



**VALORACIÓN EMPRESA NACIONAL DE
TELECOMUNICACIONES S.A. (ENTEL)
Mediante Método de Múltiplos**

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

Alumna:

Marlinda Córdova Rodríguez

Profesor Guía:

Marcelo González

Santiago, Enero 2020

Dedicatoria

Este trabajo está dedicado al mejor compañero que pude tener en la vida a mi marido y a mi madre que me ayudó para que continuara con la meta propuesta que era lograr el grado de Magister. Sólo recalcar que después de varios años de haber salido de la Universidad, ahora casada y con 2 hijas y trabajando activamente, volver a estudiar fue un gran desafío que asumí teniendo claro que mi situación no era fácil y lo que menos tenía al final del día era tiempo. Sin embargo, lo más reconfortante es que llegará el día en que se cumpla el objetivo entregando esta tesis.

Agradecimientos

Los agradecimientos en esta oportunidad son para mi familia que incondicionalmente estuvo apoyando todo el tiempo que duró el Magister. A mis hijas por entender que mami tenía que estudiar en los tiempos que antes eran para jugar, se adaptaron a la nueva etapa que vivíamos. Esta nueva dinámica permitió dar el ejemplo de que teníamos que estudiar y era una alternativa para poder compartir estudiando los cuatro juntos.

Agradecimiento especial a mi madre que me ayudó en innumerables ocasiones cuando fue necesario que cuidara de mis hijas. A ella le dedico este logro personal porque es la persona que siempre ha estado junto a mí a lo largo de mi vida entregándome su incondicional apoyo.

Tabla de Contenido

1. Resumen Ejecutivo	8
2. Metodología	9
2.1. Principales Métodos de Valoración.....	9
2.2. Modelo de descuento de dividendos	10
2.3. Método de Flujos de Caja Descontados	10
2.4. Método de múltiplos	13
3. Descripción de la Empresa e Industria.....	15
3.1. Filiales	19
3.2. Principales Accionistas	22
3.3. Empresas Comparables.....	27
3.4. Perspectivas futuras de la Industria	33
4. Descripción del Financiamiento de la Empresa	34
5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	36
6. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa	38
6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa	38
6.2. Estimación Costo de Capital de la Empresa.....	39
6.2.1. Costo de la Deuda (k_b).....	39
6.2.2. Beta de la Deuda (β_b)	39
6.2.3. Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)	40
6.2.4. Beta Patrimonial sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)	40
6.2.5. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)	42
6.2.6. Costo Patrimonial (k_p)	43
6.2.7. Costo de Capital (k_0)	43
7. Valoración de la Empresa por Múltiplos.....	45
7.1. Indicadores y Múltiplos de América Móvil (Claro).....	46
7.2. Indicadores y Múltiplos de Liberty Latin America (VTR).....	47
7.3. Indicadores y Múltiplos de AT&T Inc.	49
7.4. Múltiplos de la Industria	50

7.5. Valores de Entel en base a Múltiplos de la Industria	51
8. Conclusiones.....	53
9. Bibliografía.....	54
10. Anexos	56
10.1. Balances Generales Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019	56
10.2. Estados de Resultados Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019.....	58
10.3. Estados de Resultados segmento Perú años 2015 al 30 de junio de 2019	59

Índice de Tablas

Tabla 1: Datos de la Empresa.....	15
Tabla 2: 12 Mayores Accionistas Entel	22
Tabla 3: Ficha América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro)	28
Tabla 4: Ventas América Móvil S.A.B: de C.V. (Claro) Jun-19	28
Tabla 5: Ficha Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar)	29
Tabla 6: Ventas Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar) Jun-19	30
Tabla 7: Ficha Liberty Latin América (VTR)	30
Tabla 8: Ventas Liberty Latin América (VTR) Jun-19	31
Tabla 9: Ficha American Telephone and Telegraph (AT&T Inc.).....	32
Tabla 10: Ventas AT&T Inc. Jun-19	32
Tabla 11: Bonos Emitidos por Entel Vigentes a Jun-19.....	34
Tabla 12: Pasivos Financieros de Entel Jun-19	35
Tabla 13: Evolución Composición Deuda Financiera Entel	36
Tabla 14: Resumen Evolución Deuda Financiera Entel	36
Tabla 15: Evolución Acciones y Patrimonio Económico Entel	37
Tabla 16: Resumen Patrimonio Económico Entel	37
Tabla 17: Evolución Valor Total Activos Entel	37
Tabla 18: Evolución Estructura Capital Objetivo de Entel	37
Tabla 19: Parámetros Obtenidos en las Regresiones	38
Tabla 20: Significancia Betas y Presencia Bursátil.....	39
Tabla 21: Tasas de Impuestos Corporativos Chile y Perú entre 2017 y Jun-19	41
Tabla 22: Tipos de Múltiplos	45
Tabla 23: Ventas de Telefonía Móvil Jun-19	46
Tabla 24: Indicadores América Móvil (Claro)	46
Tabla 25: Acciones América Móvil (Claro)	47
Tabla 26: Múltiplos América Móvil (Claro).....	47
Tabla 27: Indicadores Liberty Latin America (VTR).....	48
Tabla 28: Acciones Liberty Latin America (VTR).....	48
Tabla 29: Múltiplos Liberty Latin America (VTR)	49
Tabla 30: Indicadores AT&T Inc.....	49
Tabla 31: Múltiplos AT&T Inc.	50
Tabla 32: Resumen Múltiplos Empresas Comparables.....	50
Tabla 33: Múltiplos para Realizar Valoración	50
Tabla 34: Indicadores Entel Jun-19	51
Tabla 35: Valores de Entel, Patrimonio y Precio de la Acción.....	51

Índice de Ilustraciones

Ilustración 1: Líneas Fijas por Empresa y Participación de Mercado	23
Ilustración 2: Detalle de Líneas fijas por Empresa y Participación de Mercado	23
Ilustración 3: Abonados Móviles, % Participación de Mercado a Jun-19.....	24
Ilustración 4: Telefonía Móvil, Abonados por Empresa y Participación de Mercado....	25
Ilustración 5: Participación de Mercado Conexiones 4G a Jun-19	25
Ilustración 6: Internet Móvil Conexiones 3G y 4G por Empresa y Participación de Mercado	26
Ilustración 7: Ingresos de Entel a Jun-19	27
Ilustración 8: Ingresos por Líneas de Negocios América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro) Jun-19	28
Ilustración 9: Ingresos por Líneas de Negocios Telefónica Móviles Chile S.A. Jun-19	29
Ilustración 10: Ingresos por Líneas de Negocios Liberty Latin America (VTR) Jun-19	31
Ilustración 11: Ingresos por Líneas de Negocios AT&T Inc. Jun-19	32

1. Resumen Ejecutivo

La presente tesis tiene el objetivo de determinar el precio de la acción de la Empresa de Telecomunicaciones Entel S.A. utilizando la metodología de Múltiplos, para valorizar la empresa al 30 de junio de 2019.

Una vez explicado el contexto metodológico, se describe la empresa, su propiedad, filiales y la industria en la que está inserta. Se definen la estructura de financiamiento y capital objetivo de la empresa, calculándose, además, la tasa de Costo de Capital (WACC 4,75%) en base a supuestos e información de mercado relevante y disponible al 30 de junio de 2019.

Por el método de valoración por Múltiplos se tomaron tres empresas de referencia de la industria que transan en bolsa: América Móvil (Claro en Chile), empresa mexicana líder en telecomunicaciones fijas y móviles en Latinoamérica; Liberty Latin America (VTR en Chile), empresa líder en telecomunicaciones y entretenimiento que opera en más de 20 países en América Latina y el Caribe; y AT&T, multinacional estadounidense que es el mayor proveedor de servicios móviles y fijos en ese país. El precio de mercado de la acción de Entel a junio 2019 (\$ 6.900,2) se encuentra dentro del rango obtenido para los 5 múltiplos considerados, que va entre \$ 6.307,3 (8,6% inferior al precio de la acción) y \$ 9.853,8 (42,8% superior al precio de la acción). El valor promedio de la acción obtenido para los 5 múltiplos es \$ 7.576,8, un 9,8% superior al precio de la acción al cierre de junio 2019.

2. Metodología

2.1. Principales Métodos de Valoración

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

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

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

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

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

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

2.2. 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= Dividendo por acción

K_p= rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

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

2.3. 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,

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

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, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁴

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, 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, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las

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

proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

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

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

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

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

la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

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

2.4. 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.

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

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

Múltiplos de Ganancias:

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

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

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

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

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

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

3. Descripción de la Empresa e Industria

Tipo de Operación

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones es una empresa que se fundó en Chile el 31 de agosto de 1964 inicialmente como una entidad estatal hasta que se privatizó completamente en 1992. Hoy día es una de las empresas de telecomunicaciones más grandes de Chile, con presencia en servicios de tecnologías de la información, telefonía celular y fija, entre otros. Presta servicios móviles, de internet, telefonía y datos, ofreciendo además arriendo de redes para mercados mayoristas. Las ventas las constituyen principalmente los negocios de telecomunicaciones móviles, que incluyen voz, banda ancha móvil, datos y servicios de valor agregado. Opera en Perú a través de tres sociedades, Entel Perú desde 2013, Americatel Perú S.A. y Servicios de Call Center Perú S.A. que están orientadas a servicios de telefonía móvil, de red fija y *call center* respectivamente. La operación es controlada por Inversiones Altel Limitada filial del conglomerado Inversiones Almendral la cual es controlada por el Grupo Matte.

Perfil de la Empresa

Tabla 1: Datos de la Empresa

Razón Social	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.
RUT	92.580.000 – 7
Nemotécnico	ENTEL
Industria	Telecomunicaciones

La empresa de Telecomunicaciones Entel S.A. es una empresa que se constituyó como una sociedad Anónima Abierta que es fiscalizada por la Comisión para el Mercado Financiero⁶. Tiene acciones las que transa en el mercado nacional (IPSA), además ha emitido instrumentos de deuda, Bonos en Chile y en Estados Unidos (extranjero). Durante el año 2013 la empresa inició sus operaciones en Perú con la compra de Nextel

⁶ Ente regulador que agrupa a la ex Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y a la ex Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

del Perú S.A. en un 90% a través de Entel Chile S.A. y 10% con su filial de Entel Inversiones S.A. En el año 2014 lanzó al mercado la marca Entel Perú, desde entonces la empresa compete en el segmento de servicios móviles en la industria de telecomunicaciones peruana.

Las empresas del grupo proveen servicios de telecomunicaciones móviles, voz, valor agregado, datos, banda ancha e Internet móvil. Además de servicios de red fija, que entregan soluciones integradas, que comprenden servicios de redes de datos, telefonía local, acceso a Internet, telefonía pública de larga distancia, servicios de TV, servicios de tecnologías de la información (data center, Externalización de Procesos de Negocio (BPO) y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico.

En Chile se llevan a cabo las actividades antes descritas, en el extranjero opera a través de tres sociedades ubicadas en Perú, las que están orientadas a entregar servicios de red fija, *call center* y servicios de telefonía móvil.

Regulación

Entel está bajo la supervisión de los siguientes entes reguladores:

- Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL): encargada de fiscalizar la Ley que rige a las empresas que proveen servicios de Telecomunicaciones.
- Ministerio de Economía, Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones: fijan las normas que rigen el sistema tarifario de las empresas del rubro.
- Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC): se encargan de mantener la competitividad del sector, con el objetivo de prevenir, corregir y sancionar los atentados a la libre competencia que puedan existir como situaciones de tarifas monopólicas, pueden pronunciarse sobre fusiones o adquisiciones de empresas del sector.
- Comisión para el Mercado Financiero (CMF): la empresa tiene que entregar información financiera fidedigna ya que es supervisada por ser una sociedad anónima (S.A.) y por emitir valores de oferta pública.

- Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC): Se pronuncia sobre cobros que atentan contra el consumidor aplicando medidas compensatorias para los involucrados.

Descripción de la Industria

La empresa está inserta en un sector de la economía que tiene gran actividad, con servicios que están presentes en todos los rubros de la economía. El grupo Entel se desempeña en un mercado altamente competitivo con un continuo cambio tecnológico en las diversas líneas de servicios que ofrece. Dentro de un mercado más maduro, la empresa tiene un mayor valor en la evolución de los clientes de telefonía móvil, profundizando en la penetración de datos móviles por fuertes niveles de reconocimiento de marca, una infraestructura con experiencia multicanal al cliente, la consolidación de la oferta de los planes de datos, y con un importante liderazgo en la participación de los ingresos en la industria. Entel sigue invirtiendo en la transformación digital para mejorar la experiencia de clientes y aumentar las eficiencias en la operación., está comprometida con un modelo de negocio basado en dar una alta calidad en los servicios, contar con una buena infraestructura de red y con un alto grado de innovación.

La industria de Telecomunicaciones está marcada por una fuerte competencia con alto nivel de penetración en Chile y en Perú. Los ingresos provenientes de los servicios de telefonía móvil se han ajustado significativamente debido a la implementación de fuertes estrategias comerciales dando mayores servicios asociados a costos menores para los usuarios. La creciente demanda por servicios móviles, asociadas a la entrada de nuevos operadores móviles, ha incrementado el ambiente competitivo de la industria chilena de telecomunicaciones.

La portabilidad numérica produjo una alta migración de clientes entre las compañías competidoras, por lo que mantener una base de clientes estables, sin perder la participación de mercado y protegiendo la generación de flujos es un gran desafío para las empresas en esta Industria. Existe una alta competencia y desarrollo de tecnologías que requieren de altas inversiones en innovación tecnológica (fibra óptica y desarrollo

de redes) para poder dar un buen servicio a los clientes. Es altamente intensiva en el uso de CAPEX (*Capital Expenditure*), con el objetivo de tener redes e infraestructuras que le permita responder oportunamente a los cambios tecnológicos permanentes para lograr mantener su posición competitiva.

El desarrollo futuro de la industria provendrá de aspectos como la red 5G, que junto a la fibra óptica están a la espera de la regulación por parte de las entidades correspondientes. La definición de las opciones para la banda en la que se desarrollará la red 5G y la cantidad de espectro a la cual las compañías podrán acceder se han entrampado en disputas legales que han llegado hasta el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC), el Tribunal Constitucional (TC) y la Corte Suprema. Se espera una futura licitación para el despliegue de esta tecnología.

Entel es un operador consolidado dentro de la industria local, lo que ha requerido avanzar en infraestructura tecnológica para poder asegurar una buena calidad de servicio a sus clientes. La compañía destaca como la primera en habilitar una red 4G con tecnología LTE - *Advancer Carrier Aggregation* (CA) en la banda 700 MHz en Chile.

En armonía con la constante innovación que es requerida en la industria en que ésta inserta, Entel inició el despliegue de fibra óptica en la Región Metropolitana durante el último trimestre de 2017, entregando a través de esta red servicios de internet de alta velocidad, televisión (IPTV) y telefonía fija. Actualmente, Entel está trabajando con Ericsson, con la finalidad de desarrollar las pruebas de diseño necesarias para la próxima puesta en marcha de la tecnología 5G en Chile.

Propiedad

Entel S.A. se creó como una empresa estatal en 1964, entre los años 1986 y 1992 la empresa vivió un proceso de privatización. En la actualidad se encuentra controlada por los grupos Matte, Fernández León, Hurtado Vicuña, Consorcio, Izquierdo y Gianoli, mediante un pacto de actuación conjunta materializado a través de Almendral S.A.

Inversiones Altel Limitada es la que tiene el mayor porcentaje de participación en la propiedad de Entel S.A. con el 54,86%. El porcentaje restante de propiedad se compone por inversionistas institucionales, corredoras de bolsa por cuenta de sus clientes y por otros inversionistas minoritarios.

3.1. Filiales

Entel PCS Telecomunicaciones S.A.: Entel Comercial S.A. es una sociedad que desarrolla su negocio a través de la comercialización de tarjetas de servicios telefónicos y medios de recarga prepagados. Los principales accionistas de la Sociedad son Entel PCS Telecomunicaciones S.A., con un 99% de las acciones y Entel Inversiones S.A. con un 1% de las acciones.

Entel Comercial S.A.: Entel Comercial S.A. es una sociedad que desarrolla su negocio a través de la comercialización de tarjetas de servicios telefónicos y medios de recarga prepagados. Los principales accionistas de la sociedad son Entel PCS Telecomunicaciones S.A., con un 99% de las acciones y Entel Inversiones S.A. con un 1% de las acciones.

Entel Inversiones S.A.: Esta filial tiene el objetivo de invertir en toda clase de bienes muebles e inmuebles, participación en sociedades directa o por intermedio de otras sociedades de toda clase de negocios que estén o no relacionados con las telecomunicaciones.

Entel Servicios Telefónicos S.A.: Tiene como objetivo prestar servicios de telecomunicaciones, comercialización, distribución y representación de equipos y de cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

Entel Call Center S.A.: La sociedad tiene por objetivo 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, 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, o desarrollar cualquiera actividad o prestación de servicios por medio de equipos de instalaciones de telecomunicaciones atendidos por operadoras en forma automática.

Entel Telefonía Local S.A.: El objetivo social es instalación, operación, explotación, comercialización y prestación de toda clase de servicios públicos, limitados y complementarios de telecomunicaciones. Durante el año 1.994 se le otorgó la concesión por 30 años de Servicio Público Telefónico para que instale, opere y explote un sistema telefónico fijo local. En el año 2.001 se le entregó la concesión de Servicio Público Telefónico Local Inalámbrico, por el cual autorizó a instalar, operar y explotar un sistema en la banda de frecuencias 3.400–3.700 MHz, (Wireless Local Loop WLL) para la Región Metropolitana. Estos y otros decretos le han permitido extender esta Concesión de Servicio Público a la totalidad de las regiones del país.

Micarrier Telecomunicaciones S.A.: Tiene por objetivo instalar, explorar, operar y prestar servicios de telecomunicaciones públicos y privados, en el país y en el extranjero, directamente o por intermedio de otras personas.

Entel Contact Center S.A.: El objetivo es entregar servicio de telefonía, transmisión de datos (nacional e internacional) de alta o baja velocidad utilizando tecnología satelital. Servicio orientado a empresas que necesitan ofrecer una atención personalizada a sus clientes.

Entel Servicios Empresariales S.A.: Entrega servicios de análisis, diseño, desarrollo, operación y mantención de software. Presta servicios de asesoría y asistencia técnica; servicios de administración de sistemas, infraestructura y procesos de negocios; comercio electrónico, transacciones comerciales y contables. Representa proveedores nacionales y extranjeros de software, hardware y de tecnologías de la información y plataformas tecnológicas.

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

Transam Comunicación S.A.: Presta servicios de comunicación inalámbrica de larga distancia (a través de Will S.A.), como servicios nacionales e internacionales de marcación y teléfono.

Will S.A.: El objetivo es prestar servicios de telefonía local inalámbrica y de transmisión de datos.

Americatel Perú S.A.: Entrega servicios de internet y larga distancia, telefonía fija y transmisión de datos, principalmente focalizada en pequeñas y medianas empresas en Perú, enfocada en servicios de outsourcing TI. En el segmento de personas provee enlaces de datos, acceso a internet y servicios de datacenter.

Entel Perú: Es una filial perteneciente al grupo Entel Chile, desde su lanzamiento en octubre de 2014 a diciembre de 2015, logró atraer más del 10% del mercado peruano con 4 millones de clientes y se ha posicionado como el operador líder de portabilidad. El objetivo es prestar servicios de telecomunicaciones inalámbricos que incluyen servicio digital móvil telefónico, Nextel Direct Connect, de internet, móviles y de mensajería, correo electrónico, Java y capacidad de Roaming internacional. Además, entrega servicios de tecnología 3G.

Direcnet S.A. C.: Brinda servicios como portador local de internet.

Eusa Wholesale Inc.: El objetivo que tiene es realizar inversiones en el extranjero, que sean consideradas estratégicas para Entel.

Entel Internacional B.V.I. Corp.: Se constituyó como corporación en febrero de 1993, en Tórtola, Islas Vírgenes Británicas. El objetivo es realizar inversiones en el extranjero para adquirir en nombre de la Sociedad o de la persona designada, acciones, títulos,

debentures, acciones no redimibles, bonos, pagarés, obligaciones, inversiones, o valores que sean consideradas estratégicas por Entel. Desarrollar actividades comerciales en calidad de capitalista, financista, concesionaria y comerciante y encargarse de desarrollar y ejecutar cualquier otro negocio que pudiera ser conveniente para la sociedad.

3.2. Principales Accionistas

Los 12 mayores accionistas al 30 de junio de 2019 son:

Tabla 2: 12 Mayores Accionistas Entel

PRINCIPALES ACCIONISTAS	% PROPIEDAD
INV ALTEL LTDA	54,86%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	5,70%
BANCO ITAU CORPBANCA POR CTA DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	5,49%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	3,46%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	2,39%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	1,91%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	1,54%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION B	1,34%
AFP CUPRUM S A PARA FDO PENSION C	1,11%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO C	1,11%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO A	1,08%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B	1,01%

Fuente: CMF

Información de la competencia

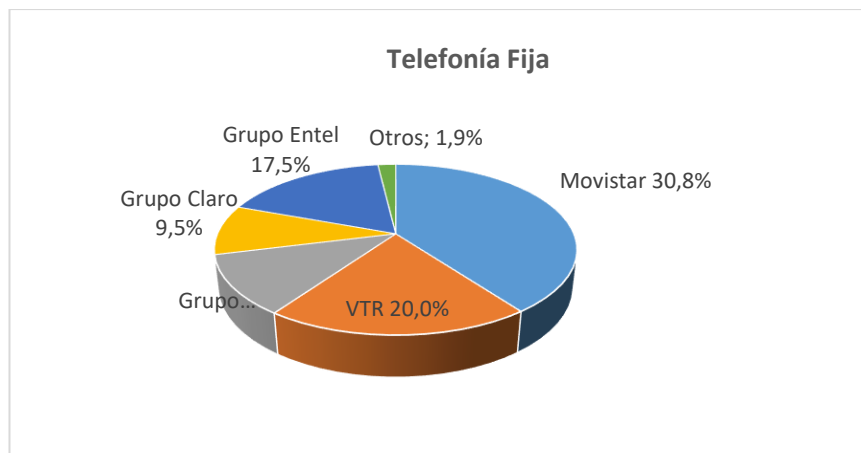
De acuerdo con la información entregada por la SUBTEL que es el organismo regulador de las empresas de telecomunicaciones en Chile, Entel ha mantenido una participación relevante en la industria chilena, destacándose los segmentos de telefonía fija con una participación de mercado a junio 2019 de 17,5%, telefonía móvil con 32,3% e internet móvil (conexiones 3G y 4G) con un 33,0%.

Entel es líder en infraestructura de redes en Chile, lo que le permite operar con ventaja competitiva respecto a otros operadores móviles. Esto se puede observar en la participación de mercado que la empresa mantiene en sus principales líneas de negocios.

Telefonía Fija

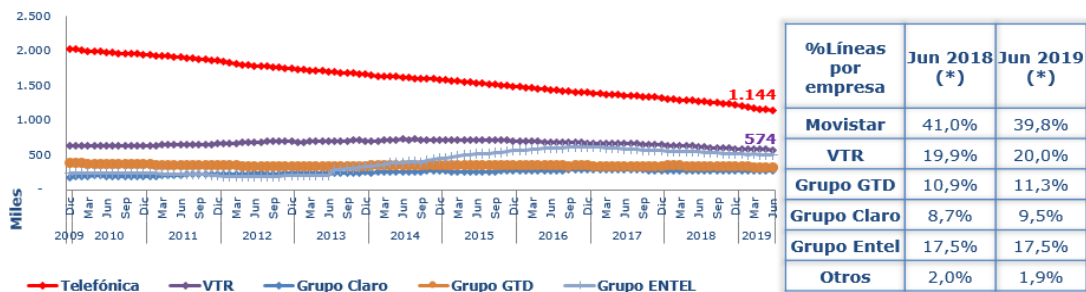
Los datos publicados por la SUBTEL a junio 2019 muestran que la Telefonía Fija de Entel comenzó a declinar el año 2016. Las líneas disminuyeron en un 7,5% durante los últimos 12 meses. La mayor participación de mercado la tiene Movistar con un 39,8%, seguido de VTR con un 20% y Entel ocupa el tercer lugar con un 17,5% a junio 2019.

Ilustración 1: Líneas Fijas por Empresa y Participación de Mercado



Fuente: SUBTEL

Ilustración 2: Detalle de Líneas fijas por Empresa y Participación de Mercado

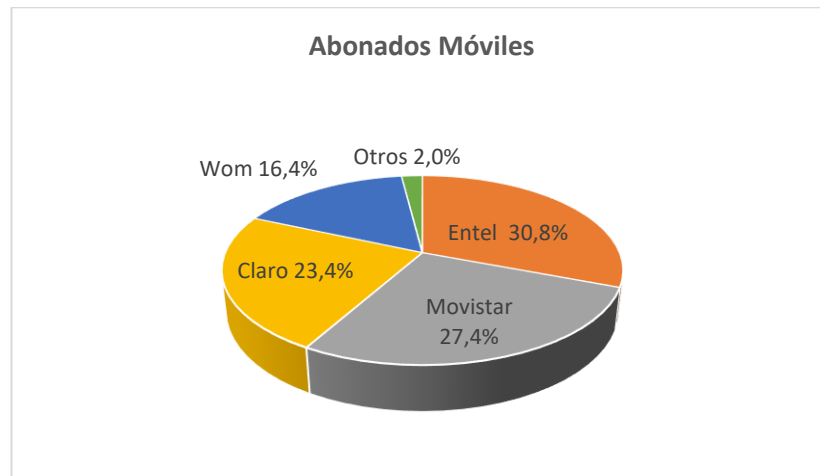


Fuente: SUBTEL

Telefonía Móvil

Los principales competidores en la Industria para Entel son Movistar, Claro y WOM; este último ha destacado por su rápido crecimiento en la telefonía móvil. De acuerdo a cifras de abonados móviles publicadas por la SUBTEL a junio 2019:

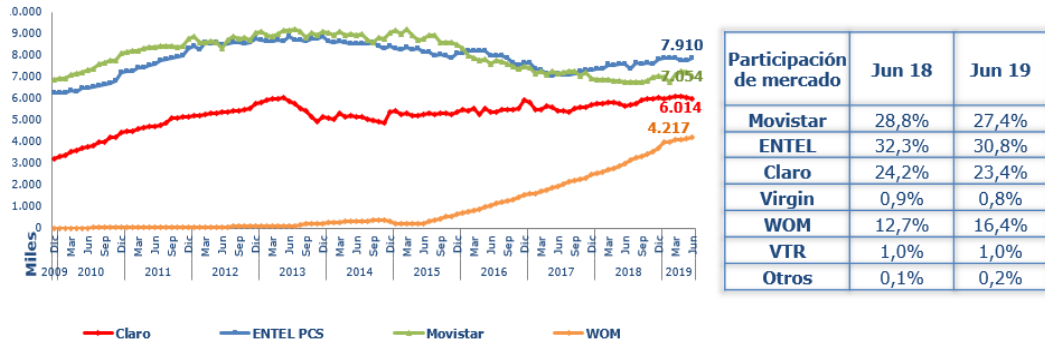
Ilustración 3: Abonados Móviles, % Participación de Mercado a Jun-19



Fuente: SUBTEL

La generación de ingresos de la compañía se explica principalmente por el segmento de negocio de la telefonía móvil, en la que se tienen los siguientes datos de abonados a junio 2019 de acuerdo con la SUBTEL: los tres principales operadores (Entel, Movistar y Claro) tienen el 81,6 % de este mercado, mientras que los otros participantes alcanzan el 18,4%, en el que se destaca a WOM con el mayor crecimiento en los últimos 12 meses.

Ilustración 4: Telefonía Móvil, Abonados por Empresa y Participación de Mercado

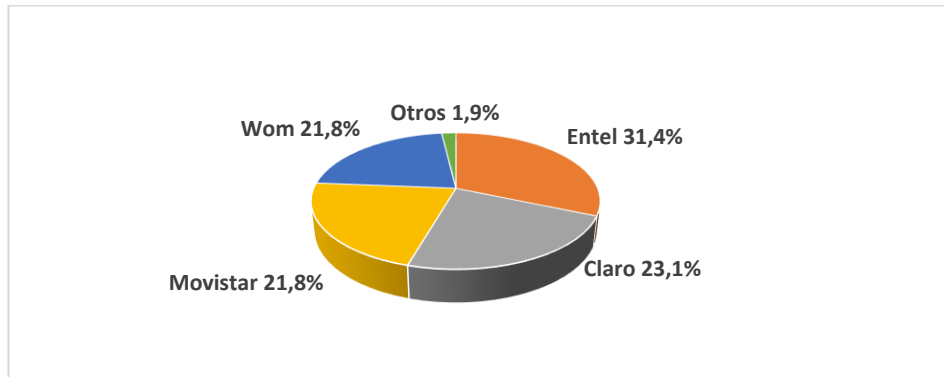


Fuente: SUBTEL

Conexiones 4G

Los accesos 4G de acuerdo con lo informado por la SUBTEL a junio 2019 alcanzaron los 15,9 millones de conexiones, con un crecimiento de 21,5% en los últimos 12 meses. De los cuales 2,8 millones corresponden a nuevos accesos del último año. Actualmente representan el 85,3% de los accesos de internet móvil. La tecnología está sustituyendo a los accesos 3G, los que decrecieron un 36,9% respecto del año anterior.

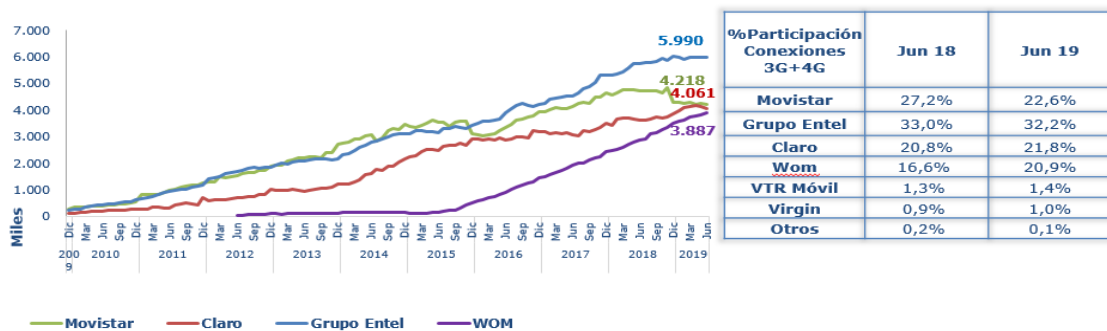
Ilustración 5: Participación de Mercado Conexiones 4G a Jun-19



Fuente: SUBTEL

En Conexiones 3G y 4G, Entel creció un 4,1% en los últimos 12 meses y Claro un 11,9%, mientras Movistar bajó un 10,9%. Además, en este segmento destaca el crecimiento de WOM con un 34,7% en los últimos 12 meses.

Ilustración 6: Internet Móvil Conexiones 3G y 4G por Empresa y Participación de Mercado



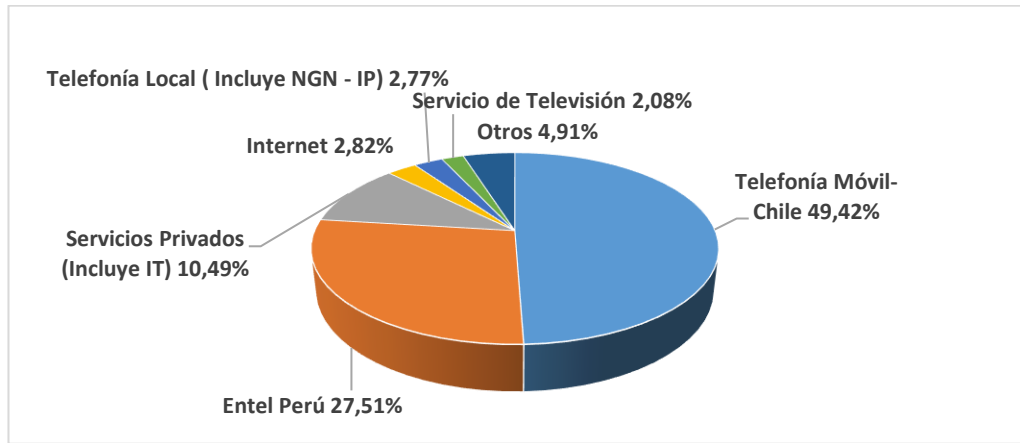
Fuente: SUBTEL

Ingresos de la compañía

En Chile y en Perú los ingresos móviles son la principal fuente que generan los ingresos de la empresa. La mayor parte de las ventas se deben a la telefonía móvil, que incluyen servicios de voz, banda ancha móvil, datos y servicios de valor agregado.

Entel continúa con una sólida evolución de los clientes de telefonía móvil de alto valor, a pesar de estar inserta en una industria de mayor madurez altamente competitiva. En Perú la empresa tiene una marca que está bien posicionada y se ha enfocado en la ampliación de la oferta comercial para los diversos segmentos del mercado. Incorporando financiamiento en la venta de equipos de post pago, y mejoras en sus canales de distribución que incluyen soluciones digitales.

Ilustración 7: Ingresos de Entel a Jun-19



Fuente: Elaboración Propia

Una buena forma de enfrentar el alto dinamismo de los servicios móviles es potenciar el segmento de servicio corporativos asociados a TI, debido a la alta competencia existente en el sector. El desarrollo del segmento corporativo es consistente con los altos niveles de inversiones en infraestructura de red, que son necesarios para mantener un posicionamiento de mercado en la industria de telecomunicaciones. El CAPEX de las compañías del sector durante los últimos años se ha enfocado en redes de fibra óptica potenciando los requerimientos del segmento corporativo considerando que la transformación digital necesita de alta capacidad de transmisión y velocidad.

3.3. Empresas Comparables

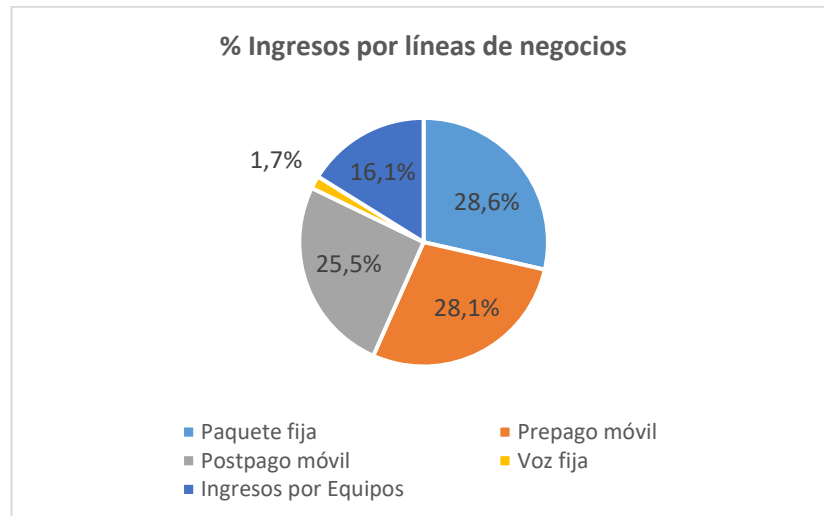
América Móvil S.A.B de C.V. (Claro): Compañía mexicana líder en el sector de telecomunicaciones móviles de Latinoamérica (en 25 países). Entrega servicios de telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión. Las subsidiarias más importantes de la Compañía están ubicadas en México y Brasil, en donde cuenta con las mayores participaciones de mercado. En Chile opera a través de Claro Chile S.A.

Tabla 3: Ficha América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro)

Nombre de la Empresa	América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro)
Ticker o Nemotécnico	AMX
Clase de Acción	AMX A: Serie A AMX L: Serie L
Derechos de cada Clase	Acciones comunes: Serie A Acciones de voto limitado (preferentes): Serie L
Mercado donde Transa sus acciones	BMV (Bolsa Mexicana de Valores): AMX A y AMX L NYSE (New York Stock Exchange): ADS Serie A y ADS Serie L
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Industria Telecomunicaciones

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 8: Ingresos por Líneas de Negocios América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro) Jun-19



Fuente: SUBTEL

Tabla 4: Ventas América Móvil S.A.B. de C.V. (Claro) Jun-19

Ventas	UF Jun-19	Part
Paquete fija	178.761.445	28,55%
Prepago móvil	175.874.507	28,09%
Postpago móvil	159.861.769	25,53%
Ingresos por Equipos	101.082.952	16,15%
Voz fija	10.500.078	1,68%
Ingresos Totales	626.080.751	100%

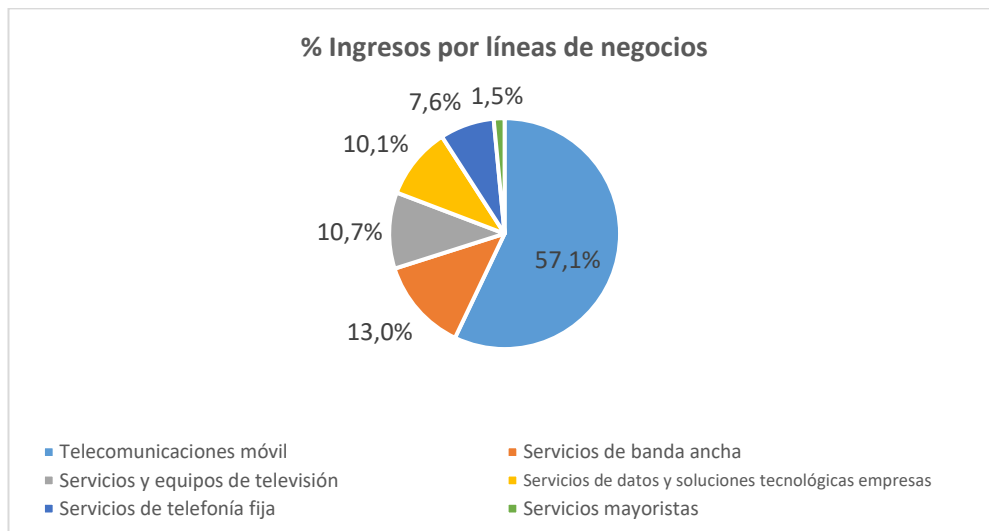
Fuente: Reporte Financiero junio 2019

Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar): Telefónica Móviles Chile S.A. forma parte del Grupo Telefónica, donde su accionista mayoritario, Inversiones Telefónica Internacional Holding S.A., es subsidiaria indirecta de Telefónica S.A. (actividades en España). Se dedica a la explotación de concesiones de servicio público de telefonía, a la realización de servicios de telecomunicaciones (fijas y móviles), compra y venta de toda clase de artículos y productos del área de comunicaciones; ofrece a terceros servicios de procesamiento de datos; realiza actividades de Investigación y Desarrollo en el campo de las telecomunicaciones. Dueño de la marca Movistar.

Tabla 5: Ficha Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar)

Nombre de la Empresa	Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar)
Ticker o Nemotécnico	CTC (acción referida a Telefónica Chile S.A., que no contabiliza ventas móviles en sus estados financieros)
Clase de Acción	Serie única Acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Sector e Industria	Industria Telecomunicaciones

Ilustración 9: Ingresos por Líneas de Negocios Telefónica Móviles Chile S.A. Jun-19



Fuente: SUBTEL

Tabla 6: Ventas Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar) Jun-19

Ventas	UF Jun-19	Part
Telecomunicaciones móvil	15.371.607	57,07%
Serv. de banda ancha	3.507.996	13,02%
Serv. y equipos de televisión	2.879.304	10,69%
Serv. de datos y soluciones tecnológicas	2.716.271	10,09%
Serv. de telefonía fija	2.049.337	7,61%
Serv. mayoristas	408.913	1,52%
Total	26.933.429	100%

Fuente: Análisis Razonado junio 2019

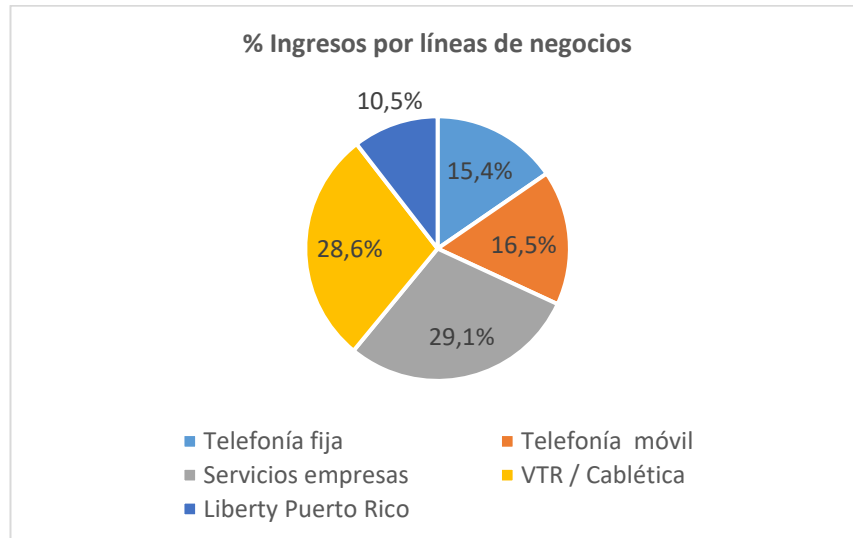
Liberty Latin América (VTR): Compañía de telecomunicaciones líder que opera en más de 20 países en América Latina y el Caribe bajo las marcas VTR (Chile), Flow, Liberty, Más Móvil y BTC. Sus servicios de comunicaciones y entretenimiento para clientes residenciales y comerciales incluyen combinaciones de servicios "triple *play*" y "juegos cuádruples" compuestos por video digital, internet de banda ancha, telefonía y servicios móviles. Sus productos y servicios comerciales incluyen conectividad de nivel empresarial, centro de datos, *hosting*, soluciones administradas, y soluciones de tecnología de la información para pequeñas y medianas empresas, empresas internacionales y agencias gubernamentales. Además, opera una red de cable de fibra óptica submarino y terrestre que conecta más de 40 mercados en la región.

Tabla 7: Ficha Liberty Latin América (VTR)

Nombre de la Empresa	Liberty Latin América (VTR)
Ticker o Nemotécnico	LILA / LILAK / LILAB
Clase de Acción	LILA: Clase A LILAK: Clase C LILAB: Clase B
Derechos de cada Clase	Todas acciones comunes
Mercado donde Transa sus acciones	NASDAQ: LILA y LILAK OTC Link: LILAB
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Industria Telecomunicaciones

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 10: Ingresos por Líneas de Negocios Liberty Latin America (VTR) Jun-19



Fuente: Elaboración propia

Tabla 8: Ventas Liberty Latin América (VTR) Jun-19

Ventas	UF Jun-19	Part
Servicios empresas	13.663.814	29,06%
VTR / Cablética	13.425.038	28,55%
Telefonía móvil	7.755.335	16,49%
Telefonía fija	7.243.673	15,41%
Liberty Puerto Rico	4.931.448	10,49%
Total	47.019.307	100%

Fuente: Earnings Release Jun-19

American Telephone and Telegraph (AT&T Inc.): Es una multinacional estadounidense, conglomerado de empresas y sociedad *holding*, que a través de sus subsidiarias y filiales proporciona servicios de telefonía local, de larga distancia, comunicación inalámbrica y de datos, acceso y mensajería de internet, televisión IP y satelital, y servicios de seguridad equipos de telecomunicaciones. Es el mayor proveedor de servicios de telefonía móvil y fija en los Estados Unidos (a través de AT&T Communications). Desde el 14 de junio de 2018, también es la empresa matriz del conglomerado de medios de comunicación WarnerMedia (anteriormente TimeWarner), lo que la convierte en la tercera compañía de entretenimiento y medios más grande del

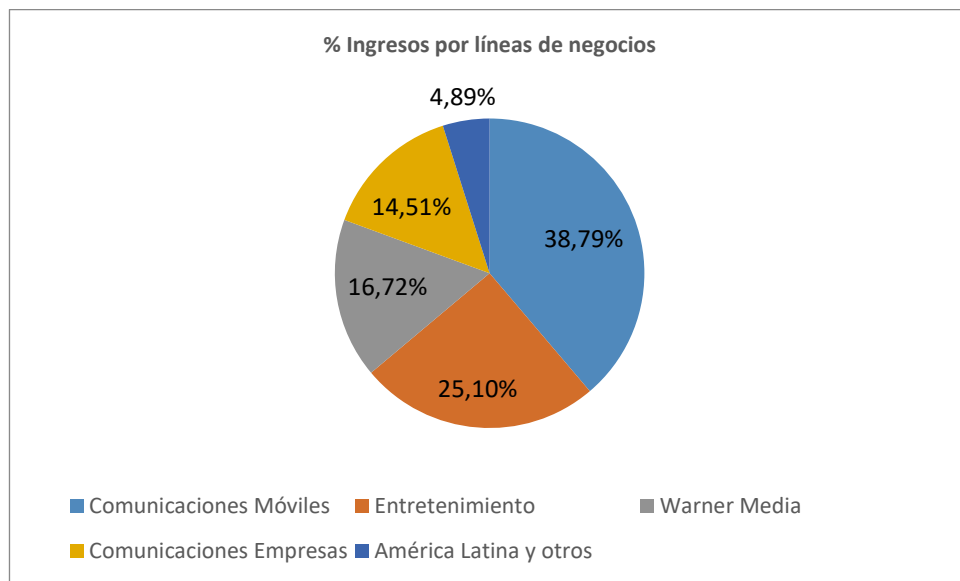
mundo. A partir de 2018, AT&T ocupa el noveno puesto en la clasificación *Fortune 500* de las corporaciones más grandes de los Estados Unidos por ingresos totales.

Tabla 9: Ficha American Telephone and Telegraph (AT&T Inc.)

Nombre de la Empresa	AT&T Inc. (American Telephone and Telegraph)
Ticker o Nemotécnico	T
Clase de Acción	Serie única
	Acciones comunes
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	NYSE (New York Stock Exchange)
	Industria Telecomunicaciones

Fuente: Elaboración propia

Ilustración 11: Ingresos por Líneas de Negocios AT&T Inc. Jun-19



Fuente: Elaboración propia

Tabla 10: Ventas AT&T Inc. Jun-19

Ventas	UF Jun-19	Part
Comunicaciones Móviles	848.510.832	38,79%
Entretenimiento	548.983.775	25,10%
Warner Media	365.716.550	16,72%
Comunicaciones Empresas	317.499.164	14,51%
América Latina y otros	106.864.276	4,89%
Ingresos Totales	2.187.574.597	100%

Fuente: Form 10-Q SEC junio 2019

3.4. Perspectivas futuras de la Industria

Se espera que las conexiones de internet de alta velocidad crezcan, así como lo han estado haciendo hasta la fecha, ya que a marzo 2019 crecieron 21,3%, mientras el mercado se prepara para recibir el 5G, lo que requerirá fuertes inversiones (CAPEX).

Cada vez tiene más protagonismo el internet de alta velocidad que comunique a los actores del mercado de forma más rápida, por esta razón, las empresas de telecomunicaciones están desarrollando nuevas tecnologías que le permitan cumplir con este objetivo. Cada vez que se adquiere una nueva red se va dejando de lado las anteriores, es así como la industria se prepara en seguir investigando y avanzar a redes que le permitan seguir alcanzando una mayor velocidad en las comunicaciones. Esta vez se están preparando para recibir la futura Red 5G.

Chile es un país que se caracteriza por un alto desarrollo en materia digital, liderando la región. Sin embargo, como se trata de tecnologías rápidamente quedan obsoletas y por eso existe el desafío de estar en un continuo desarrollo de nuevas plataformas digitales, infraestructura e inversiones.

La Subsecretaria de Telecomunicaciones, Pamela Gidi, afirmó que se otorgarán subsidios por \$90.000 millones para el proyecto de Fibra Óptica Nacional y \$64.000 millones para Fibra Óptica Austral que junto a la inversión privada logrará mejorar la conectividad del país y apoyará el buen funcionamiento de la futura Red 5G.

4. Descripción del Financiamiento de la Empresa

La deuda de la empresa está marcada por diferentes hitos que han aumentado su nivel, entre ellos están el año 2013 cuando incrementó el financiamiento por la adquisición de Nextel Perú y por la emisión de un Bono en el mercado internacional por USD 1.000 millones para refinanciar sus pasivos. En el año 2014 Entel emitió dos bonos, uno en el mercado local por UF 7 millones y el segundo por USD 800 en el mercado internacional. El objetivo del nuevo endeudamiento fue para prepagar la deuda que tenía de años anteriores y para financiar su plan de inversiones.

A continuación, se presentan un cuadro resumen que muestran la deuda que Entel ha emitido (bonos) y que se encuentra vigente a junio 2019.

Tabla 11: Bonos Emitidos por Entel Vigentes a Jun-19

Bono /Nemotécnico	Moneda	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Tipo de colocación	Valor Nominal	Tasa Cupón	Clasificación de Riesgo			
							Fitch Ratings	ICR	Moody's	S&P
Serie 144A/RegS	USD	24-10-2013	30-10-2024	Extranjera	1.000.000.000	4,88%			Baa2	BBB+
Serie M BENTE-M	UF	10-07-2014	30-05-2035	Nacional	7.000.000	3,50%	AA-	AA+		
Serie 144A/RegS	USD	17-07-2014	01-08-2026	Extranjera	800.000.000	4,75%	BBB+		Baa2	BBB

Fuente: Elaboración Propia

A mayor detalle, se observa que Entel mantiene deuda financiera que está compuesta por pasivos corrientes en un 3,20% y pasivos no corrientes en un 96,80%, es decir, su financiamiento es principalmente de largo plazo.

Del total de pasivos financieros, un 77,69% corresponde a bonos emitidos por la empresa, 21,24% a préstamos que devengan intereses y un 1,07% está asociado a instrumentos derivados. Lo anterior se refleja en la Tabla 12.

Tabla 12: Pasivos Financieros de Entel Jun-19

PASIVOS FINANCIEROS (UF)	Jun-19
CORRIENTES	
Préstamos que devengan intereses	1.307.441,31
Obligaciones con tenedores de bonos	604.252,33
Acreedores por leasing financiero	-
Derivados - No Cobertura	102.784,26
Derivados – Cobertura	89.989,68
Subtotal Corrientes	2.104.467,57
NO CORRIENTES	
Préstamos que devengan intereses	12.650.145,79
Obligaciones con tenedores de bonos	50.443.070,93
Acreedores por leasing financiero	-
Derivados - No cobertura	-
Derivados – Cobertura	507.951,82
Subtotal No Corrientes	63.601.168,54
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	65.705.636,11

Fuente: Elaboración Propia

5. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Deuda financiera

En base a la información disponible en los estados financieros entre 2015 y junio 2019, se considerará la deuda financiera como aquella que genera intereses y corresponden a préstamos, obligaciones con tenedores de bonos, acreedores por leasing financiero y derivados (no cobertura y cobertura), acorde a lo señalado en el literal 4.

Tabla 13: Evolución Composición Deuda Financiera Entel

Cifras en UF	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Préstamos que Devengan Intereses	8.217.889	7.564.390	10.656.400	12.989.991	13.957.587
Obligaciones con tenedores de Bonos	56.929.194	52.838.532	48.434.324	52.583.305	51.047.323
Acreedores por Leasing Financiero	145.555	95.407	43.123	19.163	0
Derivados - No Cobertura	5.927	136.064	575.542	2.165	102.784
Derivados - Cobertura	90.862	158.808	1.020.723	266.487	597.941
Deuda Financiera (B)	65.389.428	60.793.202	60.730.111	65.861.111	65.705.636

Fuente: Elaboración Propia

Entonces, el resumen de la deuda financiera entre 2015 y junio 2019 es el siguiente:

Tabla 14: Resumen Evolución Deuda Financiera Entel

Cifras en UF	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Deuda Financiera (B)	65.389.428	60.793.202	60.730.111	65.861.111	65.705.636

Fuente: Elaboración Propia

Patrimonio Económico (Bursátil)

El patrimonio económico se determina en base a las notas explicativas de los Estados Financieros, donde se indica el detalle de las acciones suscritas y pagadas. Al multiplicar por el precio de la acción, se tiene el siguiente cuadro para los años 2015 hasta junio 2019.

Tabla 15: Evolución Acciones y Patrimonio Económico Entel

	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Acciones suscritas	236.523.695	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Acciones pagadas	236.523.695	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Precio acción (pesos)	6.195,4	7.106,9	6.913,3	5.381,6	6.900,2
Precio acción (UF)	0,242	0,270	0,258	0,195	0,247
Patrimonio Económico (P)	57.175.612	81.463.756	77.913.426	58.962.043	74.685.735

Fuente: Elaboración Propia

El resumen del patrimonio económico (bursátil) en UF de la empresa es el siguiente:

Tabla 16: Resumen Patrimonio Económico Entel

Cifras en UF	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Patrimonio Económico (P)	57.175.612	81.463.756	77.913.426	58.962.043	74.685.735

Fuente: Elaboración Propia

Valor Económico de la Empresa

Con la información de la deuda financiera (B) y del patrimonio económico (P) se obtiene el valor de la empresa ($V = B + P$).

Tabla 17: Evolución Valor Total Activos Entel

Cifras en UF	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Valor de Activos (P + B)	122.565.039	142.256.958	138.643.538	124.823.154	140.391.372

Fuente: Elaboración Propia

Estructura de Capital Objetivo

Para calcular la estructura de capital objetiva de la empresa se toman los datos promedio de los cinco períodos analizados. Además, se utilizan los datos promedios entre los años 2017 y 2019 (años que abarca el beta de la acción utilizado), y se calcula el promedio entre los años 2015 y junio 2019 ("5 años"), obteniéndose lo siguiente:

Tabla 18: Evolución Estructura Capital Objetivo de Entel

	2015	2016	2017	2018	Jun-19	Promedio 5 años	Promedio 3 años
B/V	53,35%	42,73%	43,80%	52,76%	46,80%	47,89%	47,79%
P/V	46,65%	57,27%	56,20%	47,24%	53,20%	52,11%	52,21%
B/P	114,37%	74,63%	77,95%	111,70%	87,98%	91,90%	91,53%

Fuente: Elaboración Propia

6. Estimación del Costo Patrimonial y del Costo de Capital de la Empresa

6.1. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Se calcula el Beta Patrimonial de la acción mediante el modelo de mercado.

Se cuenta con precios semanales de la acción de Entel y del índice de mercado IPSA entre el 3 de julio de 2015 y el 28 de junio de 2019 (precio de cierre del día viernes de cada semana).

Se calculan retornos semanales para la acción y para el índice de mercado IPSA.

Se utiliza el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$), en donde R_{it} es el retorno semanal de la acción de Entel, y R_{mt} es el retorno semanal del índice IPSA.

Se realiza el cálculo de tres betas, con los siguientes cortes de fechas y cantidad de observaciones de retornos semanales. Se cuenta con datos suficientes para calcular adecuadamente los tres betas.

Tabla 19: Parámetros Obtenidos en las Regresiones

	Desde	Hasta	Observaciones	α	β
Regresión 2015 - 2017	10-07-2015	30-06-2017	104	-0,0007	0,783
Regresión 2016 - 2018	01-07-2016	29-06-2018	105	-0,0027	1,039
Regresión 2017 - 2019	07-07-2017	28-06-2019	104	-0,0008	1,002

Fuente: Elaboración Propia

La constante α se redondea a 4 decimales dada su pequeña magnitud. Los betas (β) se redondean a tres decimales, dado que el beta 2019 es cercano a la unidad. Para mantener la consistencia, todos los betas se redondean a tres decimales.

Tabla 20: Significancia Betas y Presencia Bursátil

	2017	2018	Jun-19
Beta de la Acción	0,7830	1,039	1,002
p-value (significancia)	0,00%	0,00%	0,00%
Presencia Bursátil (%)	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración Propia

La acción de Entel posee presencia bursátil de 100,00% en todos los períodos analizados (Fuente: Bolsa de Santiago). Los tres betas poseen una significancia de 0,00%, menor a 5,00%, por ende, son significantes y se pueden utilizar.

6.2. Estimación Costo de Capital de la Empresa

Se supone una tasa libre de riesgo de 1,06% (BCU-30 al 27 de junio de 2019) y un premio por riesgo de mercado de 6,96% (Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran, a enero de 2019).

6.2.1. Costo de la Deuda (k_b)

Para determinar el costo de la deuda, se considera la última tasa de mercado del bono de más largo plazo que posee Entel, que es el bono nacional en UF de nemotécnico BENTE-M, cuya fecha de vencimiento es el 30 de mayo de 2035. La última fecha cercana al 30 de junio en que se transó este bono fue el 18 de junio de 2019, con una tasa de 1,62% (Fuente: RiskAmerica).

$$k_b = 1,62\%$$

6.2.2. Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, se calcula el Beta de la Deuda (β_b).

Datos:

Tasa libre de riesgo: $r_f = 1,06\%$ (BCU-30 al 27 de junio de 2019)

Premio por Riesgo de Mercado: PRM = 6,96% (Damodaran a enero de 2019)

Costo de la deuda: $k_b = 1,62\%$

Utilizando CAPM:

$$k_b = r_f + \text{PRM} * \beta_d$$

$$1,62\% = 1,06\% + 6,96\% * \beta_d$$

$$0,56\% = 6,96\% * \beta_d$$

$$\beta_d = 0,080$$

6.2.3. Beta de la Acción $(\beta_p^{C/D})$

El beta de la acción que se utilizará será 1,002, el cual se calculó con dos años de retornos semanales (exactamente 104 retornos), entre el 7 de julio de 2017 y el 28 de junio de 2019.

$$\beta_p^{C/D} = 1,002 \text{ (beta acción)}$$

6.2.4. Beta Patrimonial sin Deuda $(\beta_p^{S/D})$

Se desapalanca el beta de la acción a junio 2019, con la estructura de capital promedio y la tasa de impuestos corporativos promedios de los años que abarca el cálculo del beta (julio 2017 a junio 2019).

Para calcular la tasa de impuestos corporativos promedio entre julio 2017 y junio 2019 (años que abarca el beta de la acción utilizado), se usan las tasas de impuestos para corporaciones de Chile y Perú, y se ponderan por las participaciones de los ingresos en ambos países. De este modo, las tasas de impuestos corporativos que se obtienen con

los promedios ponderados son 26,51% (2017), 27,66% (2018) y 27,72% (primer semestre 2019), tal como se aprecia a continuación:

Tabla 21: Tasas de Impuestos Corporativos Chile y Perú entre 2017 y Jun-19

	2017	2018	Jun-19
Tasa impuestos Chile	25,50%	27,00%	27,00%
Tasa impuestos Perú	29,50%	29,50%	29,50%
% ingresos Chile	74,84%	73,74%	71,13%
% ingresos Perú	25,16%	26,26%	28,87%
% ingresos Total	100,00%	100,00%	100,00%
Tasa impuestos (promedio ponderado)	26,51%	27,66%	27,72%

Fuente: Elaboración Propia

Entonces, la tasa de impuestos corporativos promedio entre 2017 y 2019 será el promedio simple de las tres tasas de impuestos corporativos señalados:

$$t_{c(2017-2019)} = \frac{t_{c2017} + t_{c2018} + t_{c2019}}{3} = \frac{26,51\% + 27,66\% + 27,72\%}{3}$$

$$t_{c(2017-2019)} = 27,30\%$$

Para calcular la estructura de capital promedio entre 2017 y 2019 (años que abarca el beta de la acción utilizado), se acude a la Tabla 18, columna "Promedio 3 años", que contiene el promedio de los años 2017, 2018 y junio 2019. De dicha columna se desprende que:

$$B/V = 47,79\%$$

$$P/V = 52,21\%$$

$$B/P = 91,53\% \text{ (estructura de capital promedio para desapalancar el beta de la acción).}$$

Datos:

$$\beta_P^{C/D} = 1,002$$

$$t_{c(2017-2019)} = 27,30\%$$

$$B/P = 91,53\%$$

$$\beta_d = 0,080$$

Aplicando Rubinstein para el caso de empresa con deuda:

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

$$1,002 = \beta_P^{S/D} [1 + (1 - 27,30\%) (91,53\%)] - 0,080 (1 - 27,30\%)(91,53\%)$$

$$1,002 = \beta_P^{S/D} [1,6654] - 0,0532$$

$$\beta_P^{S/D} = \mathbf{0,634}$$

6.2.5. Beta Patrimonial Con deuda $\left(\beta_P^{C/D} \right)$

Se apalanca el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetiva de la empresa para el futuro, y utilizando la tasa de impuestos de largo plazo consistente con lo anterior.

Supuestos:

- la estructura de capital objetiva de la empresa es el promedio de los 5 años que se muestran en la Tabla 18 de estructura de capital, es decir, B/P = 91,90%.
- la tasa de impuestos de largo plazo es la tasa de impuestos ponderada a junio de 2019 que se muestra en la Tabla 21, es decir, se supone que los impuestos corporativos a dicha fecha se mantendrán en el largo plazo, y así, $t_c = 27,72\%$.

Datos:

$$\beta_P^{S/D} = 0,634$$

$$t_c = 27,72\%$$

$$B/P = 91,90\%$$

$$\beta_d = 0,080$$

Aplicando Rubinstein:

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

$$\beta_P^{C/D} = 0,634 [1 + (1 - 27,72\%) (91,90\%)] - 0,080 (1 - 27,72\%)(91,90\%)$$

$$\beta_P^{C/D} = 0,634 [1,6643] - 0,0531$$

$$\beta_P^{C/D} = \mathbf{1,002}$$

Cabe señalar que, si bien el beta patrimonial con deuda (con tres decimales) es igual al beta de la acción (con tres decimales), ambos betas son conceptualmente distintos, ya que el beta patrimonial con deuda internaliza la estructura de capital objetiva de la empresa y la tasa de impuestos de largo plazo, mientras que el beta de la acción está asociado a información pasada de los últimos 2 años. Notar que el orden de magnitud de los valores de impuestos de largo plazo y estructura de capital objetivo, son similares a los valores respectivos de los últimos 2 años, lo que matemáticamente explica la igualdad (con tres decimales) de los betas mencionados.

6.2.6. Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando CAPM estime la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa.

Datos:

$$r_f = 1,06\%$$

$$PRM = 6,96\%$$

$$\beta_P^{C/D} = 1,002 \text{ (incluye la estructura de capital objetiva de la empresa)}$$

$$\text{Premio por iliquidez} = 0,00\% \text{ (no aplica ya que presencia bursátil de la acción es 100\%)}$$

La tasa de costo patrimonial se obtiene mediante CAPM:

$$k_p = r_f + PRM * \beta_P^{C/D} + \text{Premio por iliquidez}$$

$$k_p = 1,06\% + 6,96\% * 1,002 + 0,00\%$$

$$k_p = 8,03\%$$

6.2.7. Costo de Capital (k_0)

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) se estima el costo de capital para Entel.

Datos:

$$k_p = 8,03\%$$

P/V = 52,11% (estructura de capital objetivo, columna "Promedio 5 años" de Tabla 18)

$$k_b = 1,62\%$$

$$t_c = 27,72\% \text{ (impuestos de largo plazo)}$$

B/V = 47,89% (estructura de capital objetivo, columna "Promedio 5 años" de Tabla 18)

Se determina el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC):

$$k_o = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1-t_c) \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$k_o = 8,03\% * 52,11\% + 1,62\% * (1 - 27,72\%) * 47,89\%$$

$$\mathbf{k_o = 4,75\%}$$

El costo de capital promedio ponderado (WACC) de Entel a junio 2019 es 4,75%.

7. Valoración de la Empresa por Múltiplos

Para determinar un rango de valoración del precio de la acción de Entel a junio 2019, se utilizarán siete múltiplos, agrupados en tres tipos: múltiplos de ganancias, de valor libro, y de ingresos.

Tabla 22: Tipos de Múltiplos

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	DEFINICIÓN
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	Market Price per share/Earnings per share
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBITDA
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/EBIT
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	Market Value of Equity/Book Value of Equity
	VALUE TO BOOK RATIO	(Market Value of Equity + Market Value of Debt)/(Book Value of Equity + Book Value of Debt)
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	(Market Value of Equity)/Revenues
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	(Market Value of Equity + Market Value of Debt – Cash)/Revenues

Fuente: Elaboración Propia

Para determinar los múltiplos, se consideran las siguientes empresas de la industria:

- América Móvil (Claro)
- Liberty Latin América (VTR)
- AT&T

Estas empresas fueron seleccionadas no sólo debido a que pertenecen a la misma industria de Entel, sino que además porque sus *mixes* de ventas poseen líneas de negocios similares. Por esta misma razón, cabe señalar que para el cálculo de múltiplos no se seleccionó Telefónica Chile S.A. (cuya acción de nemotécnico CTC se transa en la Bolsa de Comercio de Santiago), dado que las ventas de telefonía móvil del grupo se ubican contablemente en la matriz Telefónica Móviles Chile S.A. (Movistar), lo que se aprecia en la Tabla 23. Se considera relevante que las empresas participantes del

cálculo de múltiplos posean ventas de telefonía móvil, ya que éstas representan el 49,42% de las ventas de Entel en el primer semestre 2019.

Tabla 23: Ventas de Telefonía Móvil Jun-19

Ingresos Jun-19	Entel	América Móvil (Claro)	AT&T	Liberty (VTR)	Telefónica Móviles Chile	Telefónica Chile
Telefonía Móvil	49,42%	53,63%	38,79%	16,49%	57,07%	0,00%
Otros	50,58%	46,37%	61,21%	83,51%	42,93%	100,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración Propia

7.1. Indicadores y Múltiplos de América Móvil (Claro)

Las cifras están en pesos mexicanos.

Tabla 24: Indicadores América Móvil (Claro)

ITEM CONTABLE	Jun-18	Jun-19
UTILIDAD POR ACCIÓN	0,290	0,510
EBITDA	145.486.013.000	153.201.487.000
EBIT	64.696.834.000	72.152.779.000
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	217.550.373.000	249.323.009.000
VALOR LIBRO DE LA DEUDA	1.226.589.884.000	1.307.885.624.000
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	1.444.140.257.000	1.557.208.633.000
VENTAS POR ACCIÓN	7,730	7,510
VENTAS	510.490.003.000	495.735.807.000
NÚMERO DE ACCIONES	66.058.572.014	66.014.742.115
UTILIDAD	18.904.262.000	33.508.747.000
PRECIO ACCION	16,460	14,040
DEUDA FINANCIERA	711.802.537.000	667.878.195.000
DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	80.789.179.000	81.048.708.000
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE	20.428.042.000	32.594.501.000

Fuente: Elaboración Propia

Cabe señalar que América Móvil posee 3 series de acciones, por lo que sus respectivos precios se ponderan por la cantidad de acciones de cada serie en circulación, para obtener el precio ponderado de la acción.

Tabla 25: Acciones América Móvil (Claro)

SERIE	Jun-18	Jun-19
SERIE AA	20.601.632.660	20.601.632.660
SERIE A	555.291.839	535.461.530
SERIE L	44.901.647.515	44.877.647.925
NÚMERO DE ACCIONES	66.058.572.014	66.014.742.115

SERIE	Jun-18	Jun-19
SERIE AA	16,24	14,20
SERIE A	16,24	14,20
SERIE L	16,57	13,97
PRECIO ACCIÓN	16,46	14,04

Fuente: Elaboración Propia

En base a lo anterior, los Múltiplos de América Móvil (Claro) son los siguientes.

Tabla 26: Múltiplos América Móvil (Claro)

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2018	2019	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	57,53	27,67	42,60
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	12,23	10,20	11,21
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	27,50	21,65	24,58
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	5,00	3,72	4,36
	VALUE TO BOOK RATIO	1,25	1,02	1,14
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,13	1,87	2,00
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,48	3,15	3,32

Fuente: Elaboración Propia

7.2. Indicadores y Múltiplos de Liberty Latin America (VTR)

Las cifras están en millones de dólares (USD), excepto los valores por acción que están en dólares.

Tabla 27: Indicadores Liberty Latin America (VTR)

ITEM CONTABLE	Jun-18	Jun-19
UTILIDAD POR ACCIÓN	-0,510	-0,870
EBITDA	632	696
EBIT	223	257
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	4.561	4.004
VALOR LIBRO DE LA DEUDA	9.470	9.903
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	14.031	13.907
VENTAS POR ACCIÓN	10,690	10,610
VENTAS	1.832	1.926
NÚMERO DE ACCIONES	171.341.108	181.549.782
UTILIDAD	-87	-158
PRECIO ACCION	19,310	17,210
DEUDA FINANCIERA	6.653	7.033
DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	410	439
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE	738	957

Fuente: Elaboración Propia

Cabe señalar que Liberty Latin America posee 3 series de acciones, por lo que sus respectivos precios se ponderan por la cantidad de acciones de cada serie en circulación para obtener el precio ponderado de su acción.

Tabla 28: Acciones Liberty Latin America (VTR)

SERIE	Jun-18	Jun-19
SERIE A LILA	48.471.202	48.683.914
SERIE B LILAB	1.936.035	1.935.226
SERIE C LILAK	120.933.871	130.930.642
NÚMERO DE ACCIONES	171.341.108	181.549.782

SERIE	Jun-18	Jun-19
SERIE A LILA	19,12	17,23
SERIE B LILAB	19,75	18,00
SERIE C LILAK	19,38	17,19
PRECIO ACCIÓN	19,31	17,21

Fuente: Elaboración Propia

Dado lo anterior, los múltiplos para Liberty Latin America (VTR) son los siguientes.

Tabla 29: Múltiplos Liberty Latin America (VTR)

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2018	2019	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-38,16	-19,81	-28,99
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	14,59	13,22	13,90
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	41,45	35,83	38,64
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	0,73	0,78	0,75
	VALUE TO BOOK RATIO	0,71	0,73	0,72
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	1,81	1,62	1,71
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	5,03	4,78	4,91

Fuente: Elaboración Propia

Cabe destacar que Liberty Latin America posee utilidad negativa (pérdida) en ambos períodos analizados, por lo que el múltiplo “PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)” se invalida y no será utilizado en los cálculos.

7.3. Indicadores y Múltiplos de AT&T Inc.

Las cifras están en millones de dólares (USD), excepto los valores por acción que están en dólares.

Tabla 30: Indicadores AT&T Inc.

ITEM CONTABLE	Jun-18	Jun-19
UTILIDAD POR ACCIÓN	1,29	1,02
EBITDA	25.039	29.040
EBIT	12.667	14.733
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	184.130	194.081
VALOR LIBRO DE LA DEUDA	350.561	352.833
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	534.691	546.914
VENTAS POR ACCIÓN	10,11	11,78
VENTAS	77.024	89.784
NÚMERO DE ACCIONES	7.620.748.598	7.620.748.598
UTILIDAD	9.794	7.809
PRECIO ACCION	32,11	33,51
DEUDA FINANCIERA	190.167	170.562
DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	12.372	14.307
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE	13.523	8.423

Dado lo anterior, los múltiplos para AT&T son los siguientes.

Tabla 31: Múltiplos AT&T Inc.

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2018	2019	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	24,98	32,70	28,84
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	16,83	14,38	15,60
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	33,26	28,34	30,80
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	1,33	1,32	1,32
	VALUE TO BOOK RATIO	0,81	0,78	0,80
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	3,18	2,84	3,01
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	5,47	4,65	5,06

7.4. Múltiplos de la Industria

A continuación se resumen los múltiplos promedio de cada una de las tres empresas.

Tabla 32: Resumen Múltiplos Empresas Comparables

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	América Móvil	Liberty LA	AT&T
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	42,60	-28,99	28,84
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	11,21	13,90	15,60
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	24,58	38,64	30,80
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	4,36	0,75	1,32
	VALUE TO BOOK RATIO	1,14	0,72	0,80
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,00	1,71	3,01
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	3,32	4,91	5,06

La valoración se realizará con los múltiplos promedio de las 3 empresas de la industria.

Tabla 33: Múltiplos para Realizar Valoración

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2018	2019	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	41,26	30,18	35,72
	ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	14,55	12,60	13,57
	ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	34,07	28,61	31,34
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	2,35	1,94	2,14
	VALUE TO BOOK RATIO	0,92	0,84	0,88
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	PRICE TO SALES RATIO (PS)	2,37	2,11	2,24
	ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	4,66	4,19	4,43

7.5. Valores de Entel en base a Múltiplos de la Industria

Se detallan los indicadores para Entel a junio 2019. En la Tabla 34, en la segunda columna las cifras están en UF, y en la tercera columna están en miles de pesos, excepto los valores por acción que están en pesos.

Tabla 34: Indicadores Entel Jun-19

ITEM CONTABLE	jun-19 (UF)	jun-19 (M\$)
UTILIDAD POR ACCIÓN	0,001722	48,06
EBITDA	9.802.968	273.535.144
EBIT	2.458.624	68.603.714
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	49.729.463	1.387.616.120
VALOR LIBRO DE LA DEUDA	105.862.771	2.953.920.663
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	155.592.234	4.341.536.783
VENTAS POR ACCIÓN	0,113230	3.159,5
VENTAS	34.197.503	954.223.191
NÚMERO DE ACCIONES	302.017.113	302.017.113
UTILIDAD	520.173	14.514.550
PRECIO ACCION	0,247290	6.900,2
DEUDA FINANCIERA	65.705.636	1.833.404.076
DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	7.344.344	204.931.430
EFFECTIVO Y EQUIVALENTE	927.322	25.875.342

Dado lo anterior, los valores de la empresa, patrimonio y precio de acción son los siguientes.

Tabla 35: Valores de Entel, Patrimonio y Precio de la Acción.

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE)	-	-	1.716,7
ENTERPRISE VALUE TO EBITDA (EV/EBITDA)	3.712.427.779	1.904.899.045	6.307,3
ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT)	2.149.953.430	342.424.696	1.133,8
PRICE TO BOOK EQUITY (PBV)	-	2.976.025.354	9.853,8
VALUE TO BOOK RATIO	3.811.103.856	2.003.575.122	6.634,0
PRICE TO SALES RATIO (PS)	-	2.139.127.739	7.082,8
ENTERPRISE VALUE TO SALES RATIO (VS)	4.225.521.287	2.417.992.553	8.006,1

Debido a su bajo valor, se descartan dos de los tres múltiplos de ganancias (el primero y el tercero):

- PRICE-EARNING RATIO (PRECIO UTILIDAD) (PE): El bajo valor de la utilidad por acción de Entel (\$ 48,06 por acción a junio 2019) produce que su amplificación por el múltiplo 35,72 sea insuficiente para llegar a un valor del orden de magnitud de la acción observada a junio 2019 (\$ 6.900,2). Se opta por descartarlo.
- ENTERPRISE VALUE TO EBIT (EV/EBIT): La depreciación y amortización de Entel representa el triple del EBIT a junio 2019, mientras que para las 3 empresas empleadas esta razón está entre 1 y 1,7 veces. Esta diferencia rebaja proporcionalmente más el EBIT para Entel que para las otras 3 empresas, lo que produce la menor valorización de empresa (MM\$ 2.149.953) de entre todos los múltiplos calculados. Se opta por descartarlo.

El precio de la acción observado a junio 2019 (\$ 6.900,2) se encuentra dentro del rango obtenido para los 5 múltiplos considerados. Dicho rango va entre \$ 6.307,3 (8,6% inferior al precio de la acción) y \$ 9.853,8 (42,8% superior al precio de la acción). La amplitud de este rango es una de las desventajas de utilizar el método de valorización de la empresa por Múltiplos, respecto a la valorización por Flujo de Caja Descontado, en donde se obtiene un valor específico para la acción.

El promedio de la acción obtenido para los 5 múltiplos es \$ 7.576,8. Esto es 9,8% superior al precio de la acción a junio 2019.

8. Conclusiones

Esta tesis tuvo por objetivo determinar el valor de la empresa Entel S.A. a través de la valoración del precio de su acción al 30 de junio de 2019, usando el método de valoración de Múltiplos. Entel participa de la industria de las telecomunicaciones, mercado muy competitivo e intensivo en inversiones en activos fijos, por lo que requiere un elevado CAPEX para incorporar innovación tecnológica y de conexiones (ejemplo claro es la 5G). Para valorizar Entel se debe tomar en cuenta lo anterior, y considerar que la empresa se fundó hace 55 años y aún permanece vigente en el mercado chileno, y desde el año 2013 en el peruano. Existen varios participantes que entregan una diversa gama de servicios de comunicación a los clientes, lo que torna competitivo el sector y por ende determinan las ventas que tienen las empresas y su posicionamiento en el mercado.

Entel destaca en los servicios móviles, que explican el 49,42% de sus ventas al cierre de junio 2019, por lo que para desarrollar la metodología de Múltiplos se seleccionaron empresas de telecomunicaciones comparables en este sentido, como América Móvil, Liberty Latin América y AT&T. El promedio de precio de la acción obtenido para los 5 múltiplos seleccionados es \$ 7.576,8, un 9,8% superior al precio de la acción al cierre de junio 2019 (\$ 6.900,2), el cual se ubica dentro del rango obtenido que va de \$ 6.307,3 a \$ 9.853,8, lo que demuestra consistencia en los supuestos utilizados para definir las empresas de referencia. La amplitud de este rango es una de las desventajas de utilizar el método de Múltiplos respecto a otros métodos como el de Flujo de Caja Descontado, en donde se obtiene un valor discreto para la acción.

9. Bibliografía

1. Apuntes Taller Valoración, Magister en Finanzas Weekend, Profesor Marcelo González.
2. El desafiante entorno de una industria altamente competitiva, Reporte Sectorial elaborado por ICR, 7 marzo de 2019.
3. Entel Group, 17th Santander, Latam Conference, London , 13-14 de mayo 2019.
4. Informe Sectorial: Telecomunicaciones en Chile, SUBTEL, Primer Semestre 2019.
5. Inversiones Security, “Sector Telecom-TI: Resultados de filiales y marco regulatorio, clave para Upside”, 16 de noviembre de 2018.
6. Itaú BBA, Entel, “Growth Likely to Fall Short of Expectations - Maintaining UP”, 12 de junio de 2019.
7. Larrain Vial, “LVRS Handbook: Telco & IT”, 11 de marzo de 2019.
8. Santander Corporate & Investment Banking, Latin American Equity Research, “Latam Telecom, Media & Technology”, 22 de abril de 2019.
9. Memoria Anual Entel 2018, Entel S.A.

Páginas Web

<http://www.americamovil.com>

<http://www.att.com>

<http://www.bcentral.cl>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.bmv.com.mx>

<http://www.bolsadesantiago.com>

<http://www.businesswire.com>

<http://www.cmfchile.cl>

<http://www.entel.cl>

<http://www.finance.yahoo.com>

<http://www.icr.cl>

<http://www.lla.com>

<http://www.marketwatch.com>

<http://www.mef.gob.pe>

<http://mx.investing.com>

<http://www.osiptel.gob.pe>

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

<http://www.riskamerica.com>

<http://www.sebra.cl> (Terminal Sebra, Bolsa de Comercio de Santiago)

<http://www.subtel.gob.cl>

<http://www.telefonicachile.cl>

10. Anexos

10.1. Balances Generales Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019

Cifras en UF.

	2015	2016	2017	2018	Jun-19
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	5.325.685	4.209.614	5.434.947	2.639.077	927.322
Otros Activos Financieros Corrientes	929.405	180.877	79.060	622.577	334.051
Otros Activos No Financieros Corrientes	1.073.777	1.084.165	1.268.523	3.951.502	3.258.222
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	12.037.786	12.548.446	12.928.359	15.916.096	15.247.037
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	27.251	36.865	15.468	14.127	24.105
Inventarios	3.684.680	3.469.591	3.616.999	4.361.555	3.831.650
Activos por Impuestos Corrientes	4.010.304	7.614.916	4.455.064	1.900.938	1.538.155
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	27.088.888	29.144.475	27.798.419	29.405.873	25.160.543
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Otros Activos Financieros No Corrientes	9.664.265	4.250.314	1.362.684	3.175.638	2.452.025
Otros Activos No Financieros No Corrientes	105.675	161.364	220.085	5.790.750	5.572.770
Cuentas por Cobrar No Corrientes	462.707	515.702	191.836	434.108	321.653
Activos Intangibles	5.488.425	12.196.621	11.154.559	11.426.005	11.104.962
Plusvalía	1.842.746	1.790.389	1.757.923	1.712.839	1.692.096
Propiedades, Planta y Equipo	69.669.869	69.440.289	70.025.575	73.828.219	74.721.346
Derechos de Usos por Arriendos					13.217.313
Activos por Impuestos, No Corrientes			4.156.114	85.862	49.342
Activos por Impuestos Diferidos	12.991.867	14.595.964	15.022.547	17.949.946	21.300.184
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	100.225.555	102.950.644	103.891.324	114.403.366	130.431.691
TOTAL ACTIVOS	127.314.443	132.095.118	131.689.743	143.809.239	155.592.234

PASIVOS CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros Corrientes	848.115	943.802	1.363.529	747.952	2.104.468
Obligaciones por Arrendamientos Corrientes					2.228.239
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	20.489.565	19.168.227	20.342.857	20.087.746	17.430.714
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas				10.822	8.513
Otras Provisiones	134.043	195.910	275.004	306.396	302.681
Pasivos por Impuestos Corrientes	233.798	184.815	13.280	1.574.691	110.326
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	1.121.207	1.370.456	1.268.317	1.169.511	1.091.900
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	22.826.728	21.863.210	23.262.986	23.897.118	23.276.842
PASIVOS NO CORRIENTES					
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	64.541.313	59.849.399	59.366.582	65.113.159	63.601.169
Obligaciones por Arrendamientos No Corrientes					10.115.865
Otras Provisiones No Corrientes	1.115.235	1.298.858	1.361.353	1.598.158	1.557.597
Pasivos por Impuestos Diferidos	777.351	676.385	822.172	2.987.249	6.636.552
Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados	370.528	394.997	454.191	478.462	473.112
Otros Pasivos No Financieros No Corrientes	407.409	119.689	212.119	165.610	201.635
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	67.211.835	62.339.328	62.216.416	70.342.638	82.585.929
PATRIMONIO					
Capital Emitido	20.393.528	33.203.555	32.645.796	31.736.679	31.352.801
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	16.653.185	17.106.307	17.952.073	20.241.821	20.517.155
Otras Reservas	229.167	-2.417.283	-4.387.529	-2.409.016	-2.140.493
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	37.275.880	47.892.580	46.210.340	49.569.483	49.729.463
Participaciones No Controladoras					
PATRIMONIO TOTAL	37.275.880	47.892.580	46.210.340	49.569.483	49.729.463
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	127.314.443	132.095.118	131.689.743	143.809.239	155.592.234

10.2. Estados de Resultados Entel S.A años 2015 al 30 de junio de 2019

Cifras en UF.

ESTADOS DE RESULTADOS	2014	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Ingresos de Actividades Ordinarias	67.314.884	69.632.307	70.885.778	72.507.689	69.403.934	34.197.503
Otros Ingresos	174.595	323.255	729.247	446.853	358.210	216.899
Gastos por Beneficios a los Empleados	-9.023.591	-9.637.710	-9.321.628	-9.297.793	-9.437.554	-4.650.047
Gasto por Depreciación y Amortización	-9.730.552	-	-	-	-	-7.344.344
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-2.243.477	-2.099.024	-2.235.513	-1.943.773	-2.488.026	-1.087.170
Otros Gastos	-41.587.192	-	-	-	-	-
Otras Ganancias (Pérdidas)	242.886	-1.304	14.822	4.648	-3.229	-1.857
Ganancias (Pérdidas) de Actividades Operacionales (EBIT)	5.147.553	3.154.376	4.341.711	4.380.354	3.298.040	2.458.624
EBITDA	14.878.105	13.830.740	15.712.007	16.167.278	15.326.203	9.802.968
Ingresos Financieros	439.301	475.392	225.935	194.996	68.555	270.261
Costos Financieros	-2.243.577	-2.769.444	-3.120.617	-2.986.624	-2.819.117	-1.692.673
Diferencias de Cambio	-456.532	-505.123	-609.207	-260.226	-36.067	72.428
Resultados por Unidades de Reajuste	-919.135	-896.866	-604.784	-358.249	-593.794	-269.290
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	1.967.610	-541.665	233.037	970.251	-82.384	839.351
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	325.413	498.667	1.063.385	649.620	-774.261	-319.178
Ganancia (Pérdida)	2.293.023	-42.998	1.296.422	1.619.871	-856.645	520.173

10.3. Estados de Resultados segmento Perú años 2015 al 30 de junio de 2019

Cifras en UF.

	2015	2016	2017	2018	Jun-19
Ingresos Operativos	9.572.293	13.568.521	17.560.640	17.741.302	10.191.000
Otras Partidas Significativas de Ingresos (Gastos)	-16.168.689	-18.179.447	-20.396.568	-19.704.653	-9.524.135
Ganancia (Pérdida) del Segmento, (EBITDA)	-6.596.396	-4.610.926	-2.835.929	-1.963.351	666.865
Depreciación, Amortización y Deterioro	-1.190.327	-1.682.943	-1.602.200	-1.727.966	-1.675.178
Ganancia (Pérdida) Operacional del Segmento, (EBIT)	-7.786.724	-6.293.869	-4.438.129	-3.691.316	-1.008.313
Ingresos por Intereses	1.489	1.794	2.037	2.600	1.446
Gastos por Intereses	-792.346	-1.196.458	-1.472.844	-1.733.699	-1.166.252
Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajustes	-146.119	-83.923	-1.745	-68.761	70.577
Gasto (Ingreso) sobre Impuesto a la Renta	2.357.639	2.007.158	1.606.015	1.546.409	47.984
Ganancia (Pérdida) Total	-6.366.061	-5.565.298	-4.304.665	-3.944.767	-2.054.558
EBITDA	-68,91%	-33,98%	-16,15%	-11,07%	6,54%
EBIT	-81,35%	-46,39%	-25,27%	-20,81%	-9,89%