



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

Valorización por múltiplos

Alumnos:

Willber Enrique Arias Perez

Tutor: Francisco Sánchez Morales.

Santiago, abril 2021

I. AGRADECIMIENTOS

Mi principal agradecimiento es a mi madre Nilda Pérez, quien me ha apoyado en cada proyecto y desafió que me he planteado y quien me llena de energía en cada palabra y cada comentario que me envía desde la distancia. En el mismo sentido agradezco a mi hermana Willenny Arias por estar siempre dispuesta a escucharme, apoyarme y permitirme ser el tío regalón de sus dos hijos Xavier y Enmanuel.

De igual manera a toda mi familia en general (tíos(as), primos(as), sobrinos(os) y abuelos(as)) que desde Venezuela me han brindado siempre un apoyo incondicional en todo momento.

También quisiera agradecer a mis colegas del magister en especial a Jesús López por su buena voluntad, valiosos comentarios y segundas opiniones durante el transcurso del curso y por todo el apoyo brindado para la materialización de este proyecto AFE.

En el mismo contexto agradezco al profesor Francisco Sanchez quien nos orientó, compartiendo sus conocimientos y experiencias para la elaboración de este proyecto.

Willber Arias

II.	CONTENIDO	
I.	Agradecimientos	2
II.	Contenido	3
III.	Gráficos y tablas	4
IV.	Resumen Ejecutivo	5
1.	Metodología.	
	1.1 Principales métodos de valoración.	7
	1.2 Modelo de descuento de dividendos.	7
	1.3 Método de flujos de caja descontados.	7
	1.4 Método de múltiplos	9
2.	Descripción de la Empresa e Industria.	
	2.1 Descripción de la empresa y su historia.	11
	2.1.1 Entel y sus Filiales.	11
	2.2 Descripción de la Industria.	13
	2.3 Regulación y Fiscalización.	14
	2.4 Principales Accionistas.	15
	2.5 Empresas de la Industria.	15
3.	Aspectos Contables y Financieros de la Empresa.	
	3.1 Estado de Situación Financiera.	18
	3.2 Estado de Resultado.	21
	3.3 Estado de Flujo de Efectivo.	22
	3.4 Ratios Financieros.	23
4.	Financiamiento y estructura de capital de la empresa	
	4.1 Deuda financiera	27
	4.1.1 Bonos	27
	4.2 Patrimonio económico	28
	4.3 Valor económico de la empresa	29
	4.4 Estructura de capital objetivo	29
5.	Estimación del costo de capital de la empresa	
	5.1 Costo de la deuda	30
	5.2 Beta de la acción o patrimonial con deuda)	30
	5.3 Beta de la deuda (30
	5.4 Beta patrimonial sin deuda	31
	5.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo (31
	5.6 Costo patrimonial	32
	5.7 Costo de capital	32
6.	Valoración Económica de la Empresa y precio de Acción	
	6.1 Valores para la industria	33
	6.2 Múltiplo a utilizar en el análisis	34
	6.3 Información financiera Entel, S.A.	35
	6.4 Múltiplos de Telefónica Chile, S.A.	35
	6.5 Múltiplos de las empresas comparables	35
	6.6 Valoración Entel según la industria	36
V.	Conclusión	37
VI.	Bibliografía	39
III.	Gráficos y Tablas	

Gráficos

Gráfico N°1 Estructura Corporativa Entel, S.A.	12
Gráfico N°2 Situación Financiera Telefónica Chile, S.A.	17
Gráfico N°3 Comportamiento financiero de la empresa.	22
Gráfico N°4 Estructura de la deuda financiera.	27

Tablas

Tabla N°1 Estructura social de la empresa.	11
Tabla N°2 Filiales de Entel, S.A.	11
Tabla N°3 Distribución de la industria de telecomunicaciones	13
Tabla N°4 Principales accionistas de Entel, S.A.	15
Tabla N°5 Descripción financiera Telefónica Chile, S.A.	16
Tabla N°6 Principales activos de Entel, S.A.	18
Tabla N°7 Representación porcentual de los activos	18
Tabla N°8 Pasivo y Patrimonio de Entel, S.A.	19
Tabla N°9 Representación porcentual Pasivo y Patrimonio	20
Tabla N°10 Estado de resultados expresados en MUF.	21
Tabla N°11 Estado de resultados expresados en porcentaje	21
Tabla N°12 Estado de Flujo de efectivo de Entel, S.A.	22
Tabla N°13 Detalles de liquidez de Entel	24
Tabla N°14 Indicadores de endeudamiento de Entel, S.A.	24
Tabla N°15 Detalles de actividad de Entel, S.A.	25
Tabla N°16 Indicadores de actividad de Entel	25
Tabla N°17 Detalles de la deuda financiera	27
Tabla N°18 Bonos corporativos al 30 de junio 2020	28
Tabla N°19 Patrimonio económico	28
Tabla N°20 Estructura capital Entel, S.A.	29
Tabla N°21 Estructura capital objetivo.	29
Tabla N°22 Beta de la acción o patrimonio deuda	30
Tabla N°23 Comparación de indicadores	34
Tabla N°24 indicadores de la empresa	35
Tabla N°25 Múltiplos Telefónica Chile S.A.	35
Tabla N°26 Resumen de los análisis de los múltiplos aplicados	36
Tabla N°27 Precios obtenidos para la acción de Entel, S.A.	36
Tabla N°28 Resumen de precios obtenidos de la acción de Entel	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 escenarios 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 e 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: Descripción de la Empresa y de la Industria, Punto 3: Descripción del Financiamiento de la Empresa, Punto 4: Estructura de Capital, Punto 5: Costo Patrimonial y Costo Capital de la Empresa, Punto 6: 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 valorización 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

Método de flujos de caja descontados

El caso del método de flujo de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las

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.

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

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 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

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

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.

1.3. 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. 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:

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

- 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*

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

2.1. Descripción de la empresa y su historia

En la tabla N°1 se muestra la brevemente la presentación de la empresa a valorar.

Tabla N°1 Estructura social de la empresa.

Ticker o Nemotécnico	Empresa Nacional de Telecomunicaciones, S.A.
Sector e industria	Telecomunicaciones
Países y negocios	Chile – Perú

Fuente: *Elaboración propia*

Empresa Nacional de Telecomunicaciones, en adelante Entel, es una compañía de tecnología y telecomunicaciones, con operaciones en Chile y Perú, 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 mayoristas⁶.

En Perú a través de su filial Entel del Perú otorga servicios de telefonía móvil y cuenta con una oferta integrada de servicios fijos para empresas. Adicionalmente, presta servicios de *call center* en ambos países⁶.

2.1.1. Entel y sus filiales

Las filiales constituidas en el país están representadas por Sociedades Anónimas Cerradas, no sujetas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF); sus acciones no se transan, ni se encuentran inscritas en el Registro de Valores. Los detalles de las filiales de Entel se presentan en la tabla N°2 y a continuación se entregan algunos antecedentes de sus principales subsidiarias.

Tabla N° 2 Filiales de Entel, S.A.

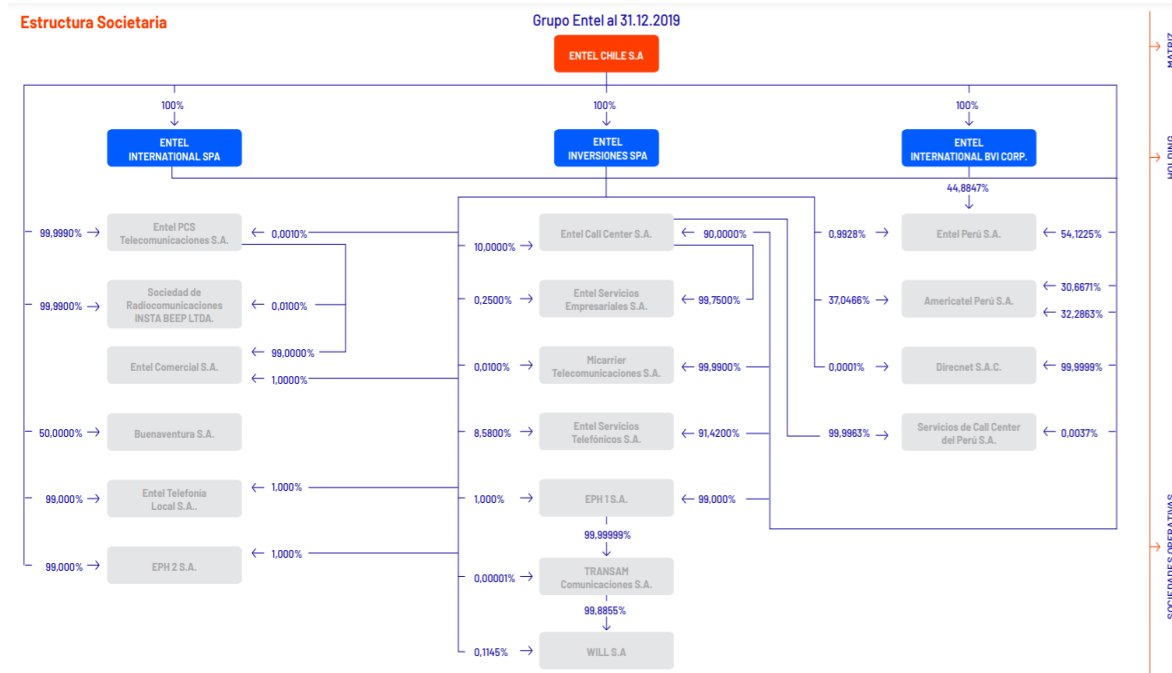
RUT	Sociedades	Porcentaje de Participación
76942869-0	Entel Internacional SPA	100,0%
96561790-6	Entel Inversiones, S.A.	100,0%
0-E Entel	Entel Internacional BVI Corp.	100,0%
96806980-2	Entel PCS, Telecomunicaciones S.A.	100,0%
79637040-8	Sociedad de Radiocomunicaciones INSTA BEEP Ltda	100,0%
76479469-5	Entel Comercial, S.A.	99,0%
96956230-8	Buenaventura, S.A.	50,0%
96697410-9	Entel Telefonía Local, S.A.	99,0%
0-E EPH 2	EPH 2 S.A.	99,0%
96563570-K	Entel Call Center	90,0%
96548490-6	Mi carrier Telecomunicaciones S.A.	99,0%
96554040-7	Entel Servicios Telefónicos, S.A.	99,0%
0-E EPH 1	EPH 1 S.A.	100,0%
96652650-5	Transam Comunicación S.A.	100,0%
96833480-8	Will, S.A.	0,115%
0-E Entel	Entel del Perú, S.A.	54,1%
0-E AMERIC	Americatel Perú S.A.	62,6%
0-E DIREC	Direcnet S.A.C.	99,99%
0-E SERVIC	Servicios de Call Center del Perú, S.A.	0,037%

Fuente: *Memoria anual 2019 de Entel.*

Conforme a la memoria anual 2019 de Entel, la malla societaria se presenta en el gráfico N.º 1.

⁶ Memoria anual 2019 de Entel

Gráfico N°1 Estructura Corporativa de Entel S.A.



Fuente: Memoria anual 2019 Entel.

Entel Internacional SpA: Su objetivo la realización de toda clase de operaciones de comercio exterior, mediante transacciones efectuadas o convenida exclusivamente en moneda extranjera, además de toda clase de servicios en o hacia el extranjero, incluyendo asesorías técnicas, legales, contables, financieras, administrativas, económicas, servicios de auditoría y todo tipo de asesoría ligadas a la tecnología o telecomunicaciones.⁷

Entel Internacional B.V.I Corpo: El objetivo de la Sociedad es realizar inversiones en el extranjero y para tal efecto, adquirir y poseer, ya sea a nombre de la Sociedad o de la persona designada, acciones, títulos, debentures, acciones no redimibles, certificados de acción fraccionaria, bonos, pagarés, obligaciones, inversiones, o valores y que sean consideradas estratégicas por Entel S.A.⁸

Entel Inversiones S.A.: El objeto es la inversión en toda clase de bienes muebles o inmuebles, la participación en cualquier tipo de sociedades y la ejecución directa o por intermedio de otras sociedades de toda clase de negocios sean o no relacionados con las telecomunicaciones. Su objetivo es realizar inversiones que estratégicamente se consideren convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionadas con el negocio de las telecomunicaciones.⁹

Entel Call Center S.A.: La sociedad tendrá por objeto desarrollar, instalar, operar y explotar diversas plataformas de medios de telecomunicaciones, propios o de terceros, para prestar por si misma o a través de otras empresas dentro del país o en el extranjero,

⁷ Estado financiero Entel Internacional SpA 2019

⁸ Estado financiero Entel Internacional B.V.I. Corpo 2019

⁹ Estado financiero Entel Inversiones S.A 2019

los servicios de telemarketing, comercialización de bienes y servicios, atención a clientes en cualquiera de sus formas o toda otra prestación de servicios que se pueda realizar a través de operadoras o de medios automáticos de telecomunicaciones o internet; y en general, o desarrollar cualquiera actividad o prestación de servicios por medio de equipos de instalaciones de telecomunicaciones atendidos por operadoras que funcionen en forma automática.¹⁰

Entel del Perú: Antes denominada Nextel del Perú S.A. hasta el 25 de Setiembre del 2014, proporciona servicios de telecomunicaciones inalámbricos que incluyen:

- Servicio digital móvil telefónico, Incluyendo características avanzadas de llamadas como cámara digital integrada, reproductor de NP3, Bluetooth, altavoz en el teléfono, llamada de conferencia, correo de voz, mensajes de texto, reenvío de llamadas y servicio de línea adicional.
- Servicio "Nexte1 Direct Connect", que permite a los suscriptores en un mismo país contactarse al instante, en llamada privada de uno a uno o en una llamada de grupo.

Las filiales Entel PCS Telecomunicaciones S.A., Micarrier Telecomunicaciones S.A. y Transam Comunicaciones S.A., por disposición legal, en su condición de concesionarias de servicios públicos de telecomunicaciones, se encuentran inscritas en el Registro Especial que para estos efectos lleva la CMF; se encuentran inscritas bajo los números 33, 247 y 232, respectivamente. En materia de información y difusión al mercado, las sociedades inscritas en este registro especial están sometidas a las mismas normas de las Sociedades Anónimas Abiertas, salvo en lo que se refiere a la presentación obligatoria de estados financieros trimestrales intermedios.¹¹

2.2. Descripción de la industria

A continuación, se muestra la tabla N°3 que detalla la participación de las empresas de telecomunicaciones en los diferentes segmentos en Chile.

Tabla N°3 Distribución de la industria de telecomunicaciones en Chile.

Empresa	Internet Móvil (Con 3G+4G)	Internet fijo	Telefonía Móvil	Telefonía Fija	Televisión Pagada
Movistar	22%	28%	25%	39%	16%
Claro	20%	13%	23%	10%	11%
Entel	32%	6%	31%	17%	0%
Wom	23%	0%	19%	0%	0%
VTR Movil	2%	38%	1%	21%	34%
Virgin	1%	0%	1%	0%	0%
Grupo GTD	0%	8%	0%	12%	0%
Otros	0%	0%	0%	2%	18%
Mundo Pacifico	0%	7%	0%	0%	0%
Directv	0%	0%	0%	0%	21%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

La industria de telecomunicaciones en Chile está compuesta por un grupo de compañías que son las encargadas de proveer servicios de voz, datos, internet móvil (3G+4G), además de servicios de telefonía fija, banda ancha, larga distancia internacional, soluciones integrales, data center, cloud, entre otros.¹²

¹⁰ Estado financiero Entel Call Center 2019

¹¹ Estado financiero Entel del Perú 2019

Las estadísticas al 30 de junio de 2020 de la distribución de la industria en Chile muestran que algunas empresas que lideran los diferentes servicios que proveen las empresas de telecomunicaciones, en el caso de servicios de telefonía móvil alcanzó una penetración de 129,9 abonados (clientes) por cada 100 habitantes en diciembre 2019. Los tres principales operadores en Chile son Entel con una participación del 30,6% le sigue Movistar con 25,4% y en tercero Claro 23%, respectivamente, seguido de Wom con 19%, VTR con 1,2% y otros con menos de 0,1% de aceptación en el mercado.¹²

En el caso de telefonía fija, la penetración del servicio llega a 14,3 líneas por cada 100 habitantes a diciembre 2019, el parque (cantidad de cliente) es liderado por Movistar con un 39%, VTR con 20,5%, Entel con 17,2%, Grupo GTD 11,7% y Claro con 9,7%. La televisión pagada, que mantiene la mayor cuota del mercado en VTR con 33,6%, DirecTV con 21%, Movistar con 16,1% y Claro con 11,4%.¹²

Finalmente, en relación con la participación de las operadoras en el servicio de internet, podemos subdividirlo en Internet Móvil (conexiones 3G+4G), el cual alcanzó a 116,1 accesos por cada 100 habitantes. En este servicio Entel posee un 32,1%, seguido de Wom posee un 22,8% de participación, Movistar con 22,4% y Claro con 20,2%. Para Internet Fijo alcanza los 3,43 millones a diciembre 2019 encabezado por VTR con un 38,4%, Movistar con 27,6%, Claro con 13,3%, Entel posee una participación de 5,6%.¹²

El sector de las telecomunicaciones es un sector que está en constantes evaluaciones por inversionistas, como lo es el caso de Inversiones Security, que, en febrero 2020, emitió un boletín que informa algunos temas importantes como que cerró un 2019 marcado por la tendencia de los consumidores a migrar desde la modalidad prepago a planes postpago, sin cambiar necesariamente de operador.¹³

También el promedio mensual de consumo de datos en los planes postpago prácticamente se duplicó en los últimos 2 años, lo que aún no ha sido reflejado en los ARPU (ingreso promedio por usuario) del sector, por lo que podríamos estar ad portas de un mejoramiento de los planes por parte de los clientes (hacia planes de mayor valor) a nivel de industria, lo que impulsaría los ingresos del sector.¹³

Por otro lado, la inminente implementación de la red 5G traerá consigo importantes inversiones, por lo que las compañías ya se preparan reformulando sus estructuras de capital, desprendiéndose de aquellos activos non-core (tal como ya lo hizo Entel con la venta de 3.242 de sus torres en Chile y Perú), con fin de estar mejor preparados para afrontar estas inversiones.¹³

2.3. Regulación y fiscalización

Las empresas de telecomunicaciones en Chile están reguladas por Subsecretaría de Telecomunicaciones (Subtel) la cual tiene como misión promover el acceso equitativo a las tecnologías de información y comunicación, aumentar la competitividad del mercado y asegurar la debida protección de los usuarios de los servicios de telecomunicaciones.¹⁴

¹² Las estadísticas al 30 de junio de 2020. Fuente del informe semestral del Sector de telecomunicaciones Web: <https://www.subtel.gob.cl/estudios-y-estadisticas/informes-sectoriales-anuales/>

¹³ Research-Informe Empresas 20200205 Inversiones Security Web: inversionessecurity.cl

¹⁴ Misión Subtel.cl

Durante los últimos años la Subtel se ha centrado en el uso de espectro, destacando como hitos el congelamiento parcial de la banda 5G que mantiene la Subtel, el Plan Nacional de Espectro que ingresó la autoridad regulatoria al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia y la demanda de Conadecus en contra de las principales compañías móviles del mercado chileno. Respecto a este último, la autoridad instó a Movistar, Claro y Entel a definir el mecanismo por el cual se desprenderán de espectro a más tardar el lunes 28 de octubre de 2019. Cumpliendo con el plazo definido, las empresas han optado por la modificación a la concesión actual, retornando 20 MHz en el caso de Movistar y Claro, y 30 MHz en el caso de Entel.¹⁵

2.4. Principales Accionistas

Entel, S.A. cuenta con un total de 302.017.133 acciones emitidas, entre las cuales Quiñenco, S.A. posee el 75,94%. El resto de los principales accionistas se detallan en la tabla N°4:

Tabla N°4 Principales accionistas de Entel, S.A.

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
QUINENCO SA	16.908.136.212	16.908.136.212	75,94%
INV RIO AZUL S A	2.399.403.510	2.399.403.510	10,78%
INMOBILIARIA NORTE VERDE SA	1.439.642.105	1.439.642.105	6,47%
INVERSIONES RIO GRANDE SPA	1.378.984.400	1.378.984.400	6,19%
BANCHILE C DE B S A	39.313.543	39.313.543	0,18%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	14.117.192	14.117.192	0,06%
SANTANDER CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	11.242.882	11.242.882	0,05%
CONSORCIO C DE B S A	10.276.686	10.276.686	0,05%
BCI C DE B S A	7.364.645	7.364.645	0,03%
ITAU CORREDORES DE BOLSA LIMITADA	6.081.343	6.081.343	0,03%
LAUTARO AQUILES RIOS ALVAREZ	3.400.032	3.400.032	0,02%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

2.5. Empresas de la industria

Telefónica Chile

Telefónica Chile S.A. es una sociedad enfocada en la prestación de servicios de telecomunicaciones fijas y, en la actualidad, se consolida como uno de los principales operadores multi-producto del segmento en Chile. Los servicios prestados por Telefónica incluyen voz, banda ancha fija, televisión digital y comunicaciones de empresas, los que son ofrecidos a través de distintos paquetes de productos.¹⁶

Telefónica Chile, S.A. logra un alto grado de diversificación de productos, incorporando servicios fijos dirigidos tanto a personas como a empresas. Con la gran capacidad para ofrecer planes que incluyan más de un servicio. Telefónica Chile ha logrado responder

¹⁵ ICR Chile Reseña Anual Noviembre 2019. Sitio web: <http://icrchile.cl/index.php/corporaciones/empresa-nacional-de-telecomunicaciones-s-a-2/comunicados-20/4055-empresa-nacional-de-telecomunicaciones-comunicado-resena-anual/file>

¹⁶ Informe de Clasificación de riesgo anual Telefónica Chile S.A. Sitio web: <https://www.icrchile.cl/index.php/corporaciones/telefonica-moviles-chile-s-a-2/informes-52/3810-telefonica-moviles-chile-resena-anual-de-clasificacion/file>

Tipos de Ingresos	MMS	%
Servicios de Banca Ancha	202.861	27%
Servicios y equipos de televisión	186.525	25%
Servicios de datos y soluciones tecnológicas empresas	152.265	20%
Servicios de telefonía fija	121.692	16%
Servicios de personal	68.841	9%
Servicios mayoristas	21.718	3%
Total, Ingresos	753.902	100%

oportunamente a las necesidades de sus clientes, así como también, a las tendencias de una industria altamente dinámica.

Entre los servicios que ofrece la empresa, se encuentran: (i) internet fijo, mediante conexiones de ADSL, VDSL y fibra óptica; (ii) televisión y contenidos, a través de accesos de IPTV y DTH; (iii) datos a empresas, que incluyen servicios digitales, ciberseguridad, *cloud* y transmisión de datos mediante servidores remotos; (iv) telefonía fija y; (v) servicios mayoristas (interconexiones y terminales con otros operadores nacionales).¹⁶

A junio de 2020, la principal línea de negocios de la compañía (en términos de ventas) fue la de internet fijo, que representó un 26,2% de los ingresos de actividades ordinarias del período. La segunda línea con mayor contribución a los ingresos de explotación de la empresa fue la de servicios de datos al segmento corporativos, con un 24,3% de las ventas. Los servicios de televisión también alcanzaron una participación en los ingresos superior al 20%, siendo sucedidos en relevancia por la telefonía fija (16%) y los servicios mayoristas (3,0%). A continuación, en la tabla N°5 se muestra el resumen de la descripción de esta compañía¹⁶.

Tabla N°5 Descripción financiera Telefónica Chile, S.A.

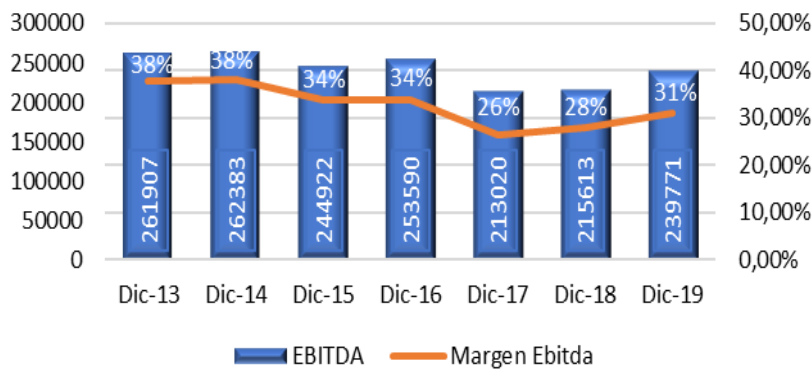
Antecedente	Telefónica Chile, S.A.
Ticker o Nematécnico	CTC
Clase de acciones	CTC-A y CTC-B
Mercado donde transan sus acciones	A octubre de 2019, los títulos accionarios CTC mantienen nula presencia bursátil (sin market maker) y bajo floating
Descripción de la empresa	Telefónica Chile S.A. es una sociedad enfocada en la prestación de servicios de telecomunicaciones fijas y, en la actualidad, se consolida como uno de los principales operadores multiproducto del segmento en Chile. Los servicios prestados por Telefónica incluyen voz, banda ancha fija, televisión digital y comunicaciones de empresas, los que son ofrecidos a través de distintos paquetes de productos.
Sector e industria	Telecomunicaciones
Países y negocios	Actualmente, Telefónica Chile es controlada directamente por Telefónica Móviles Chile S.A. la que posee un 99,14% de la propiedad, siendo ambas de propiedad de Telefónica S.A. La firma española cuenta con un amplio reconocimiento en la industria de telecomunicaciones mundial, operando actualmente en Europa y Latinoamérica.
Ingresos 31/12/2019	

Ebitda últimos 5 años

Fuente: Comisión de Mercado Financiero (CMF)

En el grafico N° 2. observamos el comportamiento de los últimos 7 años de la situación financiera de telefónica Chile, S.A.

Gráfico N°2 Situación Financiera Telefónica Chile. S.A.



Fuente: Estados Financiero Telefónica Chile, S.A. 2013 hasta 2019.

Entre sus servicios se incluyen: voz móvil y fija, datos móviles y fijos, acceso a internet, televisión de paga (TV de paga), venta de equipos, computadoras y accesorios, así como otros servicios de venta de contenido multimedia, audio y video, publicidad en directorios telefónicos, servicios editoriales y de call center.

Para el año 2017, sus principales ingresos provinieron de la venta de servicios de datos móviles, seguidos por los servicios de voz móviles, representando aproximadamente 30,20% y 21,71% respectivamente.

3. ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS DE LA EMPRESA.

Entel S.A. tiene como moneda funcional el peso chileno, para realizar los respectivos análisis de la empresa, y posteriormente valorizarla, convertimos las cifras de los estados financieros de los últimos 5 años a miles de unidades de fomento (MUF) con la tasa de conversión de cierre de cada año.

3.1. Estado de Situación Financiera.

En la tabla N°6 se presentan los activos de Entel en MUF para el período histórico analizado (del 2016 a junio de 2020) y seguidamente en la tabla N°7 la representación porcentual de la composición de todos los rubros que componen el activo.

Tabla N°6 Principales Activos de Entel.

Activos expresados en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.210	5.435	2.639	15.804	12.206
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
Activos mantenidos para la venta	0	0	0	1.204	881
Activos corrientes	29.144	27.798	29.406	47.693	40.478
Otros Activos Financieros No Corrientes	4.250	1.363	3.176	6.210	12.704
Otros Activos No Financieros No Corrientes	161	220	5.791	5.079	5.010
Derechos por Cobrar No Corrientes	516	192	434	283	250
Activos Intangibles	12.197	11.155	11.426	11.737	11.980
Plusvalía	1.790	1.758	1.713	1.672	1.698
Propiedades, planta y equipos	69.440	70.026	73.828	72.160	74.373
Derechos de Usos por Arriendos	0	0	0	13.630	13.928
Activos por impuestos, No Corrientes	0	4.156	86	35	42
Activos por impuestos Diferidos	14.596	15.023	17.950	24.104	25.567
Activos no corrientes	102.951	103.891	114.403	134.911	145.553
Total, activos	132.095	131.690	143.809	183.807	186.031

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

Tabla N°7 Representación porcentual de los principales activos de Entel.

Activos expresados en porcentajes	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Efectivo y equivalentes al efectivo	3%	4%	2%	9%	7%
Otros activos financieros	0%	0%	0%	3%	2%
Otros activos no financieros	1%	1%	3%	2%	2%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	9%	10%	11%	10%	9%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	0%	0%	0%	0%	0%
Inventarios	3%	3%	3%	2%	2%
Activos por impuestos neto	6%	3%	1%	1%	0%
Activos mantenidos para la venta	0%	0%	0%	1%	0%
Activos corrientes	22%	21%	20%	26%	21%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

Tabla N°7 Representación porcentual de los principales activos de Entel (continuación)

Activos expresados en porcentajes	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Otros activos financieros	3%	1%	2%	3%	7%
Otros activos no financieros	0%	0%	4%	3%	3%
Derechos por Cobrar	0%	0%	0%	0%	0%
Activos intangibles	9%	8%	8%	6%	6%
Plusvalía	1%	1%	1%	1%	1%
Propiedades, planta y equipos	53%	53%	51%	40%	40%
Derechos de usos por arriendos	0%	0%	0%	7%	8%
Activos por impuesto	0%	3%	0%	0%	0%
Activos por impuestos diferidos	11%	11%	12%	13%	14%
Activos no corrientes	78%	79%	80%	74%	79%
Total, activos	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

El activo más representativo de la compañía es la propiedad, planta y equipo, la cual promedia un 49% sobre el total de activo. Este se encuentra constituido principalmente por las antenas, torres y sitios. La disminución del rubro referente a diciembre de 2019 por 1.668 MUF se debe directamente a las ventas de 1.980 torres en Chile y 1.262 torres en Perú, lo cual se ve reflejado en el incremento del efectivo y equivalentes de efectivo con una alza de un 40% en el año 2019 respecto al año 2018.¹⁷ El segundo activo más representativo para la compañía son los activos por impuestos diferidos que surgen de la tributación de las diferencias temporarias deducibles en los diferentes periodos. Los deudores comerciales ocupan el tercer lugar dentro de los activos importantes de la compañía, con un comportamiento constante en los últimos periodos sin variaciones significativas, el último aumento del año 2018 fue consecuencia de la aplicación de la IFRS 15.¹⁷

Uno de los rubros del activo que se vieron afectados positivamente fueron los otros activos financieros corrientes el cual presentan un aumento de 5.125 MUF en el año 2019 respecto al 2018, producto principalmente de las mayores inversiones en instrumentos financieros sobre 90 días, consecuencia de la venta de torres. También se observa un aumento en los otros activos financieros corrientes en 3.035 MUF, producto de las mejores valorizaciones a mercado de instrumentos derivados.¹⁷ En la tabla N°8 se presentan el detalle de los pasivos y patrimonio de Entel en MUF para el período histórico analizado seguidamente en la tabla N°9 se detalla la representación porcentual (del 2016 a junio de 2020).

Tabla N° 8 Pasivos y Patrimonio de Entel.

Pasivos y Patrimonio expresados en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Otros pasivos financieros	944	1.364	748	1.018	903
Obligaciones por arriendo	0	0	0	2.435	2.881
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	19.168	20.343	20.088	23.327	18.238
Cuentas por pagar empresas relacionada	0	0	11	6	15
Otras provisiones	196	275	306	65	78
Pasivos por Impuestos	185	13	1.575	3.507	2.369
Otros pasivos no financieros	1.370	1.268	1.170	1.115	1.213
Pasivos corrientes	21.863	23.263	23.897	31.473	25.698
Otros pasivos financieros	59.849	59.367	65.113	69.552	73.524
Obligaciones por arriendo	0	0	0	15.293	16.179
Otras Provisiones	1.299	1.361	1.598	1.317	1.365
Pasivos por Impuestos diferidos	676	822	2.987	7.224	7.866
Provisiones por beneficios a los empleados	395	454	478	531	533
Otros pasivos no financieros	120	212	166	390	468
Pasivos no corrientes	62.339	62.216	70.343	94.307	99.934

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

Tabla N° 8 Pasivos y Patrimonio de Entel. (Continuación)

¹⁷ Analisis razonados Entel, S.A. 2019.

Pasivos y Patrimonio expresados en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Capital	33.204	32.646	31.737	30.902	31.353
Ganancias (Pérdidas) acumuladas	17.106	17.952	20.242	23.521	23.857
Otras reservas	-2.417	-4.388	-2.409	2.400	5.190
Patrimonio neto	47.893	46.210	49.569	56.824	60.400

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

Tabla N° 9 Representación porcentual de los principales Pasivos y Patrimonio de Entel.

Pasivos y Patrimonio expresados en porcentajes	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Otros pasivos financieros	1%	1%	1%	1%	1%
Obligaciones por arriendo	0%	0%	0%	1%	1%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	15%	15%	14%	13%	11%
Cuentas por pagar empresas relacionada	0%	0%	0%	0%	0%
Otras provisiones	0%	0%	0%	0%	0%
Pasivos por Impuestos	0%	0%	1%	2%	0%
Otros pasivos no financieros	1%	1%	1%	1%	1%
Pasivos corrientes	17%	18%	17%	17%	15%
Otros pasivos financieros	45%	45%	45%	38%	41%
Obligaciones por arriendo	0%	0%	0%	8%	7%
Otras Provisiones	1%	1%	1%	1%	1%
Pasivos por Impuestos diferidos	1%	1%	2%	4%	4%
Provisiones por beneficios a los empleados	0%	0%	0%	0%	0%
Otros pasivos no financieros	0%	0%	0%	0%	0%
Pasivos no corrientes	47%	47%	49%	52%	53%
Capital	25%	25%	22%	17%	20%
Ganancias (Pérdidas) acumuladas	13%	14%	14%	13%	13%
Otras reservas	-2%	-3%	-2%	1%	-1%
Patrimonio neto	36%	35%	34%	31%	32%
Patrimonio Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

Se observa que el principal pasivo de Entel corresponde son los otros pasivos financieros no corrientes que conformar un promedio del 43% del total de los pasivos, esto nos demuestra que la compañía tiene un alto financiamiento a través de deuda financiera.¹⁸

Por su parte, el segundo pasivo más importante de la compañía son las cuentas por pagar comerciales las cuales tienen un promedio del 15%. La cual tuvo una alza equivalente a 3.239 MUF del año 2018 al 2019, que se debe al reconocimiento de los activos por derecho de uso (aplicación de IFRS 16 a partir del 1 de enero del 2019). Además, al cierre del primer semestre del 2020 la deuda con los acreedores disminuyó en un 28% por las ventas de las torres, lo cual permitió la generación de flujos que generó espacio para amortizar pasivos a corto plazo.¹⁷

3.2. Estado de Resultados

En la tabla N.º 10 se presentan los estados de resultados de Entel en UF para el período histórico analizado y seguidamente en la tabla N.º 11 se presenta el estado de resultados expresados en porcentaje (del 2016 a junio de 2020).

Tabla N.º 10 Estado de Resultados (desde 2016 hasta junio 2020)

Estados de resultados expresado en MUF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Ingresos de actividades ordinarias	70.886	72.508	69.404	69.897	33.840
Otros ingresos	729	447	358	405	259
Gastos por beneficios a los empleados	(9.322)	(9.298)	(9.438)	(9.190)	(4.444)
Pérdidas por deterioro (Reversiones), neto	(2.236)	(1.944)	(2.488)	(2.477)	(1.444)
Otros gastos	(44.361)	(45.550)	(42.507)	(38.879)	(17.552)
Otras ganancias (Pérdidas)	15	5	(3)	7.322	986
EBITDA	15.712	16.167	15.326	27.078	11.645
Gasto por depreciación y amortización	(11.370)	(11.787)	(12.028)	(14.929)	(8.085)
EBIT	4.342	4.380	3.298	12.148	3.559
Ingresos financieros	226	195	69	309	291
Costos financieros	(3.121)	(2.987)	(2.819)	(3.446)	(1.855)
Diferencias de cambio	(609)	(260)	(36)	161	(23)
Resultados por unidades de reajuste	(605)	(358)	(594)	(687)	(495)
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto	233	970	(82)	8.485	1.477
Impuesto a las ganancias	1.063	650	(774)	(3.040)	(1.475)
Ganancia (Pérdida)	1.296	1.620	(857)	5.445	2

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

Tabla N.º 11 Estado de Resultados expresados en porcentaje (desde 2016 hasta junio 2020)

Estados de resultados expresado en porcentajes	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Ingresos de actividades ordinarias	100%	100%	100%	100%	100%
Otros ingresos	1,0%	0,6%	0,5%	0,6%	0,8%
Gastos por beneficios a los empleados	-13%	-13%	-14%	-13%	-13%
Pérdidas por deterioro (Reversiones), neto	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%
Otros gastos	-63%	-63%	-61%	-56%	-52%
Otras ganancias (Pérdidas)	0%	0%	0%	10%	3%
EBITDA	22%	23%	22%	38%	16%
Gasto por depreciación y amortización	-16%	-16%	-17%	-21%	-24%
EBIT	6%	6%	5%	17%	11%
Ingresos financieros	0%	0%	0%	0%	1%
Costos financieros	-4%	-4%	-4%	-5%	-5%
Diferencias de cambio	-1%	0%	0%	0%	0%
Resultados por unidades de reajuste	-1%	0%	-1%	-1%	-1%
Ganancia (Pérdida) antes de impuesto	0%	1%	0%	12%	4%
Impuesto a las ganancias	2%	1%	-1%	-4%	-4%
Ganancia (Pérdida)	2%	2%	-1%	8%	0%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

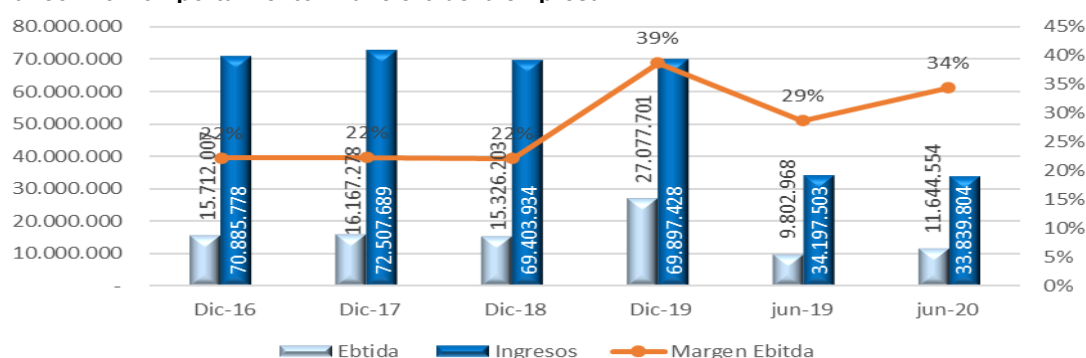
Analizando los ingresos operacionales totales de la compañía han mantenido un comportamiento estable con un decrecimiento total del 2%.

Segmentando las líneas de servicios que ofrece la compañía se observa que han tenido comportamientos importantes que señalar, en Chile los servicios de telefonía móvil han tenido una leve disminución de un promedio del 7% lo cual es razonable por el crecimiento de las otras empresas que componen el mercado y la aceptación de los servicios de la empresa WOM S.A. durante los últimos años la reducción en servicios móviles se vio casi compensada por la prestación de los servicios TI, fijos empresariales y Hogar, que en total crecieron un 13%.¹⁸

Referente a Entel Perú ha tenido un crecimiento promedio del 23% en los últimos periodos teniendo en cuenta que para los años 2016 y 2017 fueron las alzas más importantes en la integración y aceptación por los consumidores finales luego mostrando una normalización de la fluctuación de los ingresos por todos los abonados a junio 2020.¹⁸

En resumen, para Entel el negocio móvil, tanto en Chile como en Perú, continúa siendo la principal fuente de ingresos. El EBITDA consolidado para el ultimo cierre contable 2019 alcanzó una alza del 39% cifra que representó un aumento de 80%, explicado principalmente por la venta de torres en el último trimestre del año 2019 excluyendo la aplicación de la norma contable NIIF 16. Mismo escenario influyo en el aumento de la utilidad operacional de aproximadamente de 3,8 veces en referente al año 2018. En el grafico N°3 se muestra el comportamiento de la rentabilidad del resultado de Entel, S.A.¹⁸

Gráfico N°3 Comportamiento financiero de la empresa



Fuente: *Elaboración propia*

3.3. Estado de Flujos de Efectivo.

En la tabla N.º 12 se presentan los estados de flujos de efectivo de Entel en UF para el período histórico analizado (del 2016 a junio de 2020).

Tabla N° 12 Estado de Flujos de Efectivo Entel, S.A

Expresado en M UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	jun-20
Importes Cobrados de Clientes	81.676	84.094	80.067	78.834	41.395
Pagos a Proveedores	(52.597)	(49.525)	(49.595)	(43.030)	(23.952)
Pagos a y por Cuenta de los Empleados	(9.388)	(9.197)	(10.030)	(8.144)	(5.080)
Otros Pagos por Actividades de Operación	(3.149)	(4.466)	(3.972)	(4.697)	(3.799)
Importes Recibidos por Intereses de Operación	53	49	43	59	36
Impuestos a las Ganancias Rembolsados (Pagados)	(3.299)	(883)	638	(1.287)	(4.359)
Total, Actividades de Operación	13.296	20.071	17.151	21.735	4.241
Flujo de efectivo para Obtener el Control de Subsidiarias	-	-	(68)	-	-
Importes Procedentes de la Venta de PPE	146	163	15	17.311	2.391
Compras de PPE	(17.384)	(18.714)	(18.439)	(16.858)	(7.209)
Compras de Activos Intangibles	(7.352)	(28)	(21)	(44)	(6)
Intereses Recibidos	137	117	41	49	145
Subvenciones del Gobierno	65	74	-	-	-
Otras Entradas (Salidas) de Efectivo	-	-	-	(5.409)	2.865
Total, Actividades de Inversión	(24.389)	(18.387)	(18.472)	(4.953)	(1.814)

Fuente: *Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.*

Tabla N° 12 Estado de Flujos de Efectivo Entel, S.A (continuación)

¹⁸ ICR Informe de clasificación de riesgo anual. Web: <http://icrchile.cl/index.php/corporaciones/empresa-nacional-de-telecomunicaciones-s-a-2/informes-20/4054-empresa-nacional-de-telecomunicaciones-resena-anual-de-clasificacion/file>

Expresado en M UF	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	jun-20
Importes Procedentes de la Emisión de Acciones	13.424	-	-	-	-
Importes Procedentes de Préstamos de Largo Plazo	-	11.128	1.998	7.928	-
Importes Procedentes de Préstamos de Corto Plazo	6.217	1.354	8.697	14.426	2.174
Pagos de Préstamos	(6.217)	(8.894)	(8.736)	(20.183)	(4.121)
Pagos de Pasivos por Arrendamientos Financieros	-	(49)	(40)	-	-
Pagos de Pasivos por Arrendamientos	(18)	-	-	(3.241)	(1.549)
Dividendos Pagados	(1)	(385)	(483)	(1)	(1.621)
Intereses Pagados	(2.569)	(2.637)	(2.798)	(3.069)	(1.663)
Otras Entradas (Salidas) de Efectivo	(626)	(924)	16	717	683
Total, Actividades de Financiamiento	10.210	(407)	(1.346)	(3.423)	(6.097)
Efectivo y Equivalentes al principio del Período	5.180	4.139	5.284	2.570	15.591
Variación del Efectivo y Equivalente en el periodo	(971)	1.296	(2.645)	13.234	(3.723)
Efectivo y Equivalentes al Final del Período	4.210	5.435	2.639	15.804	11.868

Fuente: Estados Financieros Entel S.A. 2016 hasta junio 2020.

De la tabla N° 12 se observa como las diferentes fuentes de generación de efectivo han presentado diferentes comportamientos durante los periodos analizados. En primera instancia las actividades de operación integrada por los flujos de efectivos líquidos conformadas principalmente por los importes cobrados a clientes, este aumento en los flujos por actividades de operación fue dado principalmente por el efecto combinado de un aumento en los importes cobrados a clientes en un 3% referente al año 2018 sobre el 2019, una disminución de los pagos de la operación en un 10%, y por un aumento en los flujos de egresos en el rubro Impuestos a las Ganancias.

Por su parte, en las actividades de inversión, se observa una disminución en los flujos netos de egresos para el año 2019, y fue dado principalmente por la entrada de flujos asociados a la venta de torres disminuyendo la inversión en un 73% con relación a los años anteriores. Esto permitió capitalizar deuda a corto plazo durante el primer semestre de 2020. Por otro lado, las nuevas inversiones de activo fijo hasta junio 2020 han tenido un comportamiento contante en relación con los años anteriores.

Finalmente, en las actividades de financiación se observa un flujo neto negativo de al 31 de diciembre del 2019, presentando un aumento en los flujos de egresos respecto de diciembre del 2018, dado principalmente por mayores pagos de intereses y arriendos que se presentan como financiamiento según IFRS 16 a diferencia del año 2018 que se presentaban en el flujo operacional, parcialmente compensados por menores dividendos pagados, y por mayores ingresos en las liquidaciones por compensaciones de instrumentos derivados .

3.4. Ratios financieros

A continuación, se presenta la evolución observada por los indicadores financieros más relevantes, durante los últimos periodos considerados en este análisis. Se observa una importante mejora en los índices de eficiencia, rentabilidad y de liquidez durante los últimos cierres contables analizados. Por otra parte, los índices de endeudamiento presentan un aumento en los últimos doce meses afectados principalmente por la aplicación de la NIIF 16, que trata sobre arrendamientos.

a) Liquidez.

En la tabla N.º 13 se muestran los detalles de liquidez de Entel desde el año 2016 hasta junio 2020.

Tabla N° 13 Detalles de liquidez de Entel.

Indicador	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
Capital de trabajo (M UF)	7.281	4.535	5.508	15.016	13.900
Razón corriente (veces) ¹	1,33	1,19	1,23	1,48	1,54
Test ácido (veces) ²	0,77	0,79	0,78	1,07	1,14

Fuente: *Elaboración propia*

¹ Razón Corriente = Activo circulante – pasivo circulante

² Razón Ácida = (Activo circulante-Inventarios) / Pasivo Corriente

Se observa una evolución positiva, lo que evidencia solvencia para cumplir con sus obligaciones a corto plazo. El aumento de los activos corrientes durante el cierre del 2019 se debe directamente a las ventas de torres y antenas lo cual muestra un capital de trabajo mayor frente al 2018 equivalente a un 173%, lo que ya ha sido detallado previamente.

b) Endeudamiento.

El detalle de los indicadores de endeudamiento de la compañía desde el año 2016 hasta junio 2020 se detallan en la tabla N° 14.

Tabla N° 14 Indicadores de endeudamiento de Entel.

Indicador	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
¹ Endeudamiento total	1,76	1,85	1,90	2,21	2,13	2,08
² Razón Deuda a Activos	0,64	0,65	0,66	0,69	0,68	0,68
³ Cobertura de gastos financieros	1,4	1,5	1,2	3,5	1,5	1,9
⁴ Deuda financiera / Ebitda	3,87	3,76	4,30	2,61	6,69	6,39
⁵ Deuda financiera neta / Ebitda	3,60	3,42	4,13	2,02	6,60	5,34

Fuente: *Elaboración propia*

¹ Endeudamiento total = Pasivos totales – patrimonio total

² Razón deuda activo = Pasivo total / activo total

³ Cobertura gastos financieros = costos financieros anualizados / EBITDA anualizado

⁴ Deuda financiera / ebitda

⁵ Deuda financiera neta / ebitda

En los últimos periodos este indicador ha aumentado progresivamente pasando de una razón deuda 176% a 208% desde diciembre 2016 hasta junio 2020. Esta variación se produce dado el mayor aumento producido en los pasivos de largo plazo. Para el 2019 el pasivo se vio incrementado principalmente por la aplicación de la NIIF 16 a contar de este año, lo que significó registrar una obligación por arrendamientos de 2.435 MUF al 31 de diciembre del 2019, y también producto de una colocación de bonos efectuada en octubre 2019 por 9.250 MUF aproximadamente con la que se prepagaron deudas bancarias por 6.924 MUF. Adicionalmente, se registraron mayores pasivos financieros por 69.555 MUF asociados principalmente al aumento de la deuda en dólares producto del aumento en el tipo de cambio peso/dólar durante el 2019.¹⁹

Por su parte, el patrimonio se vio incrementado principalmente por las reservas por diferencias de cambio por conversión que afecta a las inversiones en Perú producto del alza del tipo de cambio sol/peso en los últimos doce meses y por el aumento en los resultados acumulados producto de la utilidad del ejercicio.¹⁹

En relación a la cobertura de gastos financieros se mantuvo estable hasta 2018, en 2019 presenta una evolución positiva respecto a igual período del año anterior presentando un adecuado nivel de solvencia y asciende a 3,46 veces.¹⁹

La holgura de este límite mejora, si se considera el costo financiero neto, es decir,

¹⁹ Analisis razonados Entel, S.A. 2019.

compensando ingresos y gastos financieros. Medido de esta forma al cierre de diciembre de 2019 se sitúa en 3,7 veces.¹⁹

c) Actividades

En la tabla N°15 se presentan los indicadores de actividad de la compañía.

Tabla N° 15 Indicadores de actividad de Entel.

Indicador	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19
² Periodo promedio de cobro (PPC)	62	63	74	86
³ Rotación de activos	0,6	0,6	0,5	0,4

Fuente: Elaboración propia

¹Rotación de CxC = Ingresos netas / cuenta por cobrar

²Periodo promedio de cobro = 365 días / rotación cliente

³Rotación de activos = Ingresos netos / activos totales.

En los periodos analizados se observa que la rotación normal de las cuentas por cobrar se mantenía en los 62 y 63 días, durante el 2018 con la aplicación de IFRS 15 produjo un incremento el período promedio de cobro, ascendiendo a 74 días para el 2018 y 86 días para el 2019.

Para Entel, en la rotación de los activos podemos ver que este indicador fue de 0,5 en 2016, pero ha ido disminuyendo hasta llegar a 0,4 en Diciembre-2020, principalmente por el aumento en el total de los activos que hubo en el año 2019, consecuencia del efectivo por venta de torres y el registro de activo por derecho de uso por la aplicación de IFRS 16. Esto nos indica que en relación con sus activos no son eficientes desde un punto de vista financiero a pesar de que cuentas con alzas en las inversiones en propiedad planta y equipo.

d) Rentabilidad.

El detalle de los indicadores de rentabilidad de la compañía desde el año 2016 hasta junio 2020 se detallan en la tabla N° 16.

Tabla N° 16 Indicadores de actividad de Entel.

Indicador	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-20
¹ Margen operacional	6%	6%	5%	17%	10%
² Margen neto	2%	2%	-1%	8%	0%
³ ROA	3%	3%	2%	7%	5%
⁴ ROE	9%	9%	7%	21%	12%

Fuente: Elaboración propia

¹ Margen Operacional a Ventas = Utilidad bruta menos los gastos e impuestos / ingresos totales x 100.

² Margen Neto a Ventas

³ ROA = Utilidad Neta / Activo Total.

⁴ ROE = Resultados operacionales / patrimonio.

Los indicadores de rentabilidad económica de la empresa como lo son ROA y el ROE están calculados de manera anualizada desde diciembre 2016 hasta diciembre 2019 en el análisis de rentabilidad indicado en la tabla N°18, en cambio, para el semestre de junio 2020 solo se consideraron los seis meses cursados del 2020.

Los márgenes y rentabilidades sobre patrimonio y activo presentan una evolución positiva, dado por los mejores resultados de la operación en Chile y Perú, así como por el efecto positivo de la venta de torres ocurrida en diciembre. Los resultados no operacionales se ven afectados principalmente por mayores gastos por intereses debido a la aplicación de la NIIF 16, y por mayores gastos por reajustes asociados a deudas en

UF, los que fueron parcialmente compensados por mejores valorizaciones a mercado de instrumentos derivados de cobertura financiera y por utilidades en diferencias de cambio. Por otra parte, hay mayores gastos por impuestos debido a los mejores resultados.¹⁹

4. FINANCIAMIENTO Y ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

4.1. Deuda financiera

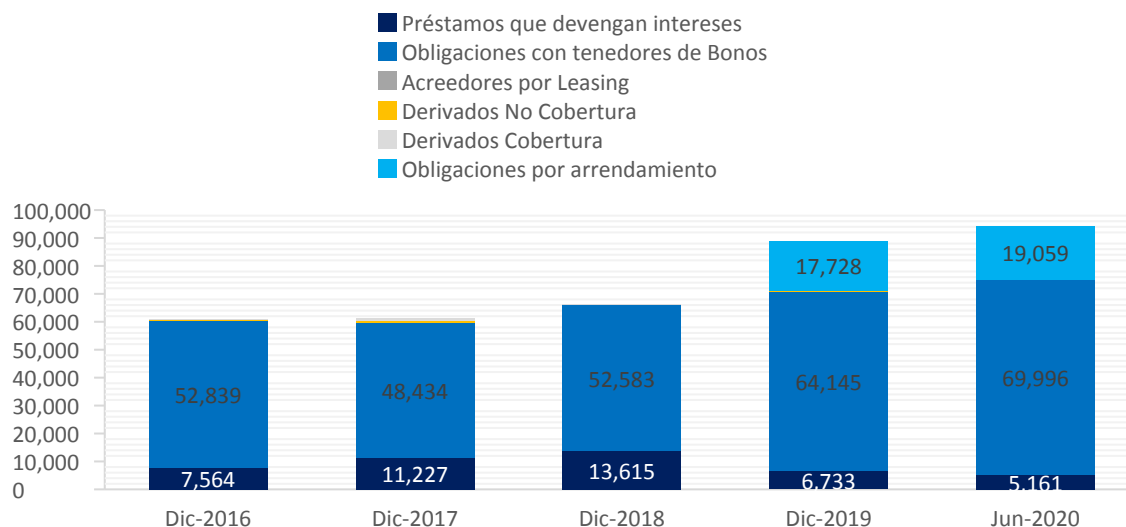
Durante los últimos años, el endeudamiento de Entel, S.A. ha aumentado desde el año 2016, tal como se detalla en la tabla N°17 y gráfico N°4. Durante estos años la compañía ha realizado emisión de bonos y obtención de préstamos para poder financiar las altas inversiones en activo fijo que ha estado realizado.

Tabla N°17 Deuda Financiera

Deuda financiera expresada en MUJ	Dic-2016	Dic-2017	Dic-2018	Dic-2019	Jun-2020
Deuda financiera corriente	944	1.935	1.373	4.141	4.544
Préstamos y bonos que devengan intereses	18	612	654	706	872
Obligaciones con tenedores de Bonos	630	571	625	688	761
Acreeedores por leasing	52	43	-	-	-
Derivados no cobertura	136	576	2	247	3
Derivados cobertura	108	132	92	65	29
Obligaciones por arrendamiento	-	-	-	2.435	2.881
Deuda financiera no corriente	59.849	59.367	65.113	84.845	89.702
Prestamos que devengan Interés	7.547	10.615	12.961	6.028	4.289
Obligaciones con tenedores de bonos	52.209	47.863	51.958	63.457	69.235
Acreeedores por leasing	43	-	-	-	-
Derivados no cobertura	-	-	19	-	-
Derivados cobertura	51	888	175	67	-
Obligaciones por arrendamiento	-	-	-	15.293	16.179
Total, deuda financiera	60.793	61.301	66.486	88.986	94.247

Fuente: *Elaboración propia*

Gráfico N° 4 Estructura de la deuda Financiera



Fuente: *Estados Financieros. Elaboración propia*

4.1.1. Bonos

AL 30 de junio de 2020 Entel, S.A. mantiene vigente los bonos corporativos detallados en la tabla N° 18, cuya información fue extraída de la página web de la CMF.

Tabla N° 18 Bonos Corporativos al 30 de junio 2020

Bono	Serie Q	Serie M	Serie N
Línea	920	675	919
Nemotécnico	BENTE-Q	BENTE-M	BENTE-N
Fecha de emisión	11/12/2018	02/07/2014	11/12/2018
Valor nominal (VN o D)	2.000.000	7.000.000	6.000.000
Cantidad	20.000	14.000	20.000
Valor nominal (VN o D) Cada Bono	100	500	300
Plazo	21 años	21 años	10 años
Moneda	U.F.	U.F.	U.F.
Tipo de colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de vencimiento	01/11/2039	30/05/2035	30/12/2028
Tipo de bono	Frances	Bullet	Bullet
Tasa cupón (kd)	2,90%	3,50%	2,40%
Número de pagos	42	42	42
Periodo de gracia	15 años	No hay periodo de gracias	No hay periodo de gracias
Motivo de la emisión	En un 100% al refinanciamiento de pasivos existentes de Entel		
Clasificación de riesgo	- FITCH CHILE: A+ - ICR: AA-	- FITCH CHILE: A+ - ICR: AA-	- FITCH CHILE: A+ - ICR: AA-
TIR 30-06-2020 ²⁰	1,70%	1,80%	1,85%
Duración	13,55 años	12,09 años	7,63 años

Fuente: Comisión de Mercado Financiero (CMF)

Entel, posee 3 bonos emitidos en el mercado local, los cuales corresponden a las series Q, M y N. Todos estos bonos son a largo plazo, ya que la serie N se vence en diciembre 2028, la serie M en mayo 2035 y la serie Q en noviembre 2039.

4.2. Patrimonio económico

Para determinar el patrimonio económico de Entel, S.A. se identificaron las acciones en circulación que tiene la empresa desde diciembre 2016 hasta junio 2020 informado en los Estados Financieros, además del precio de las acciones al cierre de cada año evaluado. En la tabla N°19 se presenta el detalle.

Tabla N°19 Patrimonio económico Entel.

Detalle	Dic-2016	Dic-2017	Dic-2018	Dic-2019	Jun-2020
Número de acciones	236.523.695	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Precio de la acción	7.107	6.913	5.382	5.348	5.300
Valor patrimonio económico UF	63.798.068	77.913.424	58.962.044	57.053.725	57.365.641

Fuente: Elaboración propia

Se puede evidenciar como ha fluctuado negativamente el precio de las acciones durante el periodo 2017 – 2018 con una caída del 28% entre un periodo a otro. El cual se debe directamente al desempeño del IPSA el cual tuvo una caída del 8,25% el cual se debe directamente a la alta volatilidad de los productos por las diferencias comerciales en el mercado internacional afectando el comportamiento del mercado local. Con esta caída repercutió negativamente las acciones de Entel sumándose a ello la alta competencia de las empresa que participan en el mercado de telecomunicaciones.

²⁰ RiskAmerica 30 de junio 2020.

4.3. Valor económico de la empresa

En la tabla N°20 se detalla la estructura de capital de Entel, S.A. entre el año 2016 hasta a junio de 2020, tomando el valor de la deuda a valor de mercado de la compañía y el patrimonio económico.

Tabla N°20 Estructura Capital Entel.

Detalle la Deuda MUF	Dic-2016	Dic-2017	Dic-2018	Dic-2019	Jun-2020
Deuda financieras (B)	60.793	61.301	66.486	88.985	94.246
Patrimonio Económico (P)	63.798	77.913	58.962	57.053	57.365
Valor económico (V)	124.591	139.214	125.448	146.039	151.612

Fuente: *Elaboración propia*

4.4. Estructura de capital objetivo

Finalmente, calculamos las proporciones de deuda en relación con el valor de mercado de la empresa para cada uno de los años analizados. De esta manera podremos determinar la estructura de capital objetivo para la misma, la cual será un promedio ponderado del año 2019 y 2020, ya que muestran una mayor estabilidad. El detalle del análisis se encuentra en la tabla N° 21.

Tabla N°21 Estructura de capital objetivo.

Razones	Dic-2016	Dic-2017	Dic-2018	Dic-2019	Jun-2020	Promedio 2019 – 2020
B/V	48,79%	44,03%	53,00%	60,93%	62,16%	61,55%
P/V	51,21%	55,97%	47,00%	39,07%	37,84%	38,45%
B/P	95,29%	78,68%	112,76%	155,97%	164,29%	160,13%

Fuente: *Elaboración propia*

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Costo de la deuda

El costo de la deuda (K_b) fue obtenido a través de los bonos corporativos emitidos por Entel vigentes al 30 de junio del 2020, descritos en el punto 4.1.1. De estos bonos identificamos aquel bono con mayor duración en el mercado el cual posee un TIR de 1,70%, al 30 de junio de 2020.

5.2. Beta de la acción o patrimonial con deuda)

El beta patrimonial utilizado es a junio 2020, el cual fue obtenido a través de una regresión lineal entre los retornos semanales de 104 semanas de la acción de Entel, en un periodo de tiempo desde 06 de julio del 2018 hasta el 26 de junio del 2020, y los retornos del IGPA para las mismas fechas. A continuación, se muestran los resultados obtenidos de las regresiones de los últimos 5 años, donde se muestra que para todos los años los datos son estadísticamente significativos, por lo tanto, utilizaremos el Beta de la acción del año 2020 es decir, .

Tabla N°22 Beta de la acción o patrimonio deuda

Descripción	Jun-2020	Jun-2019	Jun-2018	Jun-2017
Beta de acción	1,266	1,075	1,090	0,851
P-value	0,000	0,00	0,00	0,00
N° observaciones	103	103	104	105
R cuadrado	0,632	0,395	0,407	0,254
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%

Fuente: *Elaboración propia*

5.3. Beta de la deuda (

El Beta de la deuda, es obtenido a través de la ecuación de CAPM,

Donde:

- , costo de la deuda identificado en el punto 5.1 es de 1,70%.
- , tasa libre de riesgo tomada de los BCU a 30 años. Se considero un promedio de los últimos dos años, cuyo promedio es de 1,26%.²¹
- , prima por riesgo tomada de base de Damorada a julio 2020, que es de 6,26%.

En base a los datos conocidos, procedemos a calcular el beta de la deuda, a través de la siguiente ecuación:

²¹ Promedio de 2 años, Tasa BCU a 30 años – Banco Central. Según, Maquieira y Espinosa (2019, p.147) las tasas más recientes de un Bono emitido en el mediano y alrgo plazo por el Banco Central no refleja correctamente la situación esperada en el mercado de renta fija a futuro, por lo que sugieren considerar la tasa promedio de un periodo (Fuente: Maquieira C., y Espinosa C. (2019). Valoración de empresas aplicada. Santiago: Gráfica Metropolitana)

5.4. Beta patrimonial sin deuda

Para calcular el beta patrimonial sin deuda , debemos desapalancar el beta patrimonial con deuda , a través de la siguiente formula:

Donde,

- , beta patrimonial con deuda es tomado del punto 5.2, el cual es de 1,27.
- , beta de la deuda, el que fue calculado en el punto 5.3, el cual es 0,07.
- Tc, tasa imposible que sigue siguiendo la misma desde 2018, la cual es de 27% ya que tomamos el beta del año 2020 que posee la información histórica desde el 2018 al 2020.
- B/P, que es calculado con un promedio de la estructura de capital objetivo desde el 2018 al 2020, mismo periodo de tiempo de datos utilizados para determinar el Beta patrimonial con deuda, que corresponde a 1,44.

En base a los datos conocidos, procedemos a realizar el cálculo de beta patrimonial sin deuda.

5

5.5. Beta patrimonial con estructura de capital objetivo (

Luego de desapalancar el beta patrimonial, es necesario re-apalancarlo esta vez con la información de la estructura de capital objetivo a largo plazo, para esto utilizaremos la siguiente formula.

Donde,

- , beta patrimonial con deuda es tomado del punto 5.4, el cual es de 0,65.
- , beta de la deuda, el que fue calculado en el punto 5.3, el cual es 0,07.
- Tc, tasa imposible que sigue siguiendo la misma desde 2018, la cual es de 27% y no esperamos que cambie en el año 2020.

En base a los datos conocidos, procedemos a realizar el cálculo de beta patrimonial con deuda.

5.6. Costo patrimonial

Para obtener el costo patrimonial es obtenido a través CAPM al igual que en el punto 5.3.

Donde,

- , beta patrimonial con deuda identificado en el punto 5.1 es de 1,34.
- , tasa libre de riesgo tomada de los BCU a 30 años se tomó un promedio de los últimos dos años, ya que la tasa libre de riesgo estuvo muy variable en el último semestre 1,26%.
- , prima por riesgo tomada de base de Damoradan, que es de 6,26%.

En base a los datos conocidos, procedemos a realizar el cálculo de costo patrimonial.

5.7. Costo de capital

Para concluir y en base a los datos calculados a lo largo de este capítulo serán utilizados para calcular el WACC o , a través de la ecuación de Modigliani y Miller (M&M 1963).

Donde:

- , costo patrimonial, obtenido del punto 5.6, el cual es 0,096
- , costo de la deuda, obtenido del punto 5.1, el cual es de 1,70%
- P/V y B/V, razón patrimonio a valor de la empresa y razón de endeudamiento de la empresa ambas calculadas con un promedio de la estructura de capital objetivo del 2019 y 2020, los cuales son 0,38 y 0,62 respectivamente.

En base a los datos conocidos, procedemos a realizar el cálculo de costo de capital.

6. VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

6.1. Valores para la industria

Para seleccionar las empresas comparables es necesario tener en cuenta que éstas deben pertenecer a la misma industria, cotizar en bolsa, y adicionalmente consideramos los siguientes factores:

- ✓ Similar clasificación de riesgo de la empresa.
- ✓ Tasa de crecimiento de ventas, debido a que es un indicador que refleja las similitudes en las perspectivas de crecimiento futuro.
- ✓ Similar mix de productos.
- ✓ Estructura de capital similar.

- ✓ Rentabilidad similar.
- ✓ Política de dividendos similar.

Para el análisis se evaluaron las principales empresas competidoras que tuvieran características comerciales similares a ENTEL S.A. Para ello, en primer lugar, se toma como referencia las empresas que conforman la industria de telecomunicación en Chile quedando como empresa estándar para la evaluación la empresa Telefónica Chile S.A. Siguiendo con los análisis se amplía la evaluación considerando las empresas de telecomunicación de la región de Suramérica con estructuras de capital y rentabilidad similares a la de ENTEL, S.A. de las cuales fueron tomadas como base para el análisis las empresas de Telefónica Perú, Telefônica Brasil, S.A. y Empresa de telecomunicaciones de Bogotá, S.A.²²

Telefónica Chile S.A provee servicios de Telecomunicaciones en Chile que consisten en servicios de telefonía fija, televisión, larga distancia, internet y datos. La compañía es una sociedad anónima abierta que se encuentra inscrita en el Registro de Valores bajo el N.º 009, estando sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero de Chile. Además, Telefónica Chile forma parte del grupo Telefónica, donde su matriz Inversiones Telefónica Móviles Holding S.A. es filial indirecta de Telefónica S.A, empresa radicada en España.

Telefónica Perú es la filial de la multinacional de telecomunicaciones Telefónica en el Perú Actualmente es la operadora de telefonía móvil con más clientes en Perú, totalizando 15,4 millones (a septiembre de 2018) seguida por Claro y Entel con 12,8 millones de abonados,¹ lo que le da liderazgo en el mercado nacional y una posición de vanguardia en el lanzamiento de productos y servicios más innovadores en la telefonía móvil del mercado local.

Telefônica Brasil, S.A. que opera bajo el nombre comercial Vivo, es un grupo brasileño del rubro de las telecomunicaciones, filial del grupo español Telefónica. originalmente fue formado como parte de “Telebrás”, que era la única empresa estatal de telecomunicaciones en ese momento. El grupo tiene una participación del 15% de sus ingresos en el mundo y tiene más de 90 millones de clientes. En 2010, Telefónica España adquirió las acciones de Vivo que pertenecían a Portugal Telecom y transfirió el control de la empresa a Telefônica-Vivo, su filial en Brasil. En 2012 se empezaron a comercializar los servicios de la compañía bajo la marca Vivo. Sus servicios, como acceso a internet, televisión por cable y satélite, telecomunicaciones fijas y móviles, entre otros, se integraron en esta marca, lanzada en 2003 para Telefónica-Portugal Telecom la empresa de telecomunicaciones móviles creada en conjunto.

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P. (ETB). Es una empresa que opera principalmente en el sector TIC. Conecta con sus contactos clave, proyectos, accionistas, noticias relacionadas y más. Esta empresa cuenta con operaciones en Colombia. Algunos temas relacionados a sus desarrollos son: OTT, Data centers, Operador de Telefonía Fija, IPTV, DTH / Satélite, Telefonía fija, Documentación, Banda ancha satelital, Consultorías, Servicios Gerenciados, MPLS, Indirecto, Banda ancha móvil, Televisión por cable, etc.

Posteriormente debe identificar las empresas de telecomunicaciones latinoamericanas se procedió a realizar el cálculo de los diferentes comparables de cada una de las

²² E Damodaran

compañías lo que dio como resultado desviaciones muy significativas superiores al 200%. Partiendo de estos resultados se decidió realizar otro tipo de análisis para poder identificar qué empresa podría ser la posible candidata para la evaluación a través de múltiplos y ser comparable con Entel.

Por lo explicado en el párrafo anterior, se eligió una empresa la cual es Telefónica Chile, S.A. ya que como vemos claramente en la tabla N°23 existe diferencia en relación de los tamaño de las empresas mencionadas anteriormente. Sin embargo, con Telefónica Chile, S.A. existe una relación en el apalancamiento financiero y leverage.

Tabla N.º 23 Comparación de indicadores

Empresas	Margen Operacional	ROA	ROE	Apalancamiento	Leverage
telefónica Perú	-5,8%	-9,2%	-30,1%	7,178	1,000
Maxcom Telecomunicaciones	-23,2%	-6,3%	-22,7%	8,013	2,623
ETB	-51,9%	-8,9%	-18,2%	26,763	1,047
Telefónica Brasil, S.A.	23,2%	1,0%	1,6%	0,367	1,599
Telecom Argentina S.A.	81,3%	0,3%	0,6%	6,773	1,561
Telefónica Chile, S.A.	1,4%	-0,3%	-0,6%	2,711	1,445
Entel	10,5%	4%	12%	3,935	2,080

Fuente: Elaboración propia

6.2. Múltiplos utilizados en el análisis

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

Múltiplos de Ganancias:

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

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

6.3. Información financiera ENTEL S.A.

De acuerdo con la información financiera de la compañía al 30 de junio de 2020, la empresa presenta los resultados que se muestra en la tabla N°24. Esta información es la base para construir los múltiplos de nuestra empresa objeto en el siguiente trabajo.

Tabla N°24 indicadores de la empresa

Información calculada a 12 meses ENTEL al 30 de junio de 2020	M UF
Utilidad por acción	0,0163
EBITDA (Sin venta torres)	21.554
EBIT (Sin venta de torres)	11.309
Valor libro del patrimonio	60.400
Valor libro de la empresa	125.501
Ventas	34.691
Ventas por acción	0,0001
Deuda financiera	65.102

Fuente: Elaboración propia

6.4. Múltiplos de TELEFÓNICA CHILE S.A.

A continuación, en la tabla N°25 se muestran el detalle de los múltiplos calculados para el análisis de la empresa Telefónica Chile S.A.

Tabla N°25 múltiplos Telefónica Chile, S.A.

Tipo de múltiplo	Múltiplos	30-06-2019	30-06-2020	Media
De ganancia	Price-earning ratio (PER)	0,035	0,025	0,030
De ganancia	Enterprise value to Ebitda	3,484	3,843	3,663
De ganancia	Enterprise value to Ebit	17,702	21,107	19,405
De valor libro	Price to book equity (PBV)	0,547	0,514	0,531
De valor libro	Value to book ratio (VBR)	0,754	0,744	0,749
De ingresos	Price to sales ratio (PS)	0,498	0,506	0,502
De ingresos	Enterprise value to sale ratio (VS)	0,989	1,163	1,076

Fuente: Elaboración propia

Telefónica Móvil al 30 de junio de 2020 alcanzó un EBITDA de MUF 3.353 disminuyeron en comparación al 30 de junio de 2019 cifras que fueron de MUF 4.126. Las acciones de la compañía han mantenido un comportamiento estable en el tiempo con un aumento al 30 de junio de CLP 400 mientras que al 30 de junio 2019 de CLP 380.

6.5. Múltiplos de las empresas comparables

A continuación, realizaremos el cálculo de los principales múltiplos utilizando las ecuaciones. El resumen de los principales múltiplos para las empresas de la industria chilena se muestra en la tabla N°26.

Tabla N°26 resumen de los análisis de los múltiplos aplicados

Múltiplos	Telefónica Chile
Price-earning ratio	0,030
Enterprise value to Ebitda	3,663
Enterprise value to Ebit	19,405
Price to book equity (PBV)	0,531
Value to book ratio (VBR)	0,749
Price to sales ratio (PS)	0,502
Enterprise value to sale ratio (VS)	1,076

Fuente: Elaboración propia.

6.6. Valorización Entel según industria

Después de analizar la información financiera de la empresa considerada para la

evaluación de los múltiplos. En la tabla N°27 se muestra el detalle de los resultados obtenidos por los múltiplos comparables con ENTEL, S.A., los cuales fueron obtenidos en base a los múltiplos de la industria.

Tabla N°27 Precios obtenido para la acción de Entel, S.A.

Múltiplos	Valor de Empresa (MUF)	Patrimonio (MUF)	Precio accion (UF)
Price-earning ratio (precio utilidad) (PE)	-	-	0,4876
Enterprise value to Ebitda (EV/EBITDA)	78.963	13.862	0,0459
Enterprise value to Ebit (EV/EBIT)	219.445	154.343	0,5110
Price to book equity (PBV)	32.046	32.046	0,1061
Value to book ratio	93.985	28.883	0,0956
Price to sales ratio (PS)	-	17.424	0,0577

Fuente: Elaboración propia

De los datos obtenidos, descartamos el valor que arroja el múltiplo ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS), debido a que fue un indicador negativo. De esta manera, aplicando la relación de los múltiplos con los datos de Entel, de acuerdo con ello el valor de la acción de Entel debería estar en un rango de entre UF 0,057 y UF 0,726. Realizamos un análisis tomando promedio del precio de acción de Entel, para identificar su variación referente al precio del mercado, este análisis es expresado en la tabla N°28. Y además tomamos de referencia el múltiplo que más se aproxima al precio de la acción de Entel, S.A. en este caso Price to Book Equity

Tabla N°28 Resumen de precios obtenido de la acción de Entel, S.A.

Descripción	UF	CLP
Promedio precio de acción	0,217	6.236,90
Precio de acción Jun-2020	0,184	5.300,00
Variación precio real acción	18%	18%
Price to book equity (PBV)	0,106	3.045
Variación precio real acción	-43%	-43%

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.