos	20
Tabla N°14 Ingresos financieros	21
Tabla N°15 Costos financieros	21
Tabla N°16 Diferencia de cambio	22
Tabla N°17 Reajuste	22
Tabla N°18 Activos operacionales y no operacionales	23
Tabla N°19 Activos impuestos diferidos	24
Tabla N°20 Variación porcentual de los ingresos 2016-2019	25
Tabla N°21 Proyección de los ingresos ordinarios de la compañía	26
Tabla N°22 Costos operacional porcentual	27
Tabla N°23 Otros gastos periodos 2016-2019 (como % ventas)	27
Tabla N°24 Costos y gastos operacionales proyectados	27
Tabla N°25 Comportamiento histórico resultado no operacional	28
Tabla N°26 Resultado no operacional proyectado	28
Tabla N°27 Impuestos corporativo proyectado	28
Tabla N°28 Estado de resultados proyectados	29
Tabla N°29 Estado de resultado proyectados porcentual	29
Tabla N°30 Análisis de inversión PPE e Intangible	30
Tabla N°31 Inversión en capital fijo periodo 2016-2019	30
Tabla N°32 Proyección de activo fijo	31
Tabla N°33 Inversión en capital fijo	31
Tabla N°34 Capital de trabajo operativo neto 2016 – Junio 2020	32
Tabla N°35 RCTON	32

Tabla N°36 Variación CTON	32
Tabla N°37 Flujo de caja libre proyectado Junio 2020	33
Tabla N°38 Liberación de capital de trabajo	34
Tabla N°39 Análisis de Activos prescindibles	34
Tabla N°40 Valoración económica de la empresa	35
Tabla N°41 Análisis de sensibilidad	35
Tabla N°42 Análisis de sensibilidad (Incremento 0,10%)	36
Tabla N°43 Análisis de sensibilidad (Disminución 0,10%)	36

IV. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene como objeto principal valorizar al holding que componen a la Entel, S.A. La valorización realizada es al 30 de junio 2020, fue realizada a través de los métodos de valoración de flujo de caja libres descontados y por medio de enfoque de múltiplo o comparables con la finalidad de determinar el valor de mercado de la empresa por ambos métodos a un periodo determinado.

Entel, S.A. es una compañía líder de tecnología y telecomunicaciones, entre sus principales servicios que presta son los de telefonía móvil y operaciones de redes fijas (incluye datos, integración TI, internet, telefonía local, larga distancia y servicios relacionados), para los segmentos de personas, empresas, corporaciones y mayoristas. Con operaciones en Chile y Perú, mercados en los que suma más de 17,4 millones de clientes móviles e ingresos anuales consolidados por 69.897 MUF reportados a diciembre 2019 (33.840 MUF al 30 de junio de 2020).

Entel, S.A. en Chile es una de las mayores sociedades anónimas que cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago, con una capitalización bursátil de MUF 57.366 al cierre del 30 de junio 2020 lo cual equivale a 302.017.113 acciones. La propiedad se encuentra distribuida entre 1.788 accionistas al cierre del ejercicio y el socio controlador es Inversiones Altel Ltda., filial de Almendral S.A. constituida como una Sociedad Anónima Abierta, de duración indefinida, sujeta a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, en la que se encuentra registrada bajo el número 162. Sus acciones se encuentran inscritas en el Registro de Valores de la citada Superintendencia y se transan en el mercado nacional. Adicionalmente, tiene deuda emitida en mercados internacionales, por lo tanto, tiene la obligación de entregar información a entidades fiscalizadoras y clasificadoras de riesgo, lo que hace expedito conseguir información histórica.

A partir del análisis financiero realizado durante la evaluación económica de los estados financieros comprendidos a los periodos diciembre 2016 hasta junio 2020, podemos concluir que Entel SA, es una empresa intensiva en CAPEX (Capital Expenditure) donde la mayor inversión se concentra en el Activo Fijo representado por un promedio ponderado de 49% sobre el total de activo valorado en MUF 74.373 al 30 de junio de 2020. La relación de cobertura de los activos corrientes sobre los pasivos corrientes ha venido evolucionando positivamente mostrando solvencia para cumplir con sus obligaciones a corto plazo. En diciembre de 2019, la empresa anunció la suscripción de contratos para la venta de torres no esenciales en Chile y Perú. Creando mayor espacio para amortizar pasivos financieros y destinar recursos a nuevas inversiones en tecnología y redes, la nueva estructura de operación de las torres vendidas implica un mayor pasivo, tras el reconocimiento de los arrendamientos por el uso de los activos.

Agregando los activos prescindibles, el valor total de los Activos se calculó en MUF 146.434 al 30 de junio de 2020 mientras que la deuda total se estimó en MUF 99.934 lo que arroja un valor de patrimonio económico igual a MUF 60.400.

Dentro de la valoración realizada bajo el método por flujo de caja descontado es de 5.987 CLP (+12,96% versus 5.300 CLP precio real al 30 de junio 2020) esta diferencia no es

relevante y al analizar los parámetros de entrada consideramos que el parámetro de estimación del Capital de Trabajo Operativo Neto podría haber sido sobreestimado, debido a los escenario por la venta de torres al 31 de diciembre 2019, por lo que consideramos que el valor estimado de la acción es conservador.

Finalmente, al valorizar por Múltiplos Comparables, se considera que el múltiplo EV/EBITDA es el más apropiado para valorar empresas del sector minero siderúrgico y la empresa comparable Telefónica Chile, S.A. empresa con las mismas características y indicadores comerciales similares a los de Entel. El precio estimado por múltiplos es de 6.236 CLP mayor en un 45% al precio real del mercado.

Por último, la Tesis está estructurada como sigue: Punto 2: Análisis Operacional del Negocio, Punto 3: Proyección del Estado de Resultado, Punto 4: Proyección del Flujo Caja Libre, Punto 5: Valorización Económica de la Empresa y de la acción y Conclusiones.

1. METODOLOGIA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos.¹ Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables². Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el de flujos de caja descontados. Este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

1.2. 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:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *K_p*, es la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el 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:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde: *DPA₁*, son los dividendos por acción del próximo periodo.³

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

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

1.3. 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 unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por 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 método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

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

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

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36

⁴ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), p. 382.

valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos).

Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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 el método de 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.

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

1.4. 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos⁵

1. 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobrevalorados. 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.

2. 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)

3. Múltiplos de ventas:

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

4. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m² construido en *retail*

⁵ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas

2. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

2.1. Análisis de crecimiento de la Empresa

De acuerdo con los antecedentes reportados por el Informe de Clasificación de Riesgo Anual de ICR Chile reportado el 03 de abril del 2020 señala que Entel, S.A. históricamente, se ha mantenido como uno de los principales competidores en la industria chilena de telecomunicaciones, con una participación de mercado por sobre el 35% en los servicios de transmisión de datos y telefonía móvil.⁶ Los ingresos de actividades ordinarias se encuentran segmentados por área de negocio, tal como se observa en la tabla N°1.

Tabla N°1 Composición de los ingresos ordinarios de Entel.

Ingresos ordinarios expresados en UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Telefonía Móvil Chile	41.072	39.196	36.338	33.574	16.871	16.792
Entel Perú	13.219	17.054	17.335	20.461	9.391	10.099
Servicios Privados (Incluyen Servicios IT)	6.653	7.050	7.126	7.174	3.580	3.484
Telefonía Local Incluye NGN IP	2.411	2.136	1.909	1.796	945	850
Servicios de Televisión	1.052	1.237	1.325	1.363	710	719
Larga Distancia	622	462	380	284	146	119
Internet	1.331	1.636	1.791	2.054	964	1.117
Servicios a Otros Operadores	2.003	1.620	1.086	1.044	535	557
Negocios de Tráfico	1.019	746	858	889	394	454
América Perú	913	885	742	782	381	344
Servicios Call Center y Otros	590	485	515	475	218	209
Totales	70.886	72.508	69.404	69.897	34.136	34.802

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Para entender el detalles de las principales actividades de operación que son generadoras de ingresos de la compañía realizaremos un análisis del peso porcentual de cara tipo de ingreso y posteriormente explicaremos el comportamiento individual de las áreas de negocio que componen a la empresa (ver el detalle en la tabla N°2).

Tabla N°2 Representación porcentual de los ingresos ordinarios de Entel.

Ingresos ordinarios	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Telefonía Móvil Chile	58%	54%	52%	48%	49%	48%
Entel Perú	19%	24%	25%	29%	28%	29%
Servicios Privados (Incluyen Servicios IT)	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Telefonía Local Incluye NGN IP	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Servicios de Televisión	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Larga Distancia	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Internet	2%	2%	3%	3%	3%	3%
Servicios a Otros Operadores	3%	2%	2%	1%	2%	2%
Negocios de Tráfico	1%	1%	1%	1%	1%	1%
América Perú	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Servicios Call Center y Otros	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Totales	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

⁶ Informe anual Comunicado de clasificación de riesgo anual. crchile.cl/index.php/corporaciones/empresa-nacional-de-telecomunicaciones-s-a-2/comunicados-20/4055-empresa-nacional-telecomunicaciones-comunicado-resena-anual.

Del cuadro anterior podemos observar cuales son los principales ingresos de la compañía en los últimos 5 años, los cuales explicaremos a continuación:

- Telefonía Móvil Chile, corresponde a los servicios básicos de telefónica correspondiente a la provisión de los enlaces fijos de telecomunicaciones que forman parte de la red telefónica pública o que están conectados a dicha red y la provisión por esos medios del servicio de telefonía urbana, interurbana e internacional de voz viva.
- Entel Perú, ingresos provenientes del negocio en Perú que fue adquirido en el año 2013 con un crecimiento acelerado en la portabilidad de nuevos clientes impactando directamente en el flujo de ingreso de la compañía, con la prestación de servicio móvil.
- Servicios Privados (Incluyen Servicios IT), ingresos de redes fijas asociadas al segmento de clientes empresariales, en especial para la provisión de soluciones integradas de voz, datos e internet, así como servicios de tecnología de la información (TI) y servicios digitales. También, los servicios de “Entel Hogar” asociados a internet y televisión presentan un constante crecimiento en sus ingresos.

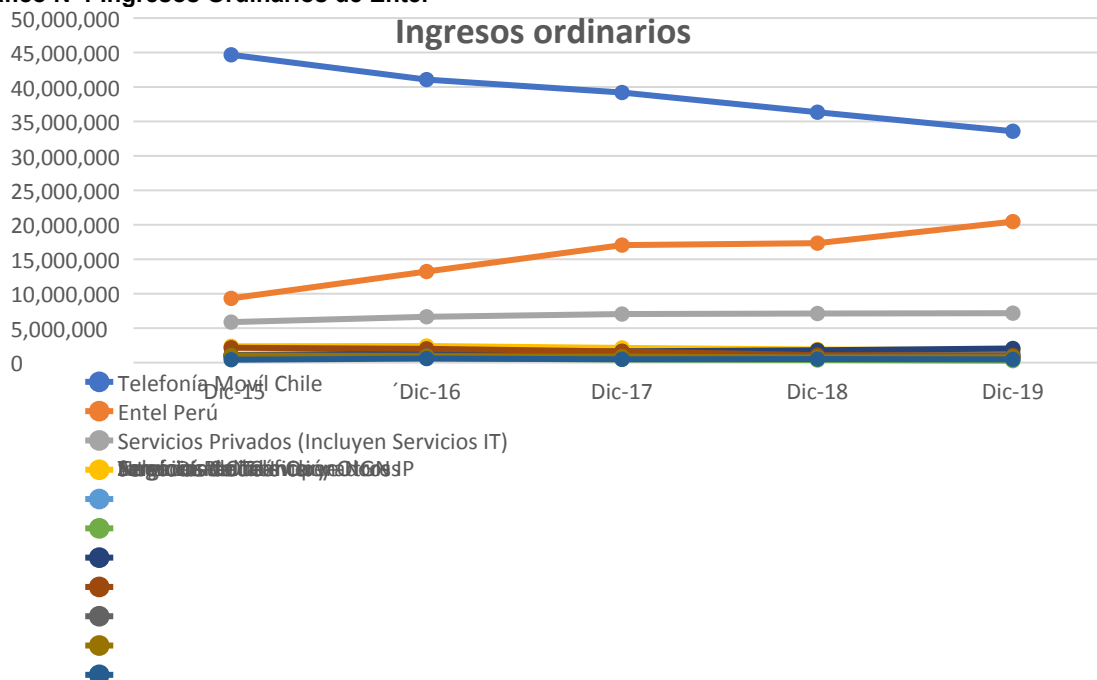
A continuación, realizaremos un análisis de la variación anual de los ingresos operativos el cual se detalla en la tabla N°3. Adicionalmente, en el gráfico N°1 podemos observar la tendencia de los ingresos en estos últimos 5 años.

Tabla N°3 Variación porcentual de los ingresos ordinarios de Entel.

Ingresos Ordinario	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Telefonía Móvil Chile	-8%	-5%	-7%	-8%	-9%	0%
Entel Perú	42%	29%	2%	18%	18%	8%
Servicios Privados (Incluyen Servicios IT)	13%	6%	1%	1%	5%	-3%
Telefonía Local Incluye NGN IP	2%	-11%	-11%	-6%	-4%	-10%
Servicios de Televisión	20%	18%	7%	3%	7%	1%
Larga Distancia	-17%	-26%	-18%	-25%	-23%	-19%
Internet	19%	23%	9%	15%	10%	22%
Servicios a Otros Operadores	-7%	-19%	-33%	-4%	-16%	4%
Negocios de Tráfico	-2%	-27%	15%	4%	31%	15%
América Perú	-11%	-3%	-16%	5%	8%	-10%
Servicios Call Center y Otros	39%	-18%	6%	-8%	-17%	-4%
Totales	2%	2%	-4%	1%	0%	2%

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Gráfico N°1 Ingresos Ordinarios de Entel



Fuente: Elaboración propia en base a la información presentada en la tabla N° 21

Para determinar cómo ha crecido la compañía en los últimos cinco años se analizará las variaciones que ha tenido durante los periodos fiscales 2016 – 2019 de las principales fuentes de ingresos. En el caso de telefonía móvil Chile, tienen un comportamiento descendiente como lo demuestra en un promedio total del 6% el cual viene impactado por el uso de conexiones de internet móvil. Se observa un descenso entre las comparaciones a los cierres fiscales de los años 2016 al 2019 en promedio del 7% (como se observa en la tabla anterior), Este comportamiento declara que los clientes prefieren la comunicación vía datos frente a la comunicación vía voz. En el análisis comparativo entre junio 2019 y junio 2020 el comportamiento es constante.

La telefonía Móvil – Perú no presenta una tendencia clara, mostrando un crecimiento constante entre 2016 (+42%) y 2017 (+28%). Estos aumentos van relacionados con el aumento de parque en Perú (un 33% según análisis razonado de diciembre 2016). Para el año 2018 (+2%) el incremento fue menor debido a la implementación de la IFRS 15. A partir del año 2019, el sol peruano sufrió una revalorización ante el peso chileno de un 8% (según dato de análisis razonado diciembre 2019) y, además un incremento en el parque (abonados) en Perú (un 6% según dato de análisis razonado diciembre 2019). En relación con los ingresos Servicios Privados (Incluyen Servicios IT) en el año 2016 (+13%) y 2017 (+6%) presentó una evolución positiva, impulsado por la suscripción de nuevos contratos de clientes. En relación con los años siguientes hay un comportamiento constante de los ingresos.

2.2. Análisis de crecimiento de la Industria

En esta sección analizaremos como ha sido el comportamiento de la industria de telecomunicaciones, que continúa enfrentando constantes cambios los cuales se deben principalmente al avance tecnológico y las preferencias de los consumidores. El aumento de la competencia también es significativo, ya que en los últimos años han ingresado con una aceptación razonable por los consumidores finales creando mayor competencia entre los prestadores de los servicios de telecomunicaciones.⁷

Las estadísticas reportada por la SUBTEL en el informe sectorial de Telecomunicaciones por los análisis del primer semestre del 2020 de la industria muestra una caída de los servicios de telefonía móvil de 5,3% y telefonía fija 8,1% tomando como referencia los indicadores el primer semestre del 2019. Una demanda creciente por servicios internet móvil de 40,8% y los servicios de internet fija crecieron en un 5,5% con una tendencia creciente en las proyecciones futuras de acuerdo con los nuevos desafíos que enfrenta la industria con el lanzamiento de la tecnología 5G, tal como se puede apreciar en la tabla N° 4.⁸

Tabla N°4 Resumen de servicios por las Empresas de Telecomunicaciones 30 junio 2020.

Cantidad de Servicios por Negocio	Jun-19	Jun-20	Variación
Telefonía Fija	2.873	2.639	-8,1%
Telefonía Móvil	25.70	24.33	-5,3%
Internet Fijo	3.400	3.587	5,5%
Internet Móvil	18.62	19.12	2,7%

⁷ICR – Informe industria telecomunicaciones 2019.

⁸ Informe sectorial Subtel Junio 2020. Web: <https://www.subtel.gob.cl/estudios-y-estadisticas/informes-sectoriales-anauales/>

	4	3	
Televisión Pagada	3.259	3.209	-3,2%

Fuente: Subtel Informe Sectorial 30 de Junio 2020.

A continuación, la tabla N°5, se presenta un cuadro resumen de la evolución historia de la industria de telecomunicaciones en los últimos cinco años en Chile:

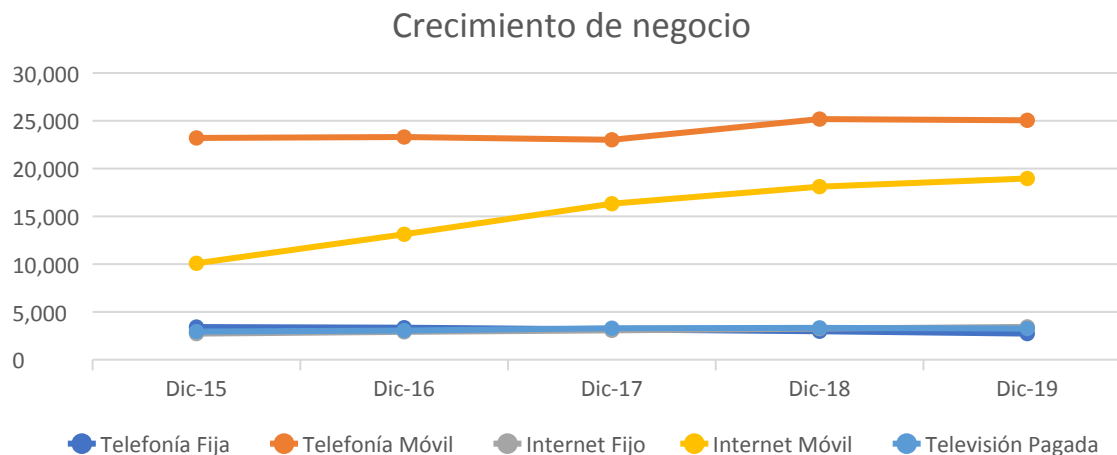
Crecimiento del negocio en Chile:

Tabla N°5 Crecimiento de Servicios por Negocio

Cantidad de Servicios por Negocio	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
	Clientes					Variación			
Telefonía Fija	3.349	3.169	2.975	2.731	2.639	-2%	-6%	-7%	-9%
Telefonía Móvil	23.303	23.013	25.179	25.052	24.338	0%	-1%	9%	-1%
Internet Fijo	2.912	3.069	3.256	3.434	3.587	6%	5%	6%	5%
Internet Móvil	13.125	16.323	18.109	18.961	19.123	23%	20%	10%	4%
Televisión Pagada	3.050	3.295	3.330	3.259	3.209	4%	7%	1%	-2%

Fuente: Subtel Informe Sectorial Dic 2015 – Dic 2019.

Gráfico N°2 Crecimiento del negocio



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con los últimos cinco años de cierres contables de las empresas que conforman la industria se observa un descenso en promedio de -25% por los servicios de telefonía fija. Mientras que por parte de los telefonía móvil tuvo un crecimiento del 7% en los últimos periodos. Por parte a los servicios de internet fijo han crecido sostenidamente los servicios de internet fijo han incrementado en un +21% mientras que internet móvil en un +47% en el análisis de tendencia se observa el crecimiento acelerado de la demanda por parte de estos servicios.

Para obtener una visión más clara de cada área de negocio, a continuación, veremos el comportamiento individual de las áreas de negocio donde Entel tiene presencia.

Telefonía Fija

En la tabla N°6 se muestra cómo ha variado el parque de telefonía fija, tanto en cantidad de clientes (expresado en miles) y porcentualmente.

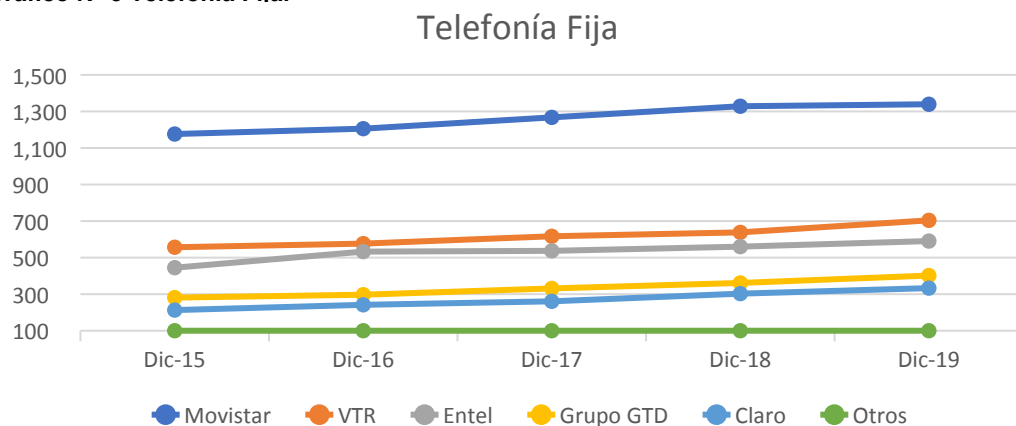
Tabla N°6 Telefonía Fija

Telefonía Fija	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Prom. Crecimiento
	Clientes					Variación				
Movistar	1.176	1.206	1.267	1.328	1.339	2%	5%	5%	1%	3%
VTR	557	577	617	638	704	3%	7%	3%	9%	6%
Entel	445	533	537	560	591	17%	1%	4%	5%	7%
Grupo GTD	281	297	331	361	402	5%	10%	8%	10%	9%
Claro	213	242	261	303	333	12%	7%	14%	9%	11%
Otros	57	58	55	65	65	2%	-5%	15%	0%	3%

Fuente: Subtel Informe Sectorial Dic 2015 – Dic 2019.

Se observa que los resultados en esta área del negocio que los ingresos han tenido un fuerte incremento en el período de evaluación, logrando un promedio entre los años 2015 al 2019 del 7% (ver gráfico N°3 para visualizar la tendencia).

Gráfico N° 3 Telefonía Fija.



Fuente: Elaboración propia

Telefonía Móvil

A continuación, en la tabla N°7, se muestra cómo ha variado el parque de telefonía móvil, tanto en cantidad de clientes (expresado en miles) como porcentualmente.

Tabla N°7 Telefonía Móvil

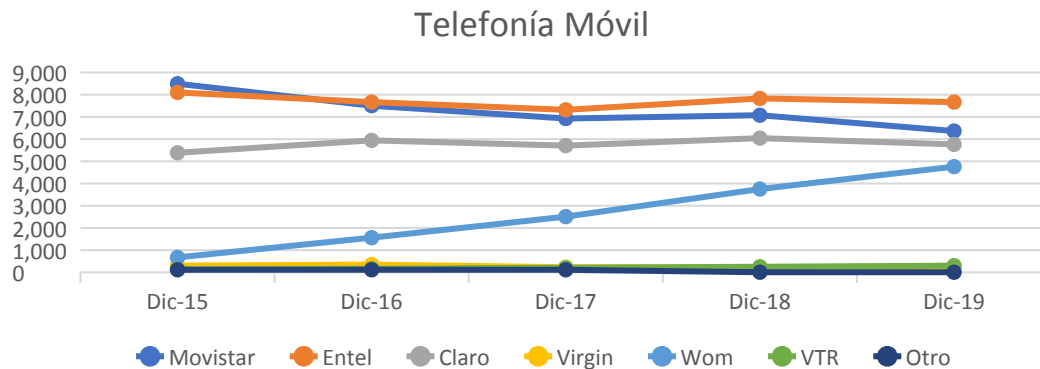
Telefonía Móvil	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Prom. Crecimiento
	Clientes					Variación				
Entel	8.099	7.667	7.318	7.831	7.666	-6%	-5%	7%	-2%	-2%
Movistar	8.494	7.503	6.927	7.075	6.363	-13%	-8%	2%	-11%	-8%
Claro	5.384	5.942	5.707	6.043	5.762	9%	-4%	6%	-5%	1%
Wom	673	1.561	2.508	3.752	4.760	57%	38%	33%	21%	37%
VTR	139	163	207	252	301	15%	21%	18%	16%	17%
Virgin	302	350	230	227	200	14%	-52%	-2%	-13%	-13%
Otro	116	117	115	5	5	0%	-1%	-2185%	-1%	-547%

Fuente: Subtel Informe Sectorial Dic 2015 – Dic 2019.

Una tendencia descendiente del 5% entre las comparaciones en los últimos cinco años este acontecimiento viene dado por el mayor uso de datos y el incremento de las conexiones de internet.

El promedio de decrecimiento en los períodos de evaluación es de un -2%. Este comportamiento declara que los clientes prefieren la comunicación vía datos frente a la comunicación vía voz. Ver gráfico N°4 para visualizar tendencias.

Gráfico N°4 Telefonía Móvil



Fuente: *Elaboración propia*

Internet Fijo

En la tabla N°8 se muestra cómo ha variado el parque de internet fijo, tanto en cantidad de clientes (expresado en miles) como porcentualmente.

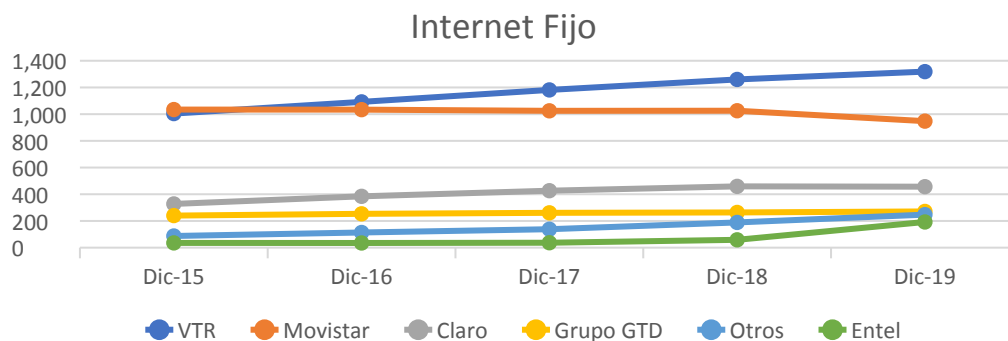
Tabla N°8 Internet Fijo

Internet Fijo	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Variación				Prom Crecim
	Clientes					Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	
VTR	1.004	1.092	1.182	1.260	1.319	8%	8%	6%	4%	7%
Movistar	1.034	1.034	1.025	1.026	948	0%	-1%	0%	-8%	-2%
Claro	328	384	427	459	457	15%	10%	7%	-1%	8%
Grupo GTD	240	253	261	264	271	5%	3%	1%	3%	3%
Otros	87	114	138	189	247	23%	18%	27%	24%	23%
Entel	35	35	37	59	192	-2%	5%	37%	70%	28%

Fuente: *Subtel Informe Sectorial Dic 2015 – Dic 2019.*

El internet fijo no es uno de los fuertes de Entel, este mercado está ocupado en su mayoría por VTR y Movistar, la compañía está realizando esfuerzo en penetrar este mercado, se observa que en el año 2019 aumentaron en un +70% la cantidad de abonado. Ver el gráfico N°5 para visualizar tendencias.

Gráfico N°5 Internet Fijo



Fuente: *Elaboración propia*

Internet Móvil

En la tabla N°9 se muestra cómo ha variado el parque de internet móvil, tanto en cantidad de clientes (expresado en miles) como porcentualmente.

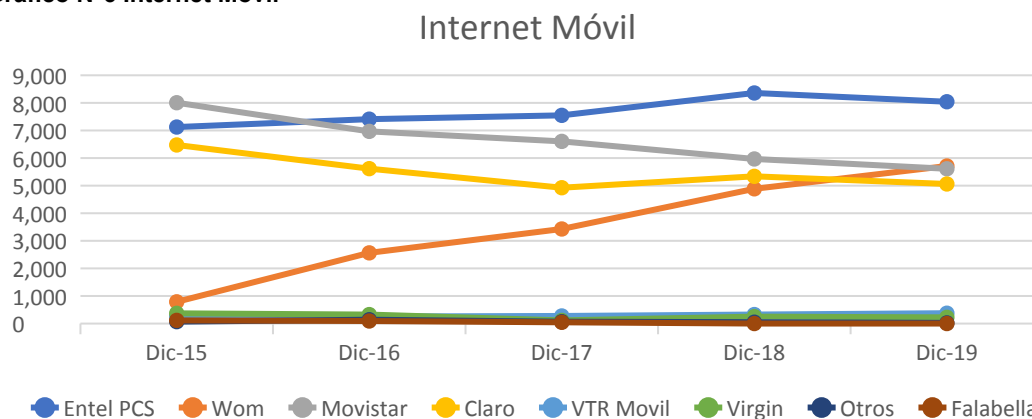
Tabla N°9 Internet Móvil.

Internet Móvil	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Variación				Prom. Crecimiento
	Clientes					Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	
Entel PCS	7.124	7.410	7.548	8.359	8.042	4%	2%	10%	-4%	3%
Wom	789	2.563	3.429	4.885	5.712	69%	25%	30%	14%	35%
Movistar	8.006	6.967	6.605	5.967	5.612	-15%	-5%	-11%	-6%	-9%
Claro	6.475	5.616	4.925	5.338	5.061	-15%	-14%	8%	-5%	-7%
VTR Móvil	255	256	276	327	376	0%	7%	16%	13%	9%
Virgin	371	326	115	252	225	-14%	-184%	54%	-12%	-39%
Otros	70	140	69	50	25	50%	-103%	-37%	-101%	-48%
Falabella	116	93	46	1	1	-24%	-103%	-4503%	0%	-1157%

Fuente: *Subtel Informe Sectorial Dic 2015 – Dic 2019.*

Entel lidera el mercado de internet móvil con una alta presencia, durante los años en revisión nunca ha disminuido su cantidad de clientes, excepto en el año 2019 que bajo un -4% en su parque (ver gráfico N°6).

Gráfico N°6 Internet Móvil



Fuente: *Elaboración propia*

En las últimas Series Estadísticas de la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL), las cuales indican que las conexiones de Internet fija alcanzaron los 3,6 millones a junio

de 2020. Esta cifra representa un crecimiento de 5,5% con respecto a los 3,4 millones registrados al primer semestre del ejercicio pasado, evidenciándose así un avance en materia de reducción de la brecha digital que hay en el país.⁹

En tanto, los accesos de banda ancha fija registraron un incremento 2,9% producto de la pandemia de COVID-19. De esta manera, se pasó de tener 3,5 millones de conexiones a marzo de 2020 a 3,6 millones de conexiones a junio de este año.¹⁰

Por otro lado, de acuerdo con las cifras, hubo un tráfico total de Internet fija de 6,6 millones de Terabytes (TB) de enero a junio de 2020. Esta cifra representa un crecimiento de 53,5% en comparación con los 4,3 millones de TB registrados en igual lapso del año pasado. A su vez, el tráfico total de Internet móvil alcanzó un incremento anual de 43,4%, pasando de 976 mil TB en el primer semestre de 2019 a 1,4 millones de TB a junio de este ejercicio.²⁷

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

Los costos y gastos de operación de la compañía se relacionan directamente a las actividades de producción del segmento de negocio que son necesario para que las actividades operacionales se lleven a cabo y permita la continuidad de la empresa. Los costos de operación se detallan en la tabla N°10.

Tabla N°10 Análisis de costos y gastos operacionales

Expresados MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Gastos por Beneficios a los Empleados	9.322	9.298	9.438	9.190	4.650	4.444
Gasto por Depreciación y Amortización	11.370	11.787	12.028	14.929	7.344	8.085
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	2.236	1.944	2.488	2.477	1.087	1.444
Otros Gastos	44.361	45.550	42.507	38.879	18.872	17.552
Totales	67.288	68.579	66.460	65.476	31.954	31.525

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Realizamos una comparación del peso de los costos y gastos operacionales en relación con los ingresos operativos, para determinar cuáles son los costos y gastos operacionales más altos de la compañía, cuyo análisis se observa en la tabla N°11.

Tabla N°11 Análisis de porcentual de los costos y gastos operacionales.

Variación Porcentual	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Gastos por Beneficios a los Empleados	13%	13%	14%	13%	14%	13%
Gasto por Depreciación y Amortización	16%	16%	17%	21%	21%	24%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	3%	3%	4%	4%	3%	4%
Otros Gastos	63%	63%	61%	56%	55%	52%
Totales	95%	95%	96%	94%	93%	93%

Fuente: Elaboración propia

A continuación, se detallan los principales costos y gastos operacionales de Entel, que fue tomado de los estados financieros al 30 de junio del 2020.

⁹ Informe sectorial Subtel Junio 2020. Web: <https://www.subtel.gob.cl/estudios-y-estadisticas/informes-sectoriales-anauales/>

¹⁰ ICR Efecto de Covid-19 Industria de Telecomunicaciones Marzo 2020

Gastos por beneficios a los empleados, esta cuenta considera los sueldos y salarios, beneficios a corto plazo a los empleados, gastos por obligación por beneficios post-empleo, beneficios por terminación y otros gastos de personal, que son detallados en la tabla N°12.

Tabla N°12 Gastos por beneficios a los empleados

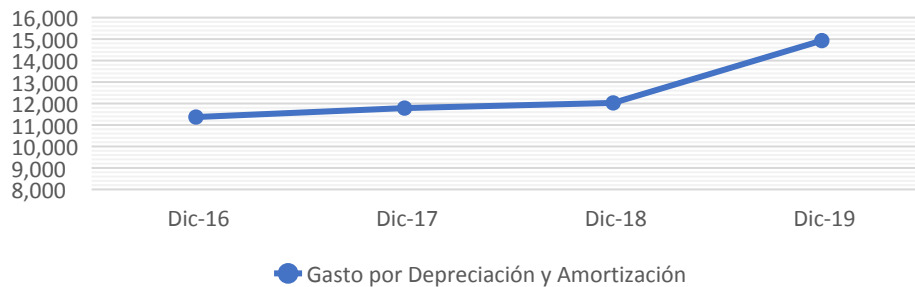
Expresados MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Sueldos y Salarios	6.823	6.942	6.885	6.576	3.254	3.432
Beneficios a Corto Plazos a los Empleados	592	734	499	776	365	272
Gastos por Obligación por Beneficios post-Empleo	11	(24)	(116)	(13)	(2)	(4)
Beneficios por Terminación	643	396	924	695	432	326
Otros Gastos de Personal	1.251	1.250	1.246	1.129	592	536
Totales	9.321	9.298	9.438	9.190	4.641	4.570

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Gasto por depreciación y amortización, en esta cuenta se contabilizan los gastos asociados al uso de los activos fijos que son generadores de ingresos de la compañía. Las depreciaciones en Entel son aplicadas en forma lineal, considerando los años de vida útil para cada tipo de bienes, de conformidad con estudios técnicos. Estos estudios consideran la verificación anual de eventos tecnológicos y/o comerciales que hagan recomendable su modificación, así como su eventual valor residual a la fecha de retiro de la explotación. Ver análisis del gasto por depreciación y amortización en el gráfico N°7

Frente a la existencia de activos, cuyos valores exceden su valor de mercado o capacidad de generación de ingresos netos, se practican ajustes por deterioro de valor con cargo a los resultados del período.

Gráfico N°7 Análisis de la depreciación y amortización (en MUF)



Fuente: Elaboración propia

Durante el año 2019, se presenta un aumento de 2.900 MUF (+24%) respecto del mismo período del año 2018. El aumento está generado principalmente por la aplicación de NIIF 16 y además asociado al despliegue de la red 4G y de fibra óptica, así como desarrollos de TI principalmente relacionados con la transformación digital.

Pérdidas por deterioro, considera los equipos afectados por cambios tecnológicos o disminuciones en sus valores recuperables debido a disminuciones de precios en determinados servicios, equipamiento con escasa probabilidad de ser reutilizados o enajenados las cuales vienen relacionada directamente con la Propiedad, planta y Equipos y por otro lado están las pérdidas por deterioro por la incobrabilidad por el vencimiento atrasado en la cobranza y por aquellos servicios prestados no facturados por las cuentas por cobrar.

Otros Gastos, acá se agrupa una serie de costos y gastos de venta y distribución, denominadas cargos de acceso y participaciones a corresponsales siendo el segmento más importante para la operación de Entel que viene agrupando los todos los costos de producción y gastos de administración de la compañía. El detalle de estos gastos se presenta en la tabla N°13.

Tabla N°13 Otros Gastos.

Expresados UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Publicidad, Comisiones y Costo de Venta Equipos	20.386	20.591	19.662	20.528	9.732	8.117
Arriendos y Mantenciones	8.576	8.194	7.856	4.848	2.470	2.903
Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales	5.820	6.315	5.039	3.336	1.734	1.617
Otros	2.664	3.014	3.101	3.385	1.557	1.537
Outsourcing y Materiales	2.028	2.206	1.878	2.001	944	1.007
Servicios Profesionales y Consultoría	1.965	2.169	1.897	1.693	825	1.099
Participaciones a Otros Operadores de Servicios	1.613	1.780	1.763	1.504	788	812
Energía y Otros Consumos	1.307	1.280	1.311	1.585	789	960
Totales	44.361	45.550	42.507	38.879	18.839	18.051

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Los principales conceptos de costo corresponden a la Publicidad, Comisiones y Costo de Venta Equipos de la operación y mantención de los servicios en clientes.

Se puede concluir al evaluar el comportamiento de los costos y gastos operaciones para los años evaluado han mantenido un comportamiento constante con variaciones no mayor a 4% en cada una de las cuentas que lo componen.

2.4. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Dentro de las cuentas que componen el estado resultados de Entel, se identifican cuatro de las cuentas que no son del giro del negocio de la empresa, a continuación, se muestran las cuentas recurrentes y los montos en MUF que se registraron en cada periodo. El detalle de los ingresos financieros y de los costos financieros se presentan en la tabla N°14 y N°15, respectivamente. En cambio, el detalle de las diferencias de cambio y reajustes se presentan en la tabla N° 16 y N° 17, respectivamente.

Tabla N°14 Ingresos Financieros:

Expresados MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado	131	114	40	48	19	148
Intereses sobre Arrendamientos Financieros Otorgados	5	2	0	0	0	0
Intereses Devengados Netos IRS	89	61	0	0	0	0
Coberturas de Tasas de Interés (CCS)	0	0	27	0	0	150
Variación del Valor Razonable Derivados – IRS	0	16	0	260	250	0
Total, Ingreso Financieros	225	194	68	308.971	269	299

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Tabla N° 15 Costos Financieros

Expresados MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	161	273	367	421	249	61
Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado	2.254	2.149	1.890	2.157	992	1.323
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	96	159	78	142	43	62
Coberturas de Tasas de Interés (CCS)	96	174	195	32	50	0
Derivados Ajuste Valor Razonable IRS	238	0	83	0	0	0
Gasto por Intereses, Arrendamientos Financieros	10	6	1	0	0	0
Gasto por Intereses, Arrendamientos	0	0	0	499	261	351

Gasto por Intereses por de Beneficios post Empleo	23	24	27	27	15	15
Gasto por Intereses, Otros	108	91	68	60	27	34
Otros Costos Financieros	131	109	110	106	53	61
Total, Costos Financieros	3.121	2.987	2.819.117	3.446	1.690	1.909

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Tabla N°16 Diferencias de Cambio

Expresados MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Otros Activos	(127)	(44)	100)	13	(75)	(69)
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	101	310	(187)	33	69	(154)
Obligaciones con el Público - Bonos	2.779	3.675	(5.225)	(3.432)	1.006	(4.676.221)
Préstamos que Devengan Intereses	467	479	(671)	(261)	170	(162.939)
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FVV)	(728)	(1.089)	1.310)	392	(277)	624.873
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	(2.471)	(3.267)	4.645	3.421)	(894)	4.676.221
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (Call)	-	-	-	-	-	-
Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FVV)	(624)	(290)	(96)	(66)	(8)	(42.361)
Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (Call)	(7)	(42)	89	61	82	(220.071)
Otros Pasivos	-	-	-	-	-	-
Total, Diferencias de Cambio	(609)	(260)	(36.067)	161	72	(23.649)

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Tabla N°17 Reajuste.

Expresados MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Otros Activos	30.978	4.764	56.674	12.166	13.647	(9.352)
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre	(446.868)	(275.119)	(456.096)	(430.512)	(197.750)	(231.132)
Obligaciones con el Público - Bonos	(189.157)	(116.939)	(193.937)	(266.510)	(84.102)	(223.895)
Otros Pasivos	263	29.045	(435)	(2.040)	(602)	(44.956)
Total, Resultados por Unidades de Reajuste	(604.784)	(358.249)	(593.794)	(686.896)	(268.807)	(509.335)

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

Los principales ingresos no operacionales de Entel están constituidos principalmente: Ingresos financieros, costos financieros, diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, de los que gastos financieros representa un 70% del promedio ponderado de los ingresos no operacionales.

Dentro de los costos financieros los que tienen mayor relevancia lo tienen los gastos por intereses por bonos emitidos en mercados financieros con un 67% y gastos por intereses,

prestamos con un 12% del peso total de la cuenta. Ver detalle en la tabla N°15.

Los ingresos financieros están explicados principalmente por Intereses por depósitos a plazo e intereses devengados, representando el 60% y el 40% del total de los ingresos financieros respectivamente. Ver detalle en la tabla N°36. Por último, todas las cuentas de Ingresos no operacionales son recurrentes. En las tablas N° 16 y 17 se detalla la composición de los ingresos por diferencia de cambio y reajustes.

2.5 Análisis de los activos de la empresa

En este último punto realizaremos una identificación de los activos operacionales, los cuales tienen una vinculación directa en la generación de flujos de caja. Además, identificaremos los activos no operaciones. En la tabla N°18 se muestra el detalle del análisis.

Tabla N°18 Activos Operacionales y No Operacionales

Activos Operaciones	Jun-2020 UF	Jun-2020 %
Efectivo y equivalentes al efectivo	12.206	7%
Otros Activos No Financieros Corrientes	3.520	2%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	17.146	9%
Inventarios	3.114	2%
Activos por impuestos neto	797	0%
Otros Activos No Financieros No Corrientes	5.010	3%
Derechos por Cobrar No Corrientes	250	0%
Activos Intangibles	11.980	6%
Plusvalía	1.698	1%
Activos por impuestos, No Corrientes	42	0%
Propiedades, planta y equipos	74.373	40%
Derechos de Usos por Arriendos	13.928	7%
Otros Activos Financieros Corrientes	2.790	1%
Otros Activos Financieros No Corrientes	12.704	7%
Total activos operacionales	159.558	86%
Activos no operaciones	Jun-2020 UF	Jun-2020 %
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	25	0%
Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta	881	0%
Activos por impuestos Diferidos	25.567	14%
Total, activos no operacionales	26.473	14%
Total, activos	186.031	100%

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. junio 2020.

Para describir la composición de los activos no operaciones tomamos información de los Estados Financieros al 30 de junio del 2020, están compuestas de la siguiente manera:

2.6 Activos mantenidos para la venta

Entel continua con el proceso de venta de torres, iniciado en diciembre 2019, para los efectos de enajenar un porfolio de torres y elementos complementarios a ellas, que no superan el 40% de las torres propias existentes en Chile, y en el caso de Entel Perú un proceso análogo de venta de torres que no supere el 64% de las torres propias existentes en dicho país.¹¹

La operación durante el semestre contempló el traspaso de 263 torres en Chile y 60 en Perú. El remanente de torres para completar la operación se debe transferir en un plazo máximo de 18 meses. Este se presenta a su costo neto de depreciación en el estado de situación en el rubro activos no corrientes mantenidos para la venta.²⁷

2.7 Activos impuestos diferidos

Los activos por impuestos diferidos que surgen de la tributación de las diferencias temporarias deducibles en los diferentes periodos, en la tabla N°19, se muestra como está compuesto los activos por impuestos diferidos.

Tabla N°19 Activos impuestos diferidos.

Expresado en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Depreciaciones Propiedad Planta y Equipos	2.898	2.545	2.259	2.302	2.291
Amortizaciones Intangibles	138	6	5	5	5
Acumulaciones	604	620	659	734	675
Provisiones	467	640	727	772	799
Deterioro Cuentas por Cobrar	1.047	906	969	694	719
Ajuste Valor Mercado Contratos Derivados	-	1	-	-	-
Activos-Pasivos Costo Amortizado	-	-	-	248	225
Ingresos / Costo Diferidos	171	173	144	137	193
Activos por Derecho de Uso	-	-	-	-	-
Pasivo Contratos de Arriendos	-	-	-	5.717	6.623
Bienes Adquiridos en Leasing	23	11	-	-	-
Bienes Vendidos en Leasing	8	3	-	-	-
Pérdidas Fiscales	8.916	9.952	12.967	13.352	13.950
Otros	323	165	220	142	87
Totales	14.596	15.023	17.950	24.104	25.567

Fuente: Estados Financieros Entel, S.A. 2016 - 2020.

2.8 Exceso de efectivo y efectivo equivalente

En el año 2019 y primer semestre 2020 existe un exceso de efectivo proveniente de las ventas de torres por un monto total de MUF 9.910.

2.9 Tecnología 5G

La red 5G es una nueva generación de tecnologías y estándares de comunicación inalámbrica que, principalmente, utiliza internet para conectarse a la red de cualquier aparato y desde cualquier sitio. Se le denomina así porque es la quinta generación de redes que conocemos. Comenzó en la década del 80' con la 1G, que permitió el desarrollo de los teléfonos celulares; continuó con la red 2G, que posibilitó los servicios de mensajerías cortos (o SMS, por sus siglas en inglés); el año 2010 fuimos testigos del 3G, que conectó a los móviles con internet; y se luego llegó la red 4G, capaz de incorporar banda ancha a los celulares, facilitando el streaming y la realidad aumentada entre otras características. Se espera que la 5G lleve al límite. Entre sus características se

¹¹ Estado financiero Entel Junio 2020

encuentran la velocidad de navegación diez veces superior a la mejor fibra óptica que opera actualmente en el mercado.¹²

Para el desarrollo de la tecnología 5G, Subtel abrió cuatro concursos separados, por un total de 1.800 MHz de espectro. Todos recibieron ofertas y las adjudicaciones se resolvieron en febrero de 2021. La Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL). Recibió cinco ofertas de distintas empresas en el marco del concurso público de espectro para el desarrollo de redes 5G. Las empresas Entel, Claro, Movistar, WOM, y Borealnet realizaron ofertas.

La 5G puede habilitar a las compañías de telecomunicaciones para competir en nuevos mercados. Por ejemplo, abre la puerta para que los operadores móviles utilicen acceso inalámbrico fijo (FWA) 5G para proveer servicios de banda ancha comparables a los basados en cables. Al mismo tiempo, ofrecerá a los proveedores de banda ancha fija la posibilidad de emplear FWA 5G en lugar de las alternativas más caras de fibra (FTTP y FTTH). Además, la combinación de los principales atributos tecnológicos de la 5G banda ancha súper rápida (1- 10 Gbps), consumo eficiente de energía, manejo de conexiones masivas, altos niveles de confiabilidad y disponibilidad y latencia ultra baja (-1 ms) presenta el potencial de brindar nuevos y mejorados servicios a los consumidores.¹³

3. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

3.1 Ingresos operacionales proyectados

Realizando un análisis del comportamiento de la compañía durante los últimos 4 años, en promedio (2016-2019) los ingresos a nivel total no crecen, esto por los aumentos que han experimentado algunas líneas de servicios que han sido compensadas por las disminuciones que experimentaron otras líneas de servicios. En la tabla N° 20 se detalla el cambio porcentual anual de los ingresos ordinarios de la compañía para el período 2016-2019.

Tabla N°20 Variación porcentual anual de los ingresos históricos periodo 2016-2019

Ingresos ordinarios	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Promedio 2016-2019
Telefonía Móvil Chile	-8%	-5%	-7%	-8%	-7%
Entel Perú	42%	29%	2%	18%	30%
Servicios Privados (Incluyen Servicios IT)	13%	6%	1%	1%	5%
Telefonía Local Incluye NGN IP	2%	-11%	-11%	-6%	-7%
Servicios de Televisión	20%	18%	7%	3%	12%
Larga Distancia	-17%	-26%	-18%	-25%	-21%
Internet	19%	23%	9%	15%	16%
Servicios a Otros Operadores	-7%	-19%	-33%	-4%	-16%
Negocios de Tráfico	-2%	-27%	15%	4%	-3%
América Perú	-11%	-3%	-16%	5%	-6%
Servicios Call Center y Otros	39%	-18%	6%	-8%	5%
Totales	2%	2%	-4%	1%	0%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. periodo 2016-2019

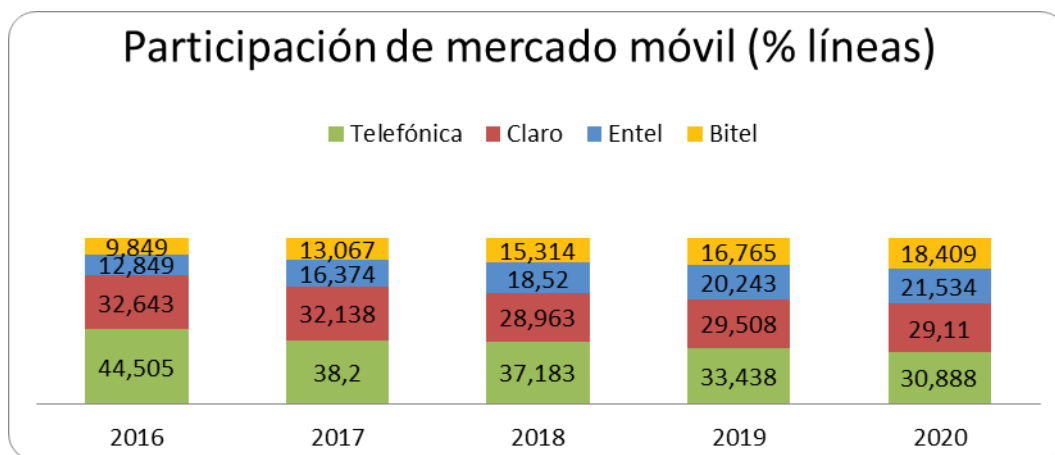
La mayor parte de los ingresos de la compañía provienen de telefonía móvil Chile, Entel Perú y Servicios Privados como ya fue explicado en el punto 2.1. En detalle:

➤ Telefonía Móvil Chile, presenta una tendencia negativa durante los años en revisión en un -7%, cuyo comportamiento va de la mano con el comportamiento de la

cantidad de clientes móvil que ha tenido Entel, que igualmente presenta una tendencia bajista. Esto debido a que los clientes están teniendo mayor uso de datos e incremento en conexiones de internet. Por ello, el supuesto es que estos ingresos disminuirán a una tasa anual de un 2%.

➤ Entel Perú, muestra un crecimiento constante en los últimos años, en el año 2018 el crecimiento fue menor al resto de los años debido al efecto de la IFRS 15. Este comportamiento tiene correlación con el crecimiento de abonados en Perú, que según Osiptel (Organismo Supervisor de Inversión Privada) Entel ha tenido una constante penetración en el mercado móvil, tal como se muestra en el gráfico N°8. Por ello, el supuesto es que estos ingresos crecerán a una tasa anual de un 8%.

Gráfico N°8 Participación del mercado en Perú.



Fuente: Elaboración propia

➤ Servicios Privados (Incluyen Servicios IT), no presentan un comportamiento constante, ya que van relacionados a la cantidad de contratos por soluciones integradas de voz, datos e internet, así como servicios de tecnología de la información (TI) y servicios digitales que Entel vaya realizando durante el año. Por ello, el supuesto es que estos ingresos crecerán a una tasa anual de un 1%.

➤ El resto de los ingresos al tener una menor importancia se consideró como supuesto la variación anual promedio del periodo 2016-2019 para su proyección

Finalmente, en la tabla N°21 mostramos la proyección de los ingresos de cada línea de ingreso para el periodo que comprende desde el 2020 hasta el año 2024.

Tabla N°21 Proyección de los ingresos ordinarios

Ingresos ordinarios expresados en MUJ	Supuesto	Dic-20E	Dic-21E	Dic-22E	Dic-23E	Dic-24E
---------------------------------------	----------	---------	---------	---------	---------	---------

Telefonía Móvil Chile	-2%	35.611	34.899	34.201	33.517	32.846
Entel Perú	8%	18.709	20.192	21.793	23.520	25.385
Servicios Privados (Incluyen Servicios IT)	1%	7.197	7.269	7.342	7.415	7.489
Telefonía Local Incluye NGN IP	-7%	1.678	1.568	1.464	1.368	1.278
Servicios de Televisión	12%	1.526	1.709	1.913	2.142	2.398
Larga Distancia	-21%	224	176	138	109	86
Internet	16%	2.393	2.787	3.247	3.782	4.406
Servicios a Otros Operadores	-16%	880	741	624	526	443
Negocios de Tráfico	-3%	866	845	823	803	782
América Perú	-6%	733	687	644	604	566
Servicios Call Center y Otros	5%	499	524	550	578	607
Totales		70.316	71.396	72.740	74.363	76.286

Fuente: Elaboración propia

3.2 Costos y gastos operacionales proyectados

Para este análisis tomamos los costos operaciones que fueron descritos en el punto 2.3, en este caso determinamos su relación porcentual con las ventas de cada año, donde determinamos que en promedio desde el año 2016 hasta el año 2019 un 95% de los ingresos son destinados a cubrir los gastos y costos operacionales. No consideramos el primer semestre del 2020, ya que no cuenta con el periodo completo de 12 meses. Ver el detalle en la tabla N°22.

Tabla N°22 Costos y gastos operacionales históricos periodo 2016-2019 (% sobre las ventas)

Costos y gastos operacionales	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Promedio 2016-2019
Gastos por beneficios a los empleados	-13%	-13%	-14%	-13%	-13%
Gasto por depreciación y amortización	-16%	-16%	-17%	-21%	-18%
Pérdidas por deterioro (Reversiones), Neto	-3%	-3%	-4%	-4%	-3%
Otros gastos	-63%	-63%	-61%	-56%	-61%
Total	-95%	-95%	-96%	-94%	-95%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. periodo 2016 - 2019.

Para los gastos por beneficios a los empleados y pérdidas por deterioro se asume el promedio histórico para su proyección (13%), puesto que muestran una tendencia estable en el tiempo. En cambio, para la proyección de los gastos por depreciación y amortización se considera el promedio del periodo 2016 y 2018 (16%), ya que a partir del año 2019 este ítem se ve influenciado por la implementación de la NIIF 16. Por su parte, para la proyección de los otros gastos se utiliza el promedio histórico para cada ítem (ver tabla N°23), excepto para los gastos asociados a arriendo y mantenciones que se asumió el promedio del año 2018 y 2019 (9%), para que sea más representativo de lo que ha ocurrido en los últimos años.

Tabla N°23 Otros gastos históricos periodo 2016-2019 (como % de las ventas)

Otros gastos	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Promedio 2016-2019
Cargos de acceso y participaciones a corresponsales	-8%	-9%	-7%	-5%	-7%
Outsourcing y materiales	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Publicidad, comisiones y costo de venta equipos	-29%	-28%	-28%	-29%	-29%
Arriendos y mantenciones	-12%	-11%	-11%	-7%	-10%
Participaciones a otros operadores de servicios	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
Servicios profesionales y consultoría	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%
Energía y otros consumos	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Otros	-4%	-4%	-4%	-5%	-4%
Total	-63%	-63%	-61%	-55%	-60%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. periodo 2016-2019

Tras el análisis anterior, los gastos y costos operacionales proyectado se presentan en la tabla N°24.

Tabla N°24 Costos y gastos operacionales proyectados

Costos y gastos operacionales expresados en MUF	Peso Promedio	Dic-20 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E	Dic-24 E
Gastos por beneficios a los empleados	-13%	(9.268)	(9.410)	(9.587)	(9.801)	(10.054)
Gasto por depreciación y amortización	-16%	(11.164)	(11.335)	(11.548)	(11.806)	(12.111)
Pérdidas por deterioro (Reversiones), neto	-3%	(2.277)	(2.312)	(2.356)	(2.408)	(2.470)
Otros gastos	-61%	(41.595)	(42.234)	(43.029)	(43.989)	(45.126)
Total	-93%	(64.303)	(65.291)	(66.520)	(68.004)	(69.763)

Fuente: Elaboración propia

3.3 Resultado no operacional proyectado

El resultado no operacional (pérdida) de la compañía representa en promedio un 5% de total de los ingresos de Entel, cuya tendencia histórica no ha cambiado significativamente en relación con las ventas. Por ello, se asume el promedio histórico del año 2016 al 2019 para la proyección (ver tablas N°25 y N°26).

Tabla N°25 Comportamiento histórico del resultado no operacional como porcentaje de las ventas

Costos no operacionales	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Promedio
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Costos financieros	-4%	-4%	-4%	-5%	-4%
Diferencias de cambio	-1%	0%	0%	0%	0%
Resultados por unidades de reajuste	-1%	0%	-1%	-1%	-1%
Total	-6%	-5%	-5%	-5%	-5%

Fuente: Estados Financieros de Entel S.A. periodo 2016-2019.

Las cifras proyectadas para el resultado no operacional se muestra en la tabla N°26.

Tabla N°26 Resultado no operacional proyectado

Costos no operacionales	Dic-20 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E	Dic-24 E
Ingresos financieros	198	201	205	210	215
Costos financieros	(3.079)	(3.126)	(3.185)	(3.256)	(3.340)
Diferencias de cambio	(183)	(186)	(189)	(193)	(198)
Resultados por unidades de reajuste	(560)	(569)	(579)	(592)	(608)
Total	(3.623)	(3.679)	(3.748)	(3.832)	(3.931)

Fuente: Elaboración propia

3.4 Impuesto corporativo proyectado

En la tabla N°27 se muestra la ganancia antes de impuesto calculada en base a las proyecciones del estado de resultados y el impuesto proyectado, para lo cual se utiliza como tasa impositiva el 28,25%. Este se calcula como un promedio ponderado de las tasas impositivas de Chile (27%) y Perú (29,5%).

Tabla N°27 Impuesto corporativo proyectado

Expresado MUF	Dic-20 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E	Dic-24 E
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	2.602	3.140	3.200	3.271	3.356
Tasa impositiva	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%	28,25%
Gasto de impuesto corporativo	735	887	904	924	948

Fuente: Elaboración propia

3.5 Estado de resultados proyectado en miles de UF

En base a los supuestos detallados en las secciones anteriores se muestra en la tabla N°28 el estado de resultados proyectado expresado en UF, desde el segundo semestre de 2020 hasta el año 2024. En cambio, en la tabla N°29 se muestra el estado de resultados proyectado porcentual.

Tabla N°28 Estado de resultados proyectados

Expresados en MUF	Dic-20 E	S1 2020	S2 2020 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E	Dic-24 E
Ingresos de actividades ordinarias	70.316	33.840	36.477	71.396	72.740	74.363	76.286
Otros ingresos	703	259	445	714	727	744	763
Gastos por beneficios a los empleados	(9.268)	(4.444)	(4.824)	(9.410)	(9.587)	(9.801)	(10.054)
Pérdidas por deterioro	(2.277)	(1.444)	(833)	(2.312)	(2.356)	(2.408)	(2.470)
Otros Gastos	(41.595)	(17.552)	(24.043)	(42.234)	(43.029)	(43.989)	(45.126)
EBITDA	17.880	10.658	7.221	18.154	18.496	18.909	19.398
Gasto por depreciación y amortización	(11.164)	(8.085)	(3.078)	(11.335)	(11.548)	(11.806)	(12.111)
EBIT	6.716	2.573	4.143	6.819	6.948	7.103	7.286
Ingresos financieros	198	291	(93)	201	205	210	215
Costos financieros	(3.079)	(1.855)	(1.224)	(3.126)	(3.185)	(3.256)	(3.340)
Diferencias de cambio	(183)	(23)	(160)	(186)	(189)	(193)	(198)
Resultados por unidades de reajuste	(560)	(495)	(65)	(569)	(579)	(592)	(608)
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	3.093	491	2.602	3.140	3.200	3.271	3.356
Gasto de impuesto corporativo	(874)	(139)	(735)	(887)	(904)	(924)	(948)
Resultado Neto	2.219	352	1.867	2.253	2.296	2.347	2.408

Fuente: Elaboración propia

Tabla N°29 Estado de resultados proyectado expresado como porcentaje de las ventas

Ponderación porcentual del Estado Resultado	Dic-20 E	S12020	S2 2020 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E	Dic-24 E
Ingresos de Actividades Ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Otros ingresos	1,0%	0,8%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Gastos por Beneficios a los Empleados	-13,2%	-13,1%	-13,2%	-13,2%	-13,2%	-13,2%	-13,2%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-3,2%	-4,3%	-2,3%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%
Otros Gastos	-59,2%	-51,9%	-65,9%	-59,2%	-59,2%	-59,2%	-59,2%
EBITDA	25,4%	31,5%	19,8%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%
Gasto por Depreciación y Amortización	-15,9%	-23,9%	-8,4%	-15,9%	-15,9%	-15,9%	-15,9%
EBIT	9,6%	7,6%	11,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Ingresos Financieros	0,3%	0,9%	-0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Costos Financieros	-4,4%	-5,5%	-3,4%	-4,4%	-4,4%	-4,4%	-4,4%
Diferencias de Cambio	-0,3%	-0,1%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%

Resultados por Unidades de Reajuste	-0,8%	-1,5%	-0,2%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	4,4%	1,5%	7,1%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	4,4%	1,5%	7,1%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Tasa impositiva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gasto de impuesto corporativo	-1,2%	-0,2%	-1,0%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Resultado Neto	3,2%	1,0%	5,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

Fuente: Elaboración propia

4. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

En esta sección realizaremos los ajustes necesarios para calcular los flujos de caja libre (FCL) proyectados de Entel.

4.1 Depreciación, amortización y pérdidas por deterioro

Estos gastos que aparecen en el estado de resultados de la compañía tienen que ser excluidos del cálculo, ya que no son un flujo de efectivo. Ver la sección 6.3 para mayor detalle.

4.2 Inversión de reposición

La inversión de reposición tiene como finalidad reponer los activos actuales para mantener su producción actual. Esta inversión se considera igual al monto proyectado de la depreciación y amortización puesto que la empresa invierte en activos tangibles e intangibles por un monto superior a lo que se deprecian y amortizan este tipo de activo (ver tabla N°30). Por ello, asumimos que es un buen parámetro para determinar la inversión en reposición de la compañía.

Tabla N°30 Análisis de inversión en PPE e intangibles

Expresado en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Compras de propiedad, planta y equipo	17.384	18.714	18.439	16.858	7.209
Compras de activos intangibles	7.352	26	21	44	5
Depreciación y amortización	11.370	11.787	12.028	14.929	8.085
(Compra PPE + Activo Intangible) / Depreciación y Amortización	218%	159%	153%	113%	89%

Fuente: Elaboración propia

4.3 Inversión en capital físico

La inversión en activo fijo le permite a la compañía adquirir nueva tecnología o aumentar su actual capacidad instalada. Como consideramos en la proyección un incremento en las ventas, debemos considerar nuevas inversiones en activo fijo.

Para estimar las nuevas inversiones en activo fijo se debe identificar el CAPEX planeado de la compañía. Como no se maneja la información específica se procede a realizar una proyección en función de las inversiones históricas desde el año 2016 al 2019 sobre el total del ingreso operacional. En la tabla N°31 se presenta este análisis.

Tabla N°31 Inversión en capital fijo periodo 2016-2019

Análisis histórico - Inversiones en PPE	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
Compras de propiedad, planta y equipo	17.384	18.714	18.439	16.858
Ingresos ordinarios de la operación	70.886	72.508	69.404	69.897
PPE / Ingresos	25%	26%	27%	24%
Promedio 2018-2019	25%			

Fuente: Elaboración propia

En la tabla N°31 se observa el promedio considerado dentro de este análisis es de un 25% tomando como base de cálculo para el promedio los resultados desde los años 2018 y 2019, ya que tienen un comportamiento más real de la empresa en los últimos años. Por lo tanto, se utilizará ese valor para proyectar la inversión total en nuevos activos (reposición y crecimiento). En la tabla N°32 se muestra el detalle.

Tabla N°32 Proyección de activo fijo

Proyección PPE en UF	Dic-20 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E
Ingresos	70.316	71.396	72.740	74.363
PPE / Ingresos	25%	25%	25%	25%
Compra PPE	17.820	18.094	18.435	18.846

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, en la tabla N°33 se muestra el detalle de las inversiones de capital que sustenten el crecimiento proyectado de la compañía.

Tabla N°33 Inversión en capital fijo

Expresado en MUF	Dic-20 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E
Inversión total	17.820	18.094	18.435	18.846
Inversión reposición	(11.164)	(11.335)	(11.548)	(11.806)
Inversión crecimiento	6.657	6.759	6.886	7.040
Inversión en venta de torres 5G	2.478	2.478	2.478	2.478

Fuente: Elaboración propia

La industria de las telecomunicaciones sigue inmersa en un acelerado proceso de cambio, lo que obliga a Entel a estar atenta y adelantarse a las transformaciones que se dan en los ciclos tecnológicos, a las acciones que llevan a cabo sus competidores y, especialmente, a las necesidades de los clientes cada vez más conectados y exigentes.¹²

Con la llegada de la tecnología de quinta generación o 5G significará una importante inversión de capital, dado que implicará el desarrollo de redes de fibra óptica y de antenas que sean aptas para las conexiones de los usuarios. La tecnología 5G requerirá de una nueva estructura en la disposición de las antenas, cambiando desde grandes torres muy distanciadas entre sí, a una malla de torres de menor altura y más cercanas, todas

¹² Memoria anual 2019

conectadas a través de fibra óptica. Por ello Entel decidió desprenderse de aquellas que tenían el carácter de activo no estratégico. Esto lo concretó a través de un acuerdo con American Tower Corporation para la venta y contrato de arrendamiento de 3.242 torres de telecomunicaciones en Chile y en Perú por un total estimado de USD \$770 millones, cuyos dineros serán destinado a inversiones. De estas, 2.364 se transfirieron al término de 2019²⁸

4.4 Inversión en capital de trabajo

El capital de trabajo está referido específicamente al capital de trabajo operativo neto (CTON) que corresponde por definición a la diferencia entre el total de activos corrientes operacionales que no devengan intereses y el total de pasivos corrientes que no devengan intereses. El detalle de cómo se calcula el CTON para el período histórico analizado se muestra en la tabla N°33.

Para realizar el cálculo de la inversión en capital de trabajo, se excluyó el excedente de efectivo que tiene la compañía en Dic-19 y Jun-20 consecuencia a lo explicado en el punto 5.3. Para determinar el excedente se realizó un promedio del efectivo de los años 2016 al 2018, posteriormente restamos el saldo del efectivo por MUF 5.894 en el Dic-19 y MUF 2.295 en el Jun-20 para determinar el nuevo valor del rubro de efectivo para los periodos tal como se muestra en la tabla N°34.

Tabla N°34 Capital de trabajo operativo neto diciembre 2016 hasta junio 2020

Activos corrientes operaciones expresados en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.210	5.435	2.639	5.894(*)	2.295(*)
Otros activos financieros	181	79	623	5.747	2.790
Otros activos no financieros	1.084	1.269	3.952	3.124	3.520
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	12.548	12.928	15.916	17.964	17.146
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	37	15	14	16	25
Inventarios	3.470	3.617	4.362	2.918	3.114
Activos por impuestos neto	7.615	4.455	1.901	915	797
Total activos operacionales	29.144	27.798	29.406	36.579	29.687
Pasivos corrientes operaciones expresados en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Ctas. por pagar comerciales y otras ctas. por pagar	19.168	20.343	20.088	23.327	18.238
Cuentas por pagar empresas relacionadas	-	-	11	6	15
Otras provisiones	196	275	306	65	78
Pasivos por impuestos	185	13	1.575	3.507	2.369
Otros pasivos no financiero	1.370	1.268	1.170	1.115	1.213
Total pasivos operacionales	20.919	21.899	23.149	28.020	21.914
CTON	8.225	5.899	6.257	8.559	7.773

Fuente: Elaboración propia

*No incluye el exceso producto de las ventas de las 3.242 torres vendidas durante el 2019. Este exceso se estima en MUF 9.910.

Como dato adicional, se realiza el cálculo del CTON expresado como porcentaje de las ventas (RCTON), cuyo detalle se encuentra en la tabla N°35.

Tabla N°35 RCTON

Descripción	Dic-2016	Dic-2017	Dic-2018	Dic-2019	Jun-2020
Ingresos de actividades ordinarias	70.886	72.508	69.404	69.897	34.198
RCTON	12%	8%	9%	12%	23%
Promedio 2016-2018	10%				

Fuente: Elaboración propia

En la tabla N° 34 se observa un crecimiento en los activos corrientes operacionales con

respecto al cierre del año anterior (2018) de 11.959 de UF equivalente a un 40%, siendo explicado principalmente por el aumento que experimentó el efectivo y equivalentes producto de la venta de torres ocurrida en diciembre del 2019. Por ello, para estimar el CTON se considera solamente el promedio del año 2016 al 2018, ya que se considera un nivel más normal que refleja las necesidades de CTON de la compañía.

Luego, para estimar las necesidades de CTON o su liberación se utiliza la siguiente formula:

$$\Delta =)$$

En la tabla N°36 se muestran la inversión en CTON proyectada, dado que se proyecta un incremento en las ventas para el período 2020-2024.

Tabla N°36 Variación CTON

CTON Proyectado	Dic- 2020	Dic- 2021	Dic-2022	Dic-2023	Dic-2024
Ingresos Proyectados	70.316	71.396	72.740	74.363	76.286
RCTON Proyectado	10%	10%	10%	10%	10%
CTON Proyectado MUF	6.740	6.843	6.972	7.127	7.312
Variación CTON	(104)	(129)	(156)	(184)	0

Fuente: Elaboración propia

4.5 Valor terminal

Para calcular el valor terminal de la empresa inicialmente es necesario realizar los supuestos relacionados al crecimiento perpetuo que tendrá la compañía. Como la industria de telecomunicaciones es tan dependiente de la tecnología, se decidió ser conservador tomando las siguientes consideraciones:

- No se espera nuevas inversiones de activo fijo o infraestructura en la compañía en los años posteriores al 2025.
- No se espera nuevas inversiones de capital de trabajo para los años posteriores al 2025, ya que los ingresos se proyectan sin crecimiento.
- La inversión en reposición será el 100% de la depreciación del ejercicio proyectada.
- El resto de los datos corresponden a los proyectado para el FCL del año 2024.

Por último, el detalle del FCL proyectado se detalla en la tabla N°37.

Tabla N°37 Flujos de caja libre proyectado

Flujo de caja bruto proyectado UF	S2-2020 E	Dic-21 E	Dic-22 E	Dic-23 E	Dic-24 E	Dic-25 E
Resultado neto	1.867	2.253	2.296	2.347	2.408	2.408
Depreciación y amortización (íntegra)	3.078	11.335	11.548	11.806	12.111	12.111
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	833	2.312	2.356	2.408	2.470	2.470
Costos Financieros (después de impuestos)	894	2.282	2.325	2.377	2.438	2.438
Ingresos financieros (después de impuestos)	68	(147)	(150)	(153)	(157)	(157)
Diferencia de cambio (íntegra)	160	186	189	193	198	198
Resultado por unidad de reajuste	65	569	579	592	608	608
Flujo de caja bruto	6.964	18.790	19.143	19.570	20.076	20.076

Inversión en reposición	(3.078)	(11.335)	(11.548)	(11.806)	(12.111)	(12.111)
Nuevas inversiones	(5.780)	(6.759)	(6.886)	(7.040)	-	-
Inversión 5G por en venta de torres	(2.478)	(2.478)	(2.478)	(2.478)	-	-
Capital de trabajo	(104)	(129)	(156)	-	-	-
Flujo de caja libre	(4.476)	(1.911)	(1.924)	(1.753)	7.965	7.965
Valor terminal (Wacc = 4,42%)					180.311	
Valor presente FCL (Wacc = 4,42%)	(4.380)	(1.791)	(1.727)	(1.507)	154.995	
Valor presente total	145.589					

Fuente: Elaboración propia

5. VALORACIÓN ECONOMICA DE LA EMPRESA Y PRECIO DE ACCIÓN

5.1 Valor presente de los flujos de caja libre

El valor presente de los FCL corresponde a 151.716 MUF (ver tabla N°37)

5.2 Liberación del capital de trabajo

El saldo de liberación de capital de trabajo viene dado de la diferencia del CTON real a junio 2020 versus el CTON estimado a diciembre del 2020. En este caso se produce una liberación de CTON, como se detalla en la tabla N°38.

Tabla N°38 Liberación de capital de trabajo

Concepto	MUF
CTON Real 30/06/2020	7.773
CTON Estimado 31/12/2020	6.740
Exceso de capital de trabajo	1.034

Fuente: Elaboración propia

Al 31 de diciembre del 2019, la compañía presentó un excedente de efectivo por 9.910 MUF, el cual fue excluido del cálculo de la liberación de capital de trabajo.

5.3 Activos prescindibles

Corresponde a los activos no operaciones de la empresa, los cuales la compañía puede vender para tener liquidez. En la tabla N°39 se detallan estos activos.

Tabla N°39 Análisis de Activos Prescindibles

Activos prescindibles expresados en MUF	Jun – 2020
Exceso de efectivo por venta de torres	9.910
Activos no corrientes mantenidos para la venta	881
Total, activos prescindibles	10.791

Fuente: Elaboración propia

5.4 Deuda financiera

La deuda financiera fue de un valor al 30 de junio del 2020 corresponde a 94.247 MUF.

5.5 Valorización económica de la empresa y del precio de la acción

En la tabla N°40 se presenta la valoración económica de la empresa Entel y el precio de la acción proyectado al 30 de junio del 2020.

Tabla N°40 Valoración económica de la empresa.

Valoración económica (al 30 junio del 2020) MUF	Valor
Valor presente FCL	145.589
Exceso capital de trabajo neto (CTON)	1.034
Activos prescindibles u otros activos	10.791
Valor total activos	157.414
Deuda financiera (-)	94.247
Patrimonio Económico	63.099
Número de acciones	302.017.113
Precio acción estimado (UF)	0,21
Precio acción estimado (CLP)	6.002
Precio acción real (CLP)	5.300
Diferencia porcentual	13,2%

Fuente: Elaboración propia

5.6 Análisis de sensibilidad

Durante la elaboración de la valoración de Entel, S.A. al 30 de junio, un ítem que resulto relevante en la determinación de los flujos de la compañía la tasa de descuento, por lo tanto, realizamos un análisis de sensibilidad del resultado final de la acción de Entel, en el caso que la tasa de descuento variara positiva o negativamente un 0,10%, en la tabla N°41 se observa como varía el precio de la acción proyectado según la sensibilización de la tasa de descuento.

Tabla N°41 Análisis de sensibilidad (Tasa de descuento)

WACC	Precio acción proyectado	Precio acción junio 2020	Diferencia %
4,32%	6.382	5.300	13,20%
4,42%	6.002	5.300	20,40%
4,52%	5.620	5.300	6,00%

Fuente: *Elaboración propia*

Otro ítem importante y sensible fue la base utilizada para la proyección de los ingresos, ya que la compañía durante el tiempo de revisión no tuvo un comportamiento estable, esto hace que sea difícil predecir la tendencia de los mismos. Además, durante el año 2019 la compañía generó un excedente de efectivo consecuencia de la enajenación de torres, excedente que será invertido en tecnología 5G. Los cambios realizados fueron los siguientes:

- Incremento del 0,10% de los ingresos proyectados
- Disminución del 0,10% de los ingresos proyectados.

Obteniendo los resultados significativamente variables que se demuestran en la tabla N° 42.

Tabla N42 Análisis de sensibilidad (Incremento 0,10%)

Valoración económica (al 30 junio del 2020)	Valor	Valor	Valor
Valor presente FCL (MUF)	146.744	150.784	142.682
Exceso (deficit) capital de trabajo neto (CTON) (MUF)	966	966	966
Activos prescindibles u otros activos (MUF)	10.791	10.791	10.791
Valor total activos (MUF)	158.502	162.542	154.439
Deuda financiera (MUF)	94.247	94.247	94.247
Patrimonio económico (MUF)	64.255	68.295	60.192
Número de acciones	302.017	302.017	302.017
Precio acción estimado (UF)	0,21	0,23	0,20
Precio acción estimado (CLP)	6.105	6.489	5.719
Precio acción real	5.300	5.300	5.300
Diferencia	15%	22%	8%

Fuente: *Elaboración propia*

Tabla N°43 Análisis de sensibilidad (Disminución 0,10%)

Valoración económica (al 30 junio del 2020)	Valor	Valor	Valor
Valor presente FCL (MUF)	144.434	148.395	140.451
Exceso (deficit) capital de trabajo neto (CTON) (MUF)	1.101	1.101	1.101
Activos prescindibles u otros activos (MUF)	10.791	10.791	10.791
Valor total activos (MUF)	156.326	160.287	152.343
Deuda financiera (MUF)	94.247	94.247	94.247
Patrimonio económico (MUF)	62.080	66.041	58.096
Número de acciones	302.017	302.017	302.017
Precio acción estimado (UF)	0,21	0,22	0,19
Precio acción estimado (CLP)	5.899	6.275	5.520
Precio acción real	5.300	5.300	5.300
Diferencia	11%	18%	4%

Fuente: *Elaboración propia*

V. CONCLUSIÓN

Entel es una compañía líder de tecnología y telecomunicaciones, con operaciones en Chile y Perú, mercados en los que suma más de 17,4 millones de clientes móviles e ingresos anuales consolidados por MUF 33.840 a la fecha de la valoración 30 de junio 2020. La compañía entrega servicios de telefonía móvil y operaciones de redes fijas (incluye datos, integración TI, internet, telefonía local, larga distancia y servicios relacionados), para los segmentos de personas, empresas, corporaciones y mayoristas.

Entel entre su reportería de información financiera lo hace a través de su Memoria Anual conforme a la Norma de Carácter General N°30 de la Comisión para el Mercado Financiero y además es importante recalcar que se encuentra regulada por Superintendencia de Telecomunicaciones.

Es una de las mayores sociedades anónimas que cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago, con una capitalización bursátil MUF 57.366 al cierre de 2020 lo cual equivale a 302.017.113 acciones. La propiedad se encuentra distribuida entre 1.788 accionistas al cierre del ejercicio y el socio controlador es Inversiones Altel Ltda., filial de Almendral S.A.

Teniendo en cuenta lo anterior y con el propósito de analizar el valor que genera Entel a través de cada una de sus segmento de negocio y, por consiguiente, potenciarla, es necesario tener presente no solamente su estructura económica y financiera y sus cambios estructurales que impactan el comportamiento de las acciones de la compañía tal como lo fue la venta de 3.242 torres de telecomunicaciones (en Chile y Perú) al cierre del 2019. Sino también su posicionamiento en el mercado y sus expectativas a medio y largo plazo. Para esto, existen diversos métodos a través de los cuales se puede valorar una empresa, considerando los métodos de valoración más demandado tales como el “Flujo de caja descontado” y las comparación de la industria por “múltiplos”.

En relación con todo lo anterior se logra destacar que el mercado de telecomunicaciones en Chile es altamente competitivo (integración de nuevos competidores al mercado) y expuestos a constantes cambios tecnológicos (nueva tecnología 5G), hace que el precio de la acción de Entel sea sensible a cualquier cambio en el mercado, además de la influencia del mercado peruano, en el cual aún sigue estableciéndose en el mercado. A través del método de flujo de caja se establecieron los parámetros establecidos en la proyección de ingreso y la tasa de descuento el precio de la acción proyectado (Precio acción estimado 5.987 CLP) se encuentra subvalorado en un 13% sobre el valor que transa en el mercado (Precio acción real 5.300 CLP).

El método de flujo de caja descontado es uno de los métodos más utilizados para valorización de empresas, sin embargo, en la implementación de la metodología nos permitió identificar que los resultados precisos del valor de la compañía es fue necesario demostrar la sensibilidad a los supuestos utilizados para estimar las proyecciones y la tasa de descuento, dejando en evidencia que cualquier cambio en estos puede afectar significativamente le precio estimado de la acción.

En relación con la valorización a través de múltiplos relevante para la industria, se estima un precio 45% menor al precio de mercado al 30 de junio 2020 que fue de 5.300 CLP para determinar el análisis se utilizó el múltiplo valor de la empresa sobre EBITDA (EV/EBITDA) Sin mencionar que durante el análisis se consideraron empresas del mismo rubro de la región latinoamericana. Esto nos dio como resultados un rango fuera del estándar de la media lo que confirma que esta metodología no permite obtener un resultado preciso del valor de la compañía si no que arroja valores posibles o lejanos de lo que pudiese estar valorada la compañía en un periodo determinado, por lo cual queda demostrado que es necesario realizar análisis posteriores para estar más acercarnos aún más al valor objetivo de la empresa.

Con lo anterior concluimos el proceso de valoración de la empresa, destacando el rol que no sólo juegan las variables propias de su negocio, sino que también juegan un rol fundamental las variables de mercado que fluctúan debido a factores externos.

VI. BIBLIOGRAFÍA

1. Aswath Damodaran, "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", Second Edition.
2. Bolsa de Santiago, <http://www.bolsadesantiago.com>
3. SUBTEL, <https://www.subtel.gob.cl/>
4. Entel Group SA., <https://informacioncorporativa.entel.cl>
5. Damodaran Online, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
6. Feller Rate, www.feller-rate.cl
7. ICR, www.icrchile.cl
8. Banco Central de Chile, https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T312
9. Comisión para el mercado de financiero, www.cmfchile.cl
10. Risk America, <https://www.riskamerica.com>
11. Maquieira V. Carlos, "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica", 2008.

12. SUBTEL, <https://www.subtel.gob.cl/licitacion-5g-recauda-usd-453-millones-en-total-para-el-estado/>
13. Memoria 2020 Entel, [Memoria Integrada 2020 OK alta.pdf \(modyocdn.com\)](#)