



VALORIZACIÓN EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES (ENTEL).

**VALORIZACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN
FINANZAS**

AUTOR

Francisco Javier Cárdenas Mayorga

PROFESOR GUÍA

Francisco Marcet

Santiago, Octubre 2021.

Índice

Resumen Ejecutivo.....	5
Sección 1. Metodología	6
1.1 Principales métodos de valoración	6
1.2 Método de flujos de caja descontados	6
Sección 2. Descripción de la empresa e industria	9
2.1 Descripción de la empresa.	9
2.1.1 Antecedentes del negocio e historia.	10
2.1.2 Principales accionistas.	13
2.1.3 Filiales.	14
2.2 Descripción de la industria.....	15
2.2.1 Estado actual.....	15
2.2.2 Regularización y fiscalización.....	17
2.2.3 Empresas comparables.....	18
Sección 3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa	19
3.1 Deuda Financiera	19
3.2 Patrimonio Económico.....	22
3.3 Valor Económico	23
3.4 Estructura de capital histórica y objetivo	24
Sección 4. Estimación del costo de capital	26
4.1 Costo de la deuda.....	26
4.2 Beta de la deuda.	27
4.3 Estimación de la beta patrimonial.	28
4.4 Estimación de la beta patrimonial sin deuda.....	30
4.5 Estimación de la beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	31
4.6 Costo patrimonial.....	32
4.7 Costo de capital.....	32
Sección 5. Análisis del negocio.....	34
5.1 Análisis de crecimiento de Entel.	34
5.1.1 Ingresos de actividades ordinarias.....	38
5.1.2 Otras ganancias (pérdidas).....	41
5.1.3 Otros Ingresos.....	41
5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales.	43
5.2.1 Otros gastos.	46

5.2.2	Gastos por beneficios a empleados.....	48
5.2.3	Pérdidas netas por deterioro cuentas por cobrar	49
5.2.4	Gastos por depreciación, amortización y deterioro PPE.	49
5.2.5	Costos Operaciones totales respecto a los ingresos.....	50
5.2.6	Costos operaciones y gastos de administración.	51
5.3	Análisis del resultado no operacional.....	52
5.3.1	Otras ganancias (pérdidas).....	54
5.3.2	Otros ingresos	55
5.3.3	Otros gastos.	56
5.4	Análisis de márgenes.	57
5.4.1	Análisis de márgenes totales	59
5.4.2	Análisis de márgenes por segmento de negocio.....	60
5.4.3	Márgenes para proyección	72
5.5	Análisis de los activos.....	75
5.5.1	Activos operacionales y no operacionales.	75
5.5.2	Capital de trabajo operativo neto.	77
5.5.3	Inversiones.	80
5.6	Análisis de crecimiento de la industria.	81
Sección 6: Proyección del estado de resultados.		83
6.1	Ingresos operacionales proyectados.....	83
6.1.1	Cantidad de clientes histórica y proyectada.....	84
6.1.2	Ingreso por cliente para cada país.....	87
6.1.3	Proyección de ingreso por segmento de negocio y país.	90
6.1.4	Proyección de ingresos de actividades ordinarias.....	95
6.2	Costos y gastos operacionales proyectados.	99
6.2.1	Supuestos de estructura de costos por segmento.	99
6.2.2	Proyección de costos por segmento de negocio y país.	101
6.2.3	Proyección de costos operacionales y gastos de administración.....	105
6.2.4	Proyección de depreciación, amortización y deterioro.....	107
6.3	Resultado no operacional proyectado.....	110
6.4	Impuesto corporativo proyectado.....	112
6.5	Estado de resultado proyectado en miles de UF.....	114
6.6	Estado de resultado proyectado porcentual.....	116
Sección 7: Proyección de los flujos de caja libre (FCL).....		118
7.1	Inversión en reposición.....	118

7.2	Nuevas inversiones de capital	119
7.3	Inversión o liberación de CTON	121
7.4	Valor Terminal	121
7.5	Flujos de caja libre proyectados.....	122
Sección 8: Precio estimado de la acción.		123
8.1	Cálculo del valor presente	123
8.2	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	123
8.3	Activos prescindibles y otros activos.....	124
8.4	Valoración económica de la empresa.	126
8.5	Análisis de sensibilidad.....	129
Conclusiones		132

Resumen Ejecutivo

La presente tesis tiene por objetivo de determinar el precio de la acción de la Empresa de Telecomunicaciones Entel S.A. que posee operaciones tanto en Chile como en Perú utilizando la metodología de flujos de caja descontados, con el fin de valorizar la empresa al 31 de marzo de 2021.

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (Rut 92.580.000-7), es una sociedad constituida y domiciliada en la República de Chile, la cual es líder en el mercado de Telecomunicaciones en Chile y ha tenido un crecimiento constante en el mercado de Perú, actualmente es la compañía con mayor participación de mercado en servicios móvil de telefonía, internet e internet mediante red 4G en Chile y ocupa el tercer lugar en los servicios de telefonía móvil en Perú.

Para realizar la valorización, se realiza una explicación del contexto metodológico, posteriormente una descripción de la empresa, su propiedad, filiales y la industria en la que está inserta que corresponde a telecomunicaciones. Se definen la estructura de financiamiento y capital objetivo de la empresa, calculándose, además, la tasa de costo de capital (WACC 4.28%) en base a supuestos e información de mercado relevante y disponible al 31 de marzo de 2021.

Posteriormente se realizan las proyecciones de flujo de caja libre considerando supuestos por país y segmentos de negocio de Entel para ingresos y costos para obtener el precio por el método de valorización por flujo de caja descontados donde el resultado es que el precio de la acción debería ser de \$6.462, lo que corresponde a una diferencia del 30% respecto del precio de mercado de la empresa al 31 de marzo de 2021 que es de \$4.525.

Sección 1. Metodología

El presente informe se centra en la valorización de la empresa Entel, en particular y en esta sección, se pretende explicar los principales métodos de valoración que existen para esto, de la misma manera también se centra la atención en dar a conocer las principales variables que puedan ser de mayor relevancia a la hora de profundizar en los métodos de valoración, como lo son el método de flujo de caja descontado y el método de valoración por múltiplos.

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), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). 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 económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

1.2 Método de flujos de caja descontados

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2000; Maquieira y Espinosa, 2019).

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 otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la

razón de por qué 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 (Damodaran, 2002).

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 (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

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 (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 “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 (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

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) (Maquieira y Espinosa, 2019).

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 (Maquieira y Espinosa, 2019). 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 (Fernández, 2000).

Sección 2. Descripción de la empresa e industria

El objetivo de esta sección es conocer sobre la empresa Entel y su historia, mediante un análisis de sus principales antecedentes actuales, principales accionistas y filiales. Además, se describe la industria explicando con la situación actual, regularización y empresas comparables.

Esta sección se divide en la descripción misma de la empresa Entel y la descripción de la industria en la cual participa, que corresponde a servicios de telecomunicaciones.

2.1 Descripción de la empresa.

Entel es una compañía líder de tecnología y telecomunicaciones con operaciones en Chile y Perú, mercados en los que suma más de 18,2 millones de abonados móviles e ingresos anuales consolidados por \$2.147.484 millones de pesos a diciembre de 2020.

El mayor porcentaje de las ventas de la empresa lo constituye el negocio móvil, que incluye servicios de voz, banda ancha móvil, datos y servicios de valor agregado, aunque también ofrece servicios fijos al hogar y servicios a empresas.

Con la adquisición del 100% de las acciones de Nextel Perú en 2013 y el posterior lanzamiento al mercado de la marca Entel Perú en 2014, la compañía comenzó a competir dentro del segmento de servicios móviles en Perú, posicionándose actualmente como la tercera compañía con mayor número de clientes en dicho mercado.

En Chile, las principales ofertas son por servicios de telefonía móvil y operaciones de redes fijas integradas de datos, voz, TI/digital, internet y servicios relacionados para los segmentos de personas, empresas, corporaciones y mayoristas. En Perú, a través de sus filiales, se ofertan servicios de telefonía móvil y servicios fijos para empresas (B2B). En ambos países se prestan los servicios de Call Center.

En las secciones siguientes se analizarán los antecedentes y la historia de Entel, donde se explica cómo nace la empresa y cuál ha sido su línea de tiempo para llegar a su situación actual, además de introducir el análisis financiero que se presentará en la sección 4 presentando los ingreso y ebitda por segmento de negocios para el 2020.

Posteriormente se muestran los principales accionistas controladores de la compañía y las principales filiales que mantiene activas al 31 de marzo del 2021.

2.1.1 Antecedentes del negocio e historia.

Entel nace en 1964 cuando el Ministerio de Hacienda de Chile creó una entidad de carácter público que debía asegurar la continuidad de las comunicaciones interurbanas y proveer conectividad de larga distancia internacional, tenía como antecedente el terremoto de 1960 que dejó en evidencia la necesidad de contar con un sistema de telecomunicaciones moderno y seguro el cual no existía a la fecha.

Desde sus inicios, la compañía ha cumplido un rol transformador en el desarrollo económico y social en el país impulsando un crecimiento en la industria y mejorando la conectividad mediante las telecomunicaciones.

Entel al igual que el rubro de telecomunicaciones, ha tenido importantes cambios tanto operativo como de sus productos a lo largo del tiempo, lo anterior considerando que partió siendo una empresa estatal y posteriormente paso a ser privada hasta el día de hoy, y por el crecimiento constante de la industria con la llegada de fibra óptica y el 5G en 2021 que dista mucho de los productos entregados por Entel en sus inicios.

Actualmente Entel transa en bolsa, en la tabla 1 se presentan antecedentes importantes de la compañía relacionados a su presencia bursátil.

Tabla 1. Antecedentes de Entel.

Antecedentes Entel	
Ticker o Nomenclatura	ENTEL
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Santiago
Descripción de la empresa (<i>profile</i>)	Compañía líder de tecnología y telecomunicaciones
Rubros y países donde opera	Empresa de Telecomunicaciones, Chile y Perú
Clasificación de riesgo	AA- / Estable (solventía y bonos)

Fuente: Información corporativa Entel, ICR Chile – Reseña anual abril 2021.

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones es una compañía líder de tecnología y telecomunicaciones con operaciones en Chile y Perú, actualmente transa en la Bolsa de Santiago de Chile con el nombre de la acción ENTEL.

La clasificación de riesgo de Entel, de acuerdo con lo expuesto por ICR Chile el 01 de abril 2021 es AA- / Estable para la clasificación de solventía y bonos de Entel, mientras que para la clasificación de sus títulos accionarios se consideran en primera clase nivel 1, fundamentado en factores relacionados a su negocio, como su liderazgo en el segmento móvil en Chile, la diversificación geográfica y por producto de sus operaciones, y las ventajas competitivas generadas por su infraestructura de red. También influye en el rating, el bajo impacto que tuvo en la compañía (y la industria) la pandemia, y su fortaleza

financiera que, si bien va mejorando paulatinamente, aún se mantiene en un nivel considerado por ICR como “débil” respecto a sus comparables.

Los antecedentes e historia de Entel cuentan con varios hitos muy importantes a lo largo del tiempo, se presentan cronológicamente los hechos más relevantes de la compañía:

- 1974: Inauguración Torre Entel.
- 1987: Digitalización de la red.
- 1992: Privatización.
- 1995: Servicios de conexión a Internet.
- 2000: Ingreso al mercado de Perú.
- 2006: Red móvil 3.5G, banda ancha móvil.
- 2010: Integración de negocios fijos y móviles.
- 2014: Lanzamiento marca Entel Perú.
- 2016: Lanzamiento red 4G + LTE Advanced.
- 2019: Realización de pruebas experimentales en red 5G.
- 2021: Primera zona experimental 5G.

En la tabla 2 se muestran los ingresos y EBITDA en millones de UF de la empresa Entel separada por cada uno de sus segmentos de negocio.

Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Entel por país y rubro.

Países y rubros donde opera Entel para el año 2020	Ingresos (en MUF)	%	EBITDA (en MUF)	%
Chile	50.475	68,33%	19.973	84,86%
Segmente Personas	31.254	42,31%	11.629	49,41%
Segmente Empresas	8.548	11,57%	3.676	15,62%
Corporaciones	8.135	11,01%	2.603	11,06%
Otros negocios	32.151	43,52%	2.134	9,06%
Eliminaciones *	-29.612	-40,09%	-69	-0,29%
Perú	23.397	31,67%	3.564	15,14%
Telefonía Móvil y Fija	23.397	31,67%	3.564	15,14%
Total	73.872	100,00%	23.537	100,00%

Fuente: Estados Financieros Entel al cierre 2020.

** Se deben eliminar total o parcialmente, según el método de consolidación utilizado, los saldos de las cuentas reciprocas entre las compañías sometidas al proceso de consolidación, tales como las cuentas de inversiones y patrimonio, cuentas por cobrar y por pagar y las de resultados.*

A continuación, se presenta la definición conceptual de cada uno de los segmentos:

- El segmento “Personas” está representado por personas naturales, usuarias terminales de los servicios y equipos transados. Servicios relevantes del segmento, son los de telefonía móvil voz, datos y equipos, larga distancia internacional, internet, telefonía fija y fija inalámbrica y televisión, estos últimos asociados al segmento Hogar.
- Por su parte, el segmento “Empresas”, corresponde generalmente a personas jurídicas, en las cuales los bienes y servicios adquiridos son utilizados en sus procesos productivos, o bien comercializados. Servicios relevantes del segmento corresponden a telefonía móvil voz, datos y equipos, datos, internet, arriendo de redes y telefonía local, TI, servicios digitales y de ciberseguridad.
- El segmento “Corporaciones” tiene similares características al segmento “Empresas”, pero referido a grandes empresas, públicas o privadas, organismos estatales, Bancos y todo tipo de organizaciones de gran tamaño. Servicios relevantes del segmento son los de telefonía móvil voz, datos y equipos, TI, telefonía local, internet, servicios digitales y de ciberseguridad.
- El segmento “Telefonía Móvil y Fija Perú”, esta operación corresponde a los servicios de telefonía móvil y fija (larga distancia, negocios de tráfico, redes integradas de voz, datos e Internet, en conjunto con los servicios de TI), prestados a través de las filiales Entel Perú S.A, Americatel Perú y Direcnet tanto a personas como empresas.
- El segmento “Otros Negocios” corresponde básicamente a servicios de infraestructura de redes prestados a otras empresas operadoras de telecomunicaciones, tanto nacionales como internacionales y negocios de tráfico. También se incluyen en este segmento las operaciones de las filiales encargadas de proveer servicios de Call Center tanto en Chile y Perú.

2.1.2 Principales accionistas.

Entel Chile S.A. es una de las mayores sociedades anónimas que cotizan en la Bolsa de Valores de Santiago. La estructura de accionistas de Entel está dividida en 3 grandes ítems que son:

- Inv. Altel LTDA. cuenta con un 55% de la propiedad, es el accionista controlador de ENTEL y la compañía representa más del 98% de sus inversiones.
- AFPs tienen un 10% de la propiedad de Entel dentro de sus carteras de inversión, dentro de las más importantes se encuentra AFP hábitat y AFP provida para sus carteras en los fondos A, B y C.
- Otras entidades de inversión cuentan con el restante 35% de la propiedad de Entel, donde se encuentran principalmente bancos.

En la tabla 3 se presentan los 8 principales accionistas de Entel, estos representan el 71.5% del total de acciones de Entel que son 302.017.113 acciones suscritas y pagadas con derecho a voto, estas son de serie única.

Tabla 3. Principales accionistas de Entel

Nombre entidad	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad
INV. ALTEL LTDA.	165.674.102	165.674.102	54,86%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	9.644.712	9.644.712	3,19%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	9.543.762	9.543.762	3,16%
AFP HABITAT S.A PARA FONDO DE PENSION C	7.405.162	7.405.162	2,45%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	6.915.291	6.915.291	2,29%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	6.022.320	6.022.320	1,99%
AFP PROVIDA S.A. PARA FONDO.DE PENSION C	5.569.667	5.569.667	1,84%
AFP HABITAT S.A. PARA FONDO DE PENSIÓN TIPO B	5.263.738	5.263.738	1,74%

Fuente: Comisión para el Mercado Financiero

Al cierre del año 2020, la propiedad se encontraba distribuida entre 1956 accionistas, siendo el socio controlador Inversiones Altel Ltda., filial de Almendral S.A.

2.1.3 Filiales.

Entel cuenta con varias filiales tanto en Chile como en Perú, a continuación, se listan las filiales identificadas de acuerdo con la información de la comisión para el mercado financiero al cierre del año 2020.

- Entel del Perú S.A.
- Direcnet SAC.
- Entel Internalización SpA.
- EPH1 S.A.
- Empresa de radiocomunicaciones Instabeep LTDA.
- Micarrier Telecomunicaciones S.A.
- Entel Servicios Telefónicos S.A.
- Entel Inversiones SpA.
- Entel Call Center S.A.
- Entel Telefónica Local S.A.

Todas las filiales mencionadas anteriormente poseen sus estados financieros hasta el 31 de diciembre 2020.

2.2 Descripción de la industria.

Dentro de este apartado el objetivo es indagar en la industria de telecomunicaciones en la que opera Entel, mostrando la importancia que tienen y las principales acciones que están tomando actualmente, además se explica cómo se vio afectada la industria por la pandemia.

Las compañías de telecomunicaciones tienen por objetivo que sus clientes puedan generar una comunicación a distancia que permita que se ejecute la entrega efectiva de información, para ello son reguladas y fiscalizadas mediante organismos que ejecutan acciones que se explicarán en detalle en las secciones posteriores.

Por otro lado, la industria es muy competitiva y se realizará un análisis de las principales empresas comparables tomando como base que operen en el mismo país, focos de negocio similar y que coticen en bolsa.

2.2.1 Estado actual.

El servicio prestado por la industria de telecomunicaciones ha ido tomando mucha mayor relevancia en los últimos años y aún más posterior al inicio de la pandemia, ya que el internet se ha transformado en el principal medio de comunicación ya no solo recreacional, sino que también laboral y educacional.

Respecto a los principales focos de crecimiento que poseen las empresas pertenecientes a esta industria se encuentran seguir creciendo con las redes mediante fibra óptica y continuar avanzando en pruebas con la llegada del 5G.

Efectos de la pandemia en la industria.

Respecto a las repercusiones de la pandemia en la industria de telecomunicaciones, se considera que es una de las menos expuestas a los impactos negativos asociados a la situación actual del virus COVID-19. La demanda por servicios de telecomunicaciones tiende a mostrar un comportamiento menos volátil, aun cuando existen shocks económicos negativos, esto debido a la naturaleza de servicio básico para los usuarios.

Por lo anterior, con la llegada de la pandemia hubo un crecimiento en el tráfico de datos dadas las iniciativas de las empresas por incentivar el teletrabajo, evitando la exposición innecesaria de sus trabajadores, así como también por la realización en línea de actividades académicas de colegios y universidades. Las firmas que habitualmente operaban con atención presencial de público también potenciaron el canal digital, mientras que el cierre

de gran parte de los lugares de entretención hizo incrementar el flujo de datos destinado a videos y plataformas streaming.

Tomando en cuenta lo anterior, el principal desafío para las empresas del sector ha sido garantizar la calidad del servicio a sus clientes ante un crecimiento significativo del uso de redes. Por este motivo es que la Subtel, durante todo el periodo de pandemia, ha solicitado a las compañías informar el comportamiento de sus redes y el plan de trabajo ante la contingencia sanitaria provocada por el virus COVID-19 y como este comportamiento de la red afecta la calidad de servicios de los clientes.

Si bien se provocó una reducción en la actividad de cobranza producto del cierre de sucursales y puntos de pago, los esfuerzos de las compañías de telecomunicaciones se han centrado en el posicionamiento del canal de atención virtual.

Crecimiento en fibra óptica y llegada de 5G.

Actualmente en Chile se mantiene el alto potencial de crecimiento para la fibra óptica, pese a su gran aumento en el último tiempo, se espera que la fibra óptica tenga un crecimiento significativo durante los próximos años. De acuerdo con lo publicado por Subtel, las conexiones a internet fijo por esta tecnología pasaron de representar un 17,6% hasta un 36,9% del total de accesos entre septiembre de 2018 y septiembre de 2020. Sin embargo, el incremento no ha sido heterogéneo para todas las zonas del país, observándose una menor penetración de la fibra en las regiones del norte respecto al resto, y un menor ambiente competitivo.

Esta disparidad en el crecimiento de la fibra óptica es uno de los factores que nos permite estimar que el impulso del despliegue de esta tecnología se mantendría durante los próximos años, dada la competencia al alza que se observa entre operadores que buscan capturar y/o preservar participación de mercado en el segmento, junto a los intereses por cubrir más zonas geográficas. Asimismo, iniciativas como las de Fibra Óptica Nacional (FON) y Fibra Óptica Austral (FOA) dan cuenta que las motivaciones para el avance de la fibra no son solo privadas, sino que también públicas. Finalmente, el soporte tecnológico que significará la fibra para el despliegue de 5G es otro elemento que incidirá favorablemente en su evolución.

2.2.2 Regularización y fiscalización.

La regularización y fiscalización de la industria de telecomunicaciones está a cargo en Chile de la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL) y en Perú del Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (OSIPTTEL).

El área encargada en Chile se llama división fiscalización que se divide en departamento de análisis y planificación, departamento de operaciones, departamento de gestión de reclamos, staff jurídico y staff de soporte, y tiene como misión hacer cumplir a nivel país la Ley general de telecomunicaciones, Normas, Reglamentos y todo marco Normativo de los Servicios de telecomunicaciones entregado por las Concesionarias, Permisionarias.

A continuación, se presentan las actividades realizadas por la SUBTEL en Chile, estas son muy similares a lo que realiza OSIPTTEL en Perú, si bien pueden existir diferencias de estructura, buscan el mismo objetivo.

1. Ejecutar la recepción de las obras e instalaciones de servicios de telecomunicaciones según la normativa vigente.
2. Desarrollar acciones de fiscalización y monitoreo del espectro radioeléctrico.
3. Velar por la adecuada recepción de las obras de los servicios de telecomunicaciones adjudicados con cargo al Fondo de Desarrollo de las Telecomunicaciones.
4. Atender y resolver denuncias presentadas por usuarios y/o empresas producto de irregularidades a la normativa de telecomunicaciones.
5. Tramitar y resolver los reclamos presentados por usuarios de servicios de telecomunicaciones producto de disconformidad en la prestación del servicio por parte de empresas de telecomunicaciones.
6. Efectuar análisis de resultados del sector de telecomunicaciones, considerando los diferentes indicadores de calidad de servicio, el cumplimiento de las exigencias normativas, los resultados, las tendencias, causas de los reclamos y denuncias presentadas por los usuarios de telecomunicaciones.
7. Generar y difundir información del sector para ayudar a la toma de decisiones de los usuarios de los servicios de telecomunicaciones, en particular generar y coordinar la publicación del Modelo de Competencia por Calidad de Servicio.
8. Generar Informes Técnicos de las fiscalizaciones efectuadas. En aquellos casos en que se consignent indicios de infracción al marco normativo, se deberá remitir dichos antecedentes a la División Jurídica.

2.2.3 Empresas comparables.

Para el análisis las empresas comparables lo ideal es considerar empresas que tengan similares características a Entel, con operaciones idealmente en Chile y Perú, además que coticen en bolsa por la obtención de datos.

Dentro de las empresas de telecomunicaciones operan en Chile se encuentran:

- Telefónica.
- Claro.
- VTR.
- WOM.
- GTD.

Sin embargo, los competidores nacionales que tienen características más similares a Entel por el foco del negocio móvil y red 4G son Movistar y Claro, ya que ambos poseen operaciones en Chile y Perú, además estos son los líderes del mercado de internet móvil y 4G en ambos países de acuerdo con los datos entregados por Subtel para Chile y Osiptel para Perú y cotizan en bolsa.

Por lo mismo anteriormente mencionado es que no se consideran como empresas comparables a VTR ni GTD, ya que su foco de negocio está en servicios de telefonía e internet fija, además tienen operaciones en otras zonas geográficas, mientras que WOM no se considera por no cotizar en bolsa.

Dado que 2 empresas comparables parecieran ser muy poco, se buscan empresas de similares características en empresas extranjeras y se utiliza como fuente de información los informes presentados por “Inversiones Security”, donde muestra como empresas comparables a:

- Amer Móvil.
- Telesp.
- TIM.
- Telecom AR.

Sección 3. Financiamiento y estructura de capital de la empresa

El objetivo de esta sección es comprender las fuentes de financiamiento de la empresa Entel profundizando principalmente en la deuda financiera, además de determinar la estructura de capital objetivo de la empresa.

3.1 Deuda Financiera

En esta sección se presenta la deuda financiera histórica de Entel, se encuentra separada por “otros pasivos financieros corrientes” y “otros pasivos financieros no corrientes”.

En la Tabla 4 se presenta el valor asociado a la deuda financiera de Entel S.A para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021 en millones de UF.

Tabla 4. Deuda financiera de Entel.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Total corriente	1.364	748	1.018	782	896
<i>Préstamos que devengan interés</i>	41	29	18	22	30
<i>Obligaciones con tenedores de Bonos</i>	571	625	688	641	820
<i>Acreedores por leasing financiero</i>	43	0	0	0	0
<i>Derivados - no cobertura</i>	576	2	247	34	2
<i>Derivados - cobertura</i>	132	92	65	85	44
Total no corriente	59.367	65.113	69.552	63.861	63.988
<i>Préstamos que devengan interés</i>	10.615	12.961	6.028	3.792	3.772
<i>Obligaciones con tenedores de Bonos</i>	47.863	51.958	63.457	59.855	60.023
<i>Derivados - no cobertura</i>	0	19	0	0	0
<i>Derivados - cobertura</i>	888	175	67	214	193
Total Deuda Financiera	60.730	65.861	70.569	64.643	64.884

Fuente: Estados Financieros Entel al cierre 2017, 2018, 2019 y 2020. Estados Financieros Entel al cierre del primer trimestre 2021.

Dentro de todo el periodo de análisis, claramente la deuda financiera no corriente representa casi la totalidad de la deuda financiera con un promedio 98.5% en los 5 periodos.

Lo que compone principalmente la deuda financiera corresponde a las obligaciones con tenedores de Bonos, en la deuda no corriente en el 2020 represento el 92.5% del total de la deuda financiera, siendo el ítem más representativo en todo el periodo.

Las obligaciones con los tenedores de bonos corresponden a la suma de los saldos de capital vigentes de las siguientes colocaciones de bonos:

- Colocación de bonos 144A en el mercado internacional en octubre del 2013 por 1.000 millones de USD, con un plazo de vencimiento promedio de 10 años a una tasa fija anual de 4.875%
- Colocación de bonos en el mercado local en julio del 2014 por 7 millones de UF, con un plazo de vencimiento a 21 años y a una tasa fija anual de 3.50% + UF.
- Colocación de bonos 144A en el mercado internacional en julio del 2014 por 800 millones de USD, con un plazo de vencimiento promedio de 11.5 años y una tasa fija anual de 4.750%.
- Colocación de bonos en el mercado local en octubre de 2019 por 8 millones de UF en tramos de:
 - Serie N por 6.0 millones de UF a un plazo de 9 años a una tasa de colocación de 0.87% + UF anual y a una tasa cupón de 2.40% + UF anual.
 - Serie Q por 2.0 millones de UF a un plazo de 20 años a una tasa de colocación de 1.34% + UF y a una tasa cupón de 2.90% + UF.

Este último bono y específicamente el tramo de serie Q a 20 años emitido en 2019, tiene una importancia relevante para los cálculos posteriores, ya que corresponde al bono con mayor duración vigente en el mercado de Entel y por lo tanto, el costo de deuda a utilizar para el cálculo del WACC corresponde a la tasa de su última transacción (TIR media) al cierre del primer trimestre 2021.

Por otro lado, hay una caída importante en la deuda financiera en 2020 respecto al 2019, esto debido principalmente a la reducción en deuda por préstamos que generan interés y por una reducción en las obligaciones con tenedores de bonos, lo anterior se presenta en la tabla 5:

Tabla 5. Variación deuda financiera de Entel 2019 – 2020.

Deuda Financiera	dic-19	dic-20	Variación
Préstamos que devengan intereses	6.045	3.814	-2.231
Obligaciones con tenedores de bonos	64.145	60.496	-3.649
Derivados - No cobertura	247	34	-213
Derivados - Cobertura	132	298	167
Total	70.569	64.643	-5.927

Fuente: Elaboración propia.

La reducción en préstamos que devengan interés se debe a lo siguiente:

- Con fecha 15 de junio de 2017 se suscribió un crédito a 5 años plazo en CLP con el Banco de Chile por CLP 16.875 millones, el cual fue prepago en su totalidad en el mes de octubre 2019. Por lo tanto, este préstamo no aplica para el 2020.

- Con fecha 30 de junio de 2017 la sociedad suscribió un crédito en dólares a 5 años plazo con Bank of Nova Scotia y Export Development of Canada (EDC) por USD 225 millones el cual fue prepagado el mes de octubre de 2019. Por lo tanto, este préstamo no aplica para el 2020.
- Los 2 préstamos anteriormente explicados son las únicas diferencias entre ambos periodos

Por otro lado, la reducción de deuda con tenedores de bonos viene dado principalmente por la disminución de obligación con tenedores de bonos internacionales como se muestra en la tabla 6.

Tabla 6. Variación deuda financiera de Entel por obligaciones con tenedores de bonos 2019 – 2020.

Obligaciones con tenedores de bonos	dic-19	dic-20	Variación
Bonos Internacionales	47.911	44.366	-3.545
Bonos Nacionales	16.234	16.131	-104
Total	64.145	60.496	-3.649

Fuente: Elaboración propia.

La disminución en los bonos internacionales presentada anteriormente es principalmente por pasar deuda que tenía a largo plazo, para corto plazo. Lo anterior se presenta de manera más clara y con la apertura de los plazos en la tabla 7.

Tabla 7. Apertura obligaciones con tenedores de bonos internacionales 2019 – 2020.

Plazo		dic-19	dic-20	Variación
En días	0 - 90	419	387	-32
	91 - 365	215	199	-16
En años	1 - 2	-	8.124	8.124
	2 - 3	8.769	8.108	-661
	3 - 4	8.752	8.091	-662
	4 - 5	8.733	9.734	1.001
	5 o más	21.022	9.723	-11.299
Total		47.911	44.366	-3.545

Fuente: Elaboración propia.

3.2 Patrimonio Económico

En esta sección se presenta el patrimonio económico histórico de Entel que se calcula en base al número de acciones y el precio de la acción de cierre de cada periodo.

En la Tabla 8 se presenta el número de acciones y precio de la acción de Entel al cierre de cada periodo para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021, además del resultado del patrimonio económico en millones de UF.

Tabla 8. Patrimonio económico de Entel

En UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Número de acciones	302.017	302.017	302.017	302.017	302.017
Precio de la acción	\$6.913	\$5.382	\$5.348	\$4.409	\$4.525
Valor UF	\$26.798,14	\$27.565,79	\$28.309,94	\$29.070,33	\$29.394,77
Patrimonio económico	77.910	58.962	57.054	45.806	46.492

Fuente: Estados Financieros Entel al cierre 2017, 2018, 2019, 2020 y segundo trimestre 2021. Bolsa de Valores de Santiago.

Con lo anterior se puede apreciar que el número de acciones de Entel se ha mantenido constante desde 2017 hasta el cierre del primer trimestre 2021, el valor exacto es de 302.017.113 acciones suscritas y pagadas con derecho a voto, estas son de serie única.

Respecto al precio de la acción, se ve una tendencia a la baja desde el 2017, con una disminución muy importante en 2018 que se mantuvo en 2019 y 2020, al cierre del primer trimestre 2021 se ve una ligera mejora, pero muy lejos del precio objetivo planteado por Inversiones Security de \$6.390 en marzo 2021.

Lo anterior nos muestra que el patrimonio económico de Entel mantiene la misma tendencia que el precio de la acción, es decir, con constantes caídas desde 2017 alcanzando su menor valor en 2020 y mejorando en 2021 pero en un porcentaje muy poco significativo.

3.3 Valor Económico

En esta sección se va a calcular el valor económico de Entel para cada periodo de acuerdo con los valores obtenidos en la tabla 4 y 8.

En la Tabla 9 se presenta el valor de la deuda financiera y el patrimonio económico para los años 2017-2020 y el primer trimestre del 2021.

Tabla 9. Valor económico de Entel

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21
Valor deuda financiera (B)	60.730	65.861	70.569	64.643	64.884
Patrimonio económico (P)	77.910	58.962	57.054	45.806	46.492
Valor económico (V)	138.640	124.823	127.623	110.449	111.376

Fuente: Estados Financieros Entel al cierre 2017, 2018, 2019, 2020 y segundo trimestre 2021.

El valor económico de Entel ha tenido variaciones muy importantes desde el primer periodo de análisis que es el cierre 2017 al resto de periodos revisados, este año es el único donde el patrimonio económico supera a la deuda financiera.

A contar del año 2018 la tendencia cambia de manera importante, ya que la baja en el valor del precio de Entel y el aumento de la deuda financiera, hizo que el valor económico de Entel estuviese más inclinado a la deuda que al patrimonio, esta tendencia se mantuvo en 2019 con una variación menos en el precio de la acción, pero con un aumento importante en la deuda financiera.

En el año 2020 con la llegada del COVID-19, el precio de la acción de Entel se vio muy afectado y por lo tanto el patrimonio económico cayó significativamente, lo importante de este año, es que logro disminuir su deuda financiera respecto al 2019. La tendencia mostrada en 2020 se ha mantenido muy similar al cierre del primer trimestre 2021.

3.4 Estructura de capital histórica y objetivo

En esta sección se va a calcular la estructura de capital histórica y objetiva de la empresa Entel al cierre de cada periodo.

Para obtener los datos que se presentan en la tabla 10, se utilizan los valores presentados en la tabla 9, se calculan el valor de la deuda financiera y el patrimonio bursátil sobre el valor económico, además de la estructura de capital representada por el valor de la deuda financiera sobre el patrimonio bursátil para cada periodo analizado.

Tabla 10. Estructura de capital de Entel.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	mar-21	E.C. Histórica T1-T5	E.C. Histórica T3-T5	E.C. Histórica Tx-Tx
B/V	43,80%	52,76%	55,30%	58,53%	58,26%	53,73%	57,36%	52,60%
P/V	56,20%	47,24%	44,70%	41,47%	41,74%	46,27%	42,64%	47,40%
B/P	77,95%	111,70%	123,69%	141,12%	139,56%	118,80%	134,79%	113,62%

Fuente: Estados Financieros Entel al cierre 2017, 2018, 2019, 2020 y segundo trimestre 2021.

La estructura histórica de Entel es de un 118.80%, lo que quiere decir que dentro de los 5 periodos de análisis, en promedio fue superior la deuda financiera en 1.188 veces respecto al patrimonio bursátil.

Durante el año 2017 la estructura de capital era muy diferente a la actual, donde el patrimonio bursátil superaba el valor de la deuda financiera, ya que Entel cerró con un precio de acción importante de \$6.913, muy distante a los \$4.409 o \$4.525 del cierre 2020 y primer trimestre 2021 respectivamente, además en este año fue donde tuvo su menor deuda financiera de todo el periodo.

En 2018 se comenzó a marcar el cambio de tendencia, con una disminución en el precio de la acción y un mayor nivel de deuda financiera, la estructura de capital de este año fue de un 110.7%, este efecto se mantendría en 2019 pero principalmente por un nuevo aumento de la deuda financiera alcanzando un 123.69%.

El año 2020 se vio marcado por el COVID-19 y la estructura de capital aumento en un 14% respecto al 2019, principalmente por una nueva caída en el precio de la acción, esto a pesar de la reducción en de la deuda financiera en un 8% en 2020 respecto al 2019. La tendencia del año 2021 ha sido muy similar al cierre 2020.

Por todo lo descrito anteriormente, se plantea utilizar como estructura de capital objetivo el promedio de los años 2017 a 2020, sin considerar el cierre del primer trimestre 2021, por lo

que la estructura utilizada corresponde a $B/P = 113.62\%$, la justificación de la utilización de estos periodos es principalmente porque no podemos utilizar una estructura de capital objetivo solo con los últimos periodos, ya que están muy influenciados por eventos no recurrentes como estallido social en 2019 y COVID-19 el año 2020, pero tampoco es razonable pensar que se volverá a una estructura de capital objetivo donde el patrimonio económico supere a la deuda financiera, al menos en el corto plazo como lo era en 2017, por lo que espera que la estructura sea mejor que en 2019 – 2020, pero no alcanzando niveles del 2017.

Al analizar el valor obtenido y definido como estructura de capital, es muy similar a la del año 2018, año donde Entel comenzó a sufrir caídas sistemáticas en el precio de la acción, pero con números mejores que el año 2020 – 2021, por lo que se considera una buena estimación pensando en que la compañía tiene por objetivo aumentar su patrimonio bursátil y disminuir su deuda financiera respecto a los últimos periodos donde el valor ha llegado a un $B/P = 141.12\%$ en 2020.

Para que Entel pueda lograr cumplir esta estructura de capital definida puede ocurrir de 2 formas que son:

- Aumentar su patrimonio bursátil, es decir, que tenga una mejora en su precio de la acción y por lo tanto al multiplicar las acciones suscritas por el precio este sea mayor que los últimos periodos.
- Disminuir deuda financiera, esto es bastante viable ya que Entel actualmente tiene un bono en el mercado internacional pero que tiene plazo de vencimiento en octubre 2023 y otro bono con plazo de vencimiento en diciembre 2025.

Sección 4. Estimación del costo de capital

El objetivo de esta sección es lograr la estimación del costo de capital (WACC) de la empresa Entel, esto para poder valorizar la compañía al 31 de marzo del 2021. Para lo anterior, se presenta en esta sección las distintas variables que representan el cálculo y la metodología con la cual fueron calculadas.

4.1 Costo de la deuda

Como la valorización se está realizando a perpetuidad, se debe tomar el costo de la deuda más representativo de la compañía, en este caso para obtener el costo de la deuda de Entel se utiliza la tasa de mercado del bono de más largo plazo vigente actual, el cual fue emitido en octubre del 2019 por UF 8 millones con las siguientes características:

“El jueves 03 de octubre de 2019, Banchile Corredores de Bolsa S.A. y BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. efectuaron la colocación de las siguientes emisiones de bonos de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A:

- En Remate Holandés 1 (10:45), colocación de bono serie N (BENTE-N) por UF 6.000.000, a 9 años plazo, duration 8.2 años, tasas oferta 1.25%, clasificación de riesgo categoría AA-/A+, condición de liquidación PM.

El monto negociado ascendió a \$192.275.215.096 y la TIR media de adjudicación fue de 0.87%; y

- En Remate Holandés 2 (11:45), colocación de bono serie Q (BENTE-Q) por UF 2.000.000, a 20 años plazo, duration 13.97 años, tasa oferta 1.65%, clasificación de riesgo categoría AA-/A+, condición de liquidación PM.

El monto negociado ascendió a \$70.132.649.615 y la TIR media de adjudicación fue de 1.34%.”

Para efectos del costo de la deuda se considera el de 20 años que tiene como código nemotécnico BENTE-Q y para determinar el valor se obtiene el último boletín estadístico del primer trimestre 2021, donde el bono tuvo transacciones desde la Bolsa de Valores de Santiago, en el caso del bono BENTE-Q tuvo su última transacción el 26 de marzo con una tasa TIR Media de 2.10%, por lo tanto, este será el costo de la deuda a utilizar, pero antes se debe traspasar esta tasa que esta en UF a a pesos.

4.2 Beta de la deuda.

El primer paso será calcular la beta de la deuda, el cual reflejará el grado de volatilidad de la deuda de Entel, es decir, el grado de riesgo por cada fluctuación que tenga el rendimiento del mercado, esto quiere decir que, a mayor beta, mayor será el riesgo que deberá asumir el inversor, por lo que deberá exigir mayor rendimiento.

Para obtener la beta de la deuda se hace mediante CAPM utilizando la siguiente fórmula:

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

Es importante obtener la beta de la deuda, ya que nos va a permitir des apalancar posteriormente la beta de Entel y posteriormente apalancar con la estructura de capital objetivo-definida en la tabla 7.

Dentro de la ecuación, la beta de la deuda está representado por β_d , por lo tanto, se debe despejar este valor en la ecuación considerando los siguientes valores:

- El costo de la deuda (k_b) corresponde a la TIR media de la última transacción realizada el primer trimestre del bono de más larga duración de Entel a la fecha, la cual fue realizada el 26 de marzo a una TIR media de 2.10% (tasa de UF).
- Para la tasa libre de riesgo (R_f) se utiliza la tasa del instrumento libre de riesgo de Chile, en este caso corresponde al valor del bono en UF a 30 años (BCU, BTU) el día 31 de marzo, fecha a la cual se realiza la valoración, el valor es de 1.47% y se obtiene de la base de datos del Banco Central Chile, en la sección de base de datos estadísticos.
- El premio por riesgo de mercado (PRM) viene dado por los análisis realizados por Damodaran, se considera el dato presentado en enero del 2021 donde el valor es de 5.40%.

Dicho lo anterior, los parámetros a utilizar son los siguientes:

$$R_f = 1.47\% \text{ (Bonos en UF a 30 años al 31 de Marzo 2021)}$$

$$PRM = 5.40\% \text{ (Prima por riesgo de Mercado para Chile según Damodaran)}$$

$$k_b = 2.10\% \text{ (costo de la deuda obtenido en la sección anterior en UF)}$$

Con los valores anterior y despejando la ecuación, el cálculo de la beta de la deuda queda de la siguiente forma:

$$\beta_d = \frac{k_b - R_f}{PRM} = \frac{2,10\% - 1,47\%}{5,40\%} = 0,1167$$

Con la beta de la deuda obtenido se podrá des apalancar la beta de la acción y posteriormente apalancar con la nueva estructura de capital para obtener el costo de capital (WACC).

En la siguiente sección se calculará la beta de la acción de Entel con deuda (beta patrimonial), lo importante es que la beta de la acción sea menor a la beta de la deuda, lo que quiere decir que la deuda tiene una baja sensibilidad al riesgo sistemático.

4.3 Estimación de la beta patrimonial.

La beta patrimonial corresponde a la beta de la acción calculado mediante una regresión lineal de los retornos de la acción Entel como variable explicada (Y), mientras que la variable explicativa serán los retornos de la acción del IGPA que es el índice general del precio de las acciones, se utiliza este índice ya que incluye todas las acciones del mercado chileno.

La metodología con la cual se realizará el cálculo se presenta a continuación:

- Obtener los precios semanales de la acción de Entel y el índice IGPA desde el 01 de abril de 2017 al 31 de marzo de 2021 utilizando el precio de cierre del viernes o el último día hábil de cada semana.
- Calcular los retornos semanales de Entel y del IGPA, el cálculo de los retornos es mediante $\ln\left(\frac{t}{t-1}\right)$, considerando t la semana actual y t-1 la semana anterior.
- Generar el modelo de regresión lineal dado por $r_{Entel} = \alpha + \beta_p^{c/d} * r_{IGPA} + \varepsilon$, esto se realiza para los 4 periodos a analizar.
- Calcular la beta de cada periodo con el fin de ver el comportamiento histórico y decidir cual se debe utilizar (puede ser el promedio o último año).

Siguiendo la metodología anterior el resultado de las betas patrimoniales para cada periodo se presentan en la tabla 11.

Tabla 11. Beta patrimonial por periodo

	Abr17 - Mar18	Abr18 - Mar19	Abr19 - Mar20	Abr20 - Mar21	Promedio	Abr19 - Mar21
Beta patrimonial	0,9418	1,3874	1,2278	1,1018	1,1647	1,1657

Fuente: *Elaboración propia.*

Para todos los periodos el valor del p-value es de 0.000, por lo que la variable beta patrimonial, que acompaña al coeficiente del IGPA en la ecuación, es significativa en todos los periodos analizados.

Por otro lado, el promedio es muy similar a lo que ha ocurrido en promedio los últimos 2 años, dado lo anterior es que se va a considerar como beta patrimonial el beta obtenida de la regresión de los retornos semanales de Entel y el IGPA entre abril 2019 y marzo 2021, esto considerando que el mercado de telecomunicaciones tendrá un comportamiento en el corto plazo más similar a estos años a diferencia del 2017 y 2018, por lo anterior, para des apalancar el beta se utilizará el promedio de la estructura de capital de los años 2019, 2020 y primer trimestre 2021.

Los valores de la regresión escogida para la beta patrimonial antes mencionada se presentan en la tabla 12 y son los siguientes:

Tabla 12. Datos de la estimación de la beta.

	mar-21
Beta de la acción	1,1657
P-value	0,000
N° observaciones	104
R ²	58,92%
Presencia bursátil	100%

Fuente: *Bolsa de valores de Santiago.*

La presencia bursátil de Entel es de un 100% en todo el periodo, lo que quiere decir que transo el 100% de los días en los cuales la Bolsa de Santiago opero desde el 01 de abril de 2019 al 31 de marzo de 2021, la información se obtiene desde la bolsa de valores en “presencia bursátil” que muestra los últimos 180 días hábiles bursátiles, por lo tanto se considera el reporte del 31 de marzo 2021, 30 de septiembre 2020, 31 de marzo 2020 y 30 de septiembre 2019 donde en todos la presencia bursátil de Entel es de un 100%.

4.4 Estimación de la beta patrimonial sin deuda.

Para obtener la beta patrimonial sin deuda se utiliza el modelo de Rubinstein considerando que la deuda no es libre de riesgo, esto quedó claro en la sección 4.2 donde se obtuvo la beta de la deuda que es distinto de 0.

El cálculo se realiza mediante la siguiente ecuación:

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_d * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

Para esta estimación se utiliza la estructura de capital objetivo promedio solo del periodo en el cual se realizó la regresión del beta escogida, como el periodo comprende desde 01 de abril de 2019 hasta el 31 de marzo de 2021, se considera como B/P el promedio entre la estructura de capital objetivo del año 2019 de 123.69%, 2020 de 141.12% y primer trimestre del 2021 de 139.56% (valores explicados en tabla 7), lo anterior da que la estructura de capital escogida para des apalancar el beta de la acción es 134.79%.

El único valor no explicado corresponde a t_c , que representa la tasa de impuestos corporativa de Chile que es del 27%. Por lo tanto, todas las variables de la ecuación se encuentran calculadas y solo faltaría obtener el $\beta_p^{s/d}$. Los valores a utilizar para cada parametro en la ecuación son los siguientes:

$$\beta_p^{c/d} = 1,1657 \text{ (Beta de regresión de retornos Entel e IGPA abril 2019 – marzo 2021).}$$

$$t_c = 27\% \text{ (Tasa de impuestos corporativos actual de Chile).}$$

$$\frac{B}{P} = 134.79\% \text{ (Promedio estructura de capital 2019, 2020 y primer trimestre 2021).}$$

Dicho lo anterior, la ecuación se presenta de la siguiente forma:

$$1,1657 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 27\%) * 134,79\%] - 11,67\% * (1 - 27\%) * 134,79\%$$

Despejando la ecuación mediante lo planteado por Rubinstein se obtiene que:

$$\beta_p^{s/d} = 0,6454$$

Para validar que este valor está acorde al mercado, lo comparamos con la beta des apalancado para la industria de servicios de telecomunicaciones de Estados Unidos y es de 0.66, según la información de Damodaran, por lo que el dato es razonable dado el mercado en el que participa.

4.5 Estimación de la beta patrimonial con estructura de capital objetivo.

Para la estimación de la beta patrimonial con estructura de capital objetivo, se utiliza la misma fórmula del ítem 4.4 de Rubinstein, pero con la diferencia que la estructura de capital objetivo será la definida para Entel en la tabla 7 de 113.62% y no la del periodo de análisis de la regresión que fue de 134.79%. Cabe señalar que la estructura de capital objetivo-definida para Entel corresponde al promedio entre la estructura de capital objetivo del cierre del año 2017, 2018, 2019 y 2020. La razón por la cual no se considera el primer trimestre 2021 es porque se parece mucho a la del 2020 y se espera que la compañía quiera volver a estándares pre-estallido social y COVID-19, si bien es cierto la estructura del 2017 es muy diferente a la que podríamos proyectar para la compañía, ya que el patrimonio económico fue superior a la deuda financiera, es importante considerarlo ya que Entel espera que su valor económico sea mayor parte patrimonio económico y no deuda financiera.

Dado lo anterior, es que la estructura de capital objetivo a utilizar es de 113.62% y la justificación del cálculo se basa en que no podemos considerar una estructura como la del 2019 – 2020 por los efectos del estallido social y pandemia, pero tampoco podemos ser tan optimistas de pensar que se logrará alcanzar los niveles 2017, al menos en el corto plazo, por lo tanto, la estructura planteada se asemeja mucho al 2018, lo cual es razonable.

Dado lo anterior y considerando que todos los parámetros de esta ecuación son conocidos, el cálculo de la beta patrimonial con deuda queda de la siguiente forma:

$$\beta_p^{c/d} = 0,6454 * [1 + (1 - 27\%) * 113,62\%] - 11,67\% * (1 - 27\%) * 113,62\%$$

$$\text{Por lo tanto } \beta_p^{c/d} = 1,0840$$

Luego de realizar el proceso de des apalancar con la beta del periodo de regresión utilizado y posteriormente apalancar con la estructura de capital objetivo-definida para Entel, el resultado es que el beta patrimonial con deuda debería ser menor con la nueva estructura de capital, lo cual tiene sentido ya que el beta patrimonial sin deuda es constante y el beta de la deuda debe disminuir al considerar la nueva estructura de capital que va mas enfocada a mejorar el patrimonio económico como se explicó en la sección 3.4 de estructura de capital histórica y objetivo.

4.6 Costo patrimonial.

Luego de obtenido la beta patrimonial de Entel con deuda, se procede a estimar el costo patrimonial que corresponde al rendimiento que necesita la empresa para determinar si una inversión cumple con los requisitos de rendimiento.

Para estimar el costo patrimonial se realiza de la siguiente forma:

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

$$k_p = 1,47\% + 1,0840 * 5,40\%$$

$$k_p = 7,32\%$$

4.7 Costo de capital.

Finalmente se procede a realizar el cálculo del costo de capital (WACC), el cual es muy importante ya que se utiliza para evaluar el rendimiento de la organización y garantizar que este cumple con una estructura financiera eficaz.

La ecuación se presenta de la siguiente forma:

$$k_0 = k_p * \frac{P}{V} + k_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V}$$

Con todos los datos calculados anteriormente y utilizando la estructura de capital objetivo-propuesta para Entel, el WACC se representa por:

$$k_0 = 7,32\% * 47,40\% + 2,10\% * (1 - 27\%) * 52,60\%$$

$$k_0 = 4,28\%$$

Es importante señalar que el costo de capital está calculado con el promedio del cierre de los años 2017 – 2020, por lo tanto, están muy influenciados los valores por el estallido social y los efectos de la pandemia, estos efectos se ven principalmente en las siguientes variables:

- El premio por riesgo de mercado podría no contener todos los efectos por riesgos políticos y propios del país asociados a Chile y Perú, ya que al ser este mayor, los inversionistas esperan recibir una mayor rentabilidad, y por lo tanto se esperaría que el WACC fuese mayor al calculado, afectando directamente los resultados posteriores de la valorización.

- El costo de la deuda es de 2,10% que representa el valor de mercado del bono de más largo plazo emitido por Entel al cierre del primer trimestre 2021, dicho bono fue emitido a fines del 2019 con una tasa de colocación de 1,34% + UF, sin los efectos del estallido social y la pandemia, es probable que el costo de la deuda hubiese estado más cercano a 1.34% que 2.10%.
- La beta patrimonial tuvo efectos con el estallido social y la llegada del COVID-19, ya que Entel tuvo una caída sistemática en el precio de sus acciones desde ese periodo, si bien es cierto el índice de mercado también tuvo una caída (IGPA), en muchos periodos la rentabilidad de Entel fue menor que el IGPA y con caídas más abruptas en el precio.
- Si bien es cierto el año 2017 el patrimonio económico era superior a la deuda financiera, fue el único periodo donde esto ocurrió, ya que el año 2018 la deuda financiera superaba al patrimonio bursátil pero eran bastante parejas con una estructura de capital objetivo del 111,70%, sin embargo, el año 2019 esto aumentó y alcanzó un pick en 2020, el que disminuyó el primer trimestre de 2021 pero de manera muy ligera, por lo tanto, el patrimonio económico bursátil se vio muy afectado por la pandemia y el estallido social de manera negativa.
- Dicho lo anterior, el WACC debería haber sido diferente si se calculaba en un periodo sin estallido social y pandemia, ya que se esperaría que la compañía tuviese un mejor rendimiento por contar con un patrimonio económico bursátil mejor, y por lo tanto inclinándose su estructura de capital más al patrimonio que a la deuda financiera. Por otro lado, el costo de la deuda debiese haber sido menor y el costo patrimonial iba a depender del comportamiento de los precios de Entel y el IGPA.

Sección 5. Análisis del negocio

El objetivo de esta sección es comprender las distintas fuentes de ingresos operacionales de Entel, además de la estructura de costos y gastos operacionales en conjunto con los componentes del resultado no operacional de la compañía.

Esta sección nos va a permitir analizar las inversiones en activos, identificando los activos operacionales y no operacionales de Entel, calcular su capital de trabajo y analizar las perspectivas de crecimiento en el futuro de la industria de telecomunicaciones.

5.1 Análisis de crecimiento de Entel.

Para analizar el crecimiento de Entel nos enfocaremos en sus ingresos en millones de UF desde el 2017 hasta el 2020, incluyendo el primer trimestre 2021, para ello se presenta la tabla 13 que muestra la distribución de ingresos por país y segmento de negocios de Entel.

Tabla 13. Distribución de ingresos por país y segmento de Entel.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Chile	55.399	51.663	52.684	50.475	51.015
Segmento Personas	33.237	31.244	29.639	31.254	32.108
Segmento Empresas	10.965	10.209	9.128	8.548	8.495
Corporaciones	8.461	8.155	8.024	8.135	8.055
Otros Negocios *	29.840	31.769	34.111	32.151	32.271
Eliminaciones	-27.105	-29.714	-28.220	-29.612	-29.914
Perú	17.561	18.096	24.941	23.397	23.336
Telefonía móvil y fija (Perú)	17.561	18.096	24.941	23.397	23.336
Ingresos totales	72.959	69.759	77.624	73.872	74.351

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

- * En el año 2017 y 2018 Entel entregaba la apertura por segmento solo de los ingresos por actividades ordinarias a diferencia de 2019 y 2020, para homologar se consideran los "otros ingresos" en este ítem para todos los periodos.

Con los resultados obtenidos en la tabla 10 se puede apreciar que el año 2019 fue donde se obtuvo mayor ganancia, sin embargo, la partida que tuvo mayor crecimiento tiene relación con otros negocios y no con la operación misma.

Por otro lado, hay una mejora importante desde el 2019 por los ingresos desde Perú, pero lo más importante es que esto se ha mantenido en el tiempo, ya que los niveles de ingresos actuales superan de gran forma a los del año 2017 y 2018.

Todos los segmentos operacionales de Chile sufrieron una baja en sus ingresos en el año 2018 y siguieron esta tendencia en 2019 con el estallido social, donde el único que tuvo crecimiento en ingresos fue el ítem de otros negocios, principalmente por la venta de

antenas móviles en 2019 – 2020 que genero ingresos no operacionales en ambos periodos. En el año 2020 el segmento con mejores resultados en términos de ingresos fue personas, lo que se ha mantenido en 2021.

En la tabla 14 se presentan las tasas de crecimiento y decrecimiento de ingresos por cada segmento de negocio y país en el cual opera.

Tabla 14. Variación porcentual de los ingresos por periodo y segmento de negocio.

En %	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Chile	-6,74%	1,98%	-4,19%	1,07%
Segmento Personas	-6,00%	-5,14%	5,45%	2,73%
Segmento Empresas	-6,90%	-10,59%	-6,36%	-0,61%
Corporaciones	-3,62%	-1,60%	1,38%	-0,98%
Otros Negocios	6,46%	7,37%	-5,75%	0,37%
Eliminaciones	9,63%	-5,03%	4,94%	1,02%
Perú	3,05%	37,82%	-6,19%	-0,26%
Telefonía móvil y fija (Perú)	3,05%	37,82%	-6,19%	-0,26%
Ingresos totales	-4,39%	11,28%	-4,83%	0,65%

Fuente: Elaboración propia.

Lo más importante de destacar es que la mayor tasa de crecimiento en ingresos ocurrió en 2019, pero esto tiene relación principalmente por la venta de torres que genero un ingreso de 7.322 millones de UF, esto tuvo repercusión para Chile y Perú, sacando ese efecto, el año 2019 tuvo un comportamiento muy similar al 2018 en total de ingresos, esto ya que las caídas en los segmentos de Chile, principalmente por el estallido social, se subsidiaron con un aumento en los ingresos en el negocio de Perú, impulsadas por un crecimiento importante en la telefonía móvil de este país.

Si consideramos el ingreso no operacional, Perú tuvo una tasa muy importante de crecimiento en 2019 de 40.58%, año donde ha alcanzado su mayor nivel de ingreso a la fecha, si bien es cierto en 2020 – 1T 2021, disminuyo respecto a 2019, tiene niveles de ingresos muy superiores al 2017 y 2018.

En la tabla 15 se presenta el peso relativo de cada segmento de negocio y país tomando como base el total de los ingresos por año.

Tabla 15. Distribución del peso específico de los ingresos por país y segmentos de Entel.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Chile	75,93%	74,06%	67,87%	68,33%	68,61%
Segmento Personas	45,56%	44,79%	38,18%	42,31%	43,18%
Segmento Empresas	15,03%	14,63%	11,76%	11,57%	11,43%
Corporaciones	11,60%	11,69%	10,34%	11,01%	10,83%
Otros Negocios	40,90%	45,54%	43,94%	43,52%	43,40%
Eliminaciones	-37,15%	-42,60%	-36,35%	-40,09%	-40,23%
Perú	24,07%	25,94%	32,13%	31,67%	31,39%
Telefonía móvil y fija (Perú)	24,07%	25,94%	32,13%	31,67%	31,39%
Ingresos totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

Los ingresos por país de Entel tuvieron un cambio de tendencia en el año 2019, ya que en 2017 y 2018 el 75% de los ingresos eran provenientes de Chile y un 25% de Perú, en 2019, 2020 y 1T 2021 cerca del 32% lo abarcaba este último. El principal motivo de este cambio es por el estallido social ocurrido en Chile a finales del 2019 que hizo disminuir las ventas en todos los segmentos de este país, además que en 2019 y 2020 existen ganancias no operacionales por la venta de torres que afectan a Chile y Perú.

Para analizar los ingresos por cada una de las partidas de ingresos de Entel, se presenta la tabla 16 que muestra la distribución de ingresos por tipo de actividad en millones de UF, estos ingresos pueden corresponder a la suma de Chile y Perú.

Tabla 16. Distribución los ingresos por tipo de actividad.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades ordinarias	72.508	69.404	69.897	71.986	72.813
Otros Ingresos	447	358	405	456	445
Otras ganancias (pérdidas)	5	-3	7.322	1.431	1.094
Ingresos totales	72.959	69.759	77.624	73.872	74.351

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

La tabla 16 muestra que gran parte de los ingresos totales de Entel provienen de sus actividades ordinarias, lo cual es bastante lógico, sin embargo, el año 2019 y 2020 tienen importantes ganancias por actividades no recurrentes que son explicadas casi en su totalidad por la venta de torres de telefonía móvil.

En la tabla 17 se presenta el peso específico de cada una de estas partidas respecto al total de ingresos obtenidos por Entel en cada periodo con el fin de identificar las principales fuentes de ingresos y las variaciones a lo largo del tiempo.

Tabla 17. Distribución porcentual de los ingresos por tipo de actividad.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades ordinarias	99,38%	99,49%	90,05%	97,45%	97,93%
Otros Ingresos	0,61%	0,51%	0,52%	0,62%	0,60%
Otras ganancias (pérdidas)	0,01%	0,00%	9,43%	1,94%	1,47%
Ingresos totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

La tabla 17 muestra que en el año 2017 y 2018 más del 99% de los ingresos estaba representado por ingresos de actividades ordinarias, pero en el 2019 la compañía comenzó con un proceso de enajenación de su portafolio de redes y elementos complementarios a ella que implicaba no superar el 40% de las torres propias de Chile y un 64% en Perú, esto generó la venta de 1.980 torres en Chile y 1.262 en Perú, el proceso se inició en 2019 y se dio cierre en el año 2020, generando ganancias no operacionales en ambos periodos.

La tabla 18 muestra las variaciones por cada concepto de ingreso en millones de UF:

Tabla 18. Variación de ingresos por tipo de actividad.

En MUF	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades ordinarias	-3.104	493	2.088	827
Otros Ingresos	-89	47	51	-11
Otras ganancias (pérdidas)	-8	7.325	-5.891	-337
Ingresos totales	-3.200	7.866	-3.752	479

Fuente: Elaboración propia.

Con los datos de la tabla 18 queda claro que el 2019 fue donde Entel tuvo la mayor ganancia, pero proveniente de otras ganancias, si solo se considera la actividad operacional, el año 2019 es muy similar al 2018, por otro lado, en 2020 hubo un aumento importante respecto al 2019 principalmente explicado por mayores ingresos en la operación móvil de Perú, servicios fijos de Chile asociados a "Entel Hogar", y por los ingresos por servicios a otros operadores con un crecimiento del 9% en moneda local, se ha mantenido esta tendencia en el 1T 2021.

Los capítulos siguientes muestran la apertura de cada una de estas categorías de ingresos separados por los distintos ítems que lo componen.

5.1.1 Ingresos de actividades ordinarias.

Los ingresos por actividades ordinarias tienen relación con las ventas e ingresos generados por los distintos servicios prestados por Entel en Chile y Perú.

En la tabla 19 se presenta la apertura de las actividades ordinarias con sus respectivos valores en millones de UF.

Tabla 19. Distribución de ingresos de actividades ordinarias

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Telefonía móvil - Chile	39.196	36.338	33.574	34.965	35.860
Telefonía móvil - Perú	17.054	17.157	20.461	21.569	21.695
Servicios privados	7.050	7.126	7.174	7.004	6.921
Telefonía local	2.136	1.917	1.796	1.559	1.457
Servicios de televisión	1.237	1.325	1.363	1.457	1.464
Larga distancia	462	380	284	193	173
Internet	1.636	1.791	2.054	2.280	2.337
Servicio a otros operadores	1.620	1.256	1.044	1.108	1.197
Negocio de tráfico	746	858	889	762	648
Americatel Perú	885	742	782	616	565
Servicios call center y otros	485	515	476	473	496
Ingresos de actividades ordinarias	72.508	69.404	69.897	71.986	72.813

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Con la información provista en la tabla 19, se mantiene lo explicado anteriormente sobre el aumento de los ingresos en Perú el año 2019, principalmente en telefonía móvil, que se ha mantenido en 2020 y en el 1T 2021, además, este año hubo importantes caídas en los ingresos de Chile, principalmente en telefonía móvil, dado lo anterior es que el total de ingresos de actividades ordinarias de ese año fue muy similar al 2018 y por debajo del 2020 y 1T 2021 anualizado.

El año 2020 presentó mejoras importantes en términos de ingresos por actividades ordinarias principalmente por mayores ingresos respecto al 2019 para telefonía móvil de Chile y Perú, además de una ligera mejora en el negocio de internet. Esta tendencia positiva se mantuvo al cierre del primer trimestre 2021 con ligeras mejoras en ingresos de telefonía móvil para ambos países donde actualmente opera Entel.

En la tabla 20 se presenta la distribución porcentual de todas las actividades mostradas anteriormente respecto al total de ingresos por actividades ordinarias de cada uno de los periodos analizados, esto con el fin de identificar los principales ingresos de la operación y su evolución en el tiempo.

Tabla 20. Distribución porcentual de ingresos de actividades ordinarias.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Telefonía móvil - Chile	54,06%	52,36%	48,03%	48,57%	49,25%
Telefonía móvil - Perú	23,52%	24,72%	29,27%	29,96%	29,80%
Servicios privados	9,72%	10,27%	10,26%	9,73%	9,51%
Telefonía local	2,95%	2,76%	2,57%	2,17%	2,00%
Servicios de televisión	1,71%	1,91%	1,95%	2,02%	2,01%
Larga distancia	0,64%	0,55%	0,41%	0,27%	0,24%
Internet	2,26%	2,58%	2,94%	3,17%	3,21%
Servicio a otros operadores	2,23%	1,81%	1,49%	1,54%	1,64%
Negocio de tráfico	1,03%	1,24%	1,27%	1,06%	0,89%
Americatel Perú	1,22%	1,07%	1,12%	0,86%	0,78%
Servicios call center y otros	0,67%	0,74%	0,68%	0,66%	0,68%
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

De lo anterior se puede concluir que, en promedio de los 5 periodos analizados, las partidas que explican más del 87% de estos ingresos son:

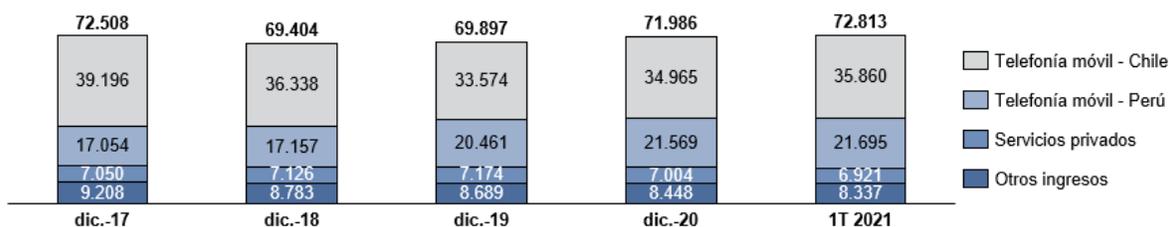
- **Telefonía móvil – Chile:** 50.75% en promedio.
- **Telefonía móvil – Perú:** 27.45% en promedio.
- **Servicios privados:** 9.90% en promedio.

Si bien es cierto, estas 3 partidas en cada periodo representan entre un 87% - 88% del total de ingresos por actividades ordinarias, la distribución ha ido cambiando principalmente en los ingresos por telefonía móvil de Chile y Perú, ya que en 2017 y 2018 más del 50% de los ingresos de actividades ordinarias era proveniente de la telefonía móvil de Chile, sin embargo, en 2019 y 2020 ya no lo era, esto porque tomo mayor fuerza la telefonía móvil de Perú en estos años alcanzando casi un 30% en los últimos periodos.

Lo anterior significa una disminución en las ventas de telefonía móvil de Chile desde 2017 a 2020 de 4.232 millones de UF que representa una caída del 10.80%, esto fue compensado por un aumento en las ventas de telefonía móvil de Perú en el mismo periodo en 4.515 millones de UF, lo cual representa un crecimiento en los ingresos de un 26.47% que se ha mantenido en el primer trimestre 2021. Por lo anterior, es que no se ve mayor diferencia en los ingresos de los años 2017 y 2020 (0,7% de variación), pero tiene que ver con un cambio en la distribución de los ingresos totales de Entel por país.

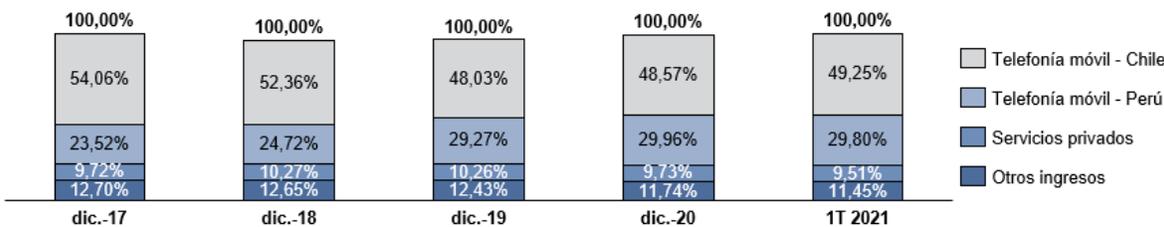
A continuación, se presenta la figura 1 y 2 que muestra un evolutivo de ingresos de actividades ordinaria en millones de UF y en porcentaje por año para mostrar el efecto de manera más clara.

Figura 1. Distribución en millones de UF de ingresos de actividades ordinarias



Fuente: Elaboración propia.

Figura 2. Distribución porcentual de ingresos de actividades ordinarias



Fuente: Elaboración propia.

Dentro de los 4 años cerrados de análisis, el que tuvo mayores ingresos por actividades ordinarias fue el 2017, luego hubo una baja importante en 2018 que se mantuvo en 2019 por el estallido social, sin embargo, el 2020 hubo aumento en los ingresos operacionales principalmente por mayores ingresos en la operación móvil de Chile - Perú y servicios fijos de Chile asociados a “Entel Hogar” que espera seguir creciendo en 2021.

Lo anterior es concordante con lo mostrado en los ingresos totales de la compañía por país y segmento de negocios, ya que se mostraba que en 2017 y 2018 un cuarto de los ingresos totales de la compañía venían de Perú, mientras que para el 2019 y 2020 correspondían a un 32% de los ingresos totales, si bien es cierto los ingresos de actividades ordinarias de Perú representan cerca de un 30% de estos ingresos, acá no se consideran los “otros ingresos” generados en 2019 y 2020 por la venta de torres en Chile y Perú que explican la diferencia no considerada para la telefonía móvil de Perú entre los ingresos totales del país y los ingresos por actividades ordinarias.

5.1.2 Otras ganancias (pérdidas).

Las otras ganancias o pérdidas toman un rol importante para Entel los años 2019 y 2020, ya que en 2019 la compañía comenzó con un proceso de enajenación de su portafolio de redes y elementos complementarios a ella que implicaba no superar el 40% de las torres propias de Chile y un 64% en Perú, esto generó la venta de 1.980 torres en Chile y 1.262 en Perú, el proceso se inició en 2019 y se dio cierre en el año 2020, generando ganancias no operacionales en ambos periodos y en el 1T 2021. Estos ingresos representan el 9.4% del total de los ingresos totales del 2019 y un 1.9% de los ingresos totales del 2020.

En las tablas 21 se presenta el detalle de estas ganancias por cada uno de los años en millones de UF.

Tabla 21. Distribución de ingresos por otras ganancias (pérdidas).

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ganancia en venta torres de telefonía móvil	-	-	7.102	1.470	1.139
Ganancia (pérdida) en venta otras PPE	5	-3	220	-39	-45
Otras ganancias	5	-3	7.322	1.431	1.094

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Con los datos de la tabla 21, queda claro que el crecimiento de ingresos de Entel del año 2019 proviene de la venta de torres de telefonía móvil al igual que en 2020, para el primer trimestre del 2021 ha tenido ganancias por este concepto, son inferiores al 2020.

5.1.3 Otros Ingresos.

El ítem otros ingresos representa menos del 1% de los ingresos totales de Entel durante los 4 periodos de análisis. En la tabla 22 se muestra la apertura de estos ingresos en millones de UF.

Tabla 22. Distribución de ingresos por "otros ingresos".

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Subarrendos de locales y puntos de venta	143	154	164	275	258
Reemb. de distr. por pérdidas de equipos	82	83	101	62	60
Int. comerciales y reemb. gastos de cobranza	90	50	67	47	16
Traslado de redes	-	21	-	-	-
Indemnizaciones y seguros	25	11	6	-	-
Otros	107	39	67	73	110
Otros ingresos	447	358	405	456	445

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

En la tabla 23 se presenta la distribución de estos ingresos en función del total de “otros ingresos”, se puede ver que, a pesar de ser montos pequeños, son recurrentes.

Tabla 23. Distribución porcentual de ingresos por “otros ingresos”.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Subarriendos de locales y puntos de venta	31,89%	42,97%	40,40%	60,23%	58,05%
Reemb. de distr. por pérdidas de equipos	18,39%	23,27%	24,92%	13,56%	13,50%
Int. comerciales y reemb. gastos de cobranza	20,14%	14,00%	16,55%	10,20%	3,63%
Traslado de redes	0,00%	5,77%	0,00%	0,00%	0,00%
Indemnizaciones y seguros	5,65%	3,18%	1,58%	0,00%	0,00%
Otros	23,94%	10,81%	16,54%	16,01%	24,82%
Otros ingresos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: *Elaboración propia.*

Es importante señalar que dentro de estos otros ingresos hay algunas partidas que se considerarán como operacionales y otros como no operacionales, esto se presentará en detalle en la sección de resultado no operacional.

Lo anterior principalmente porque hay ingresos que son recurrentes y algunos que no son, para efectos de proyección se considerarán los recurrentes como operacionales y proyectables en los próximos periodos.

5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales.

En esta sección se analizarán los costos y gastos operacionales que presenta Entel en los últimos 4 años y el 1T 2021 anualizado. Al igual que en los ingresos, se procede con la apertura por segmento de negocio y país, continuando con el detalle de acuerdo con las partidas presentadas por la compañía en los estados financieros, cabe señalar que Entel en sus costos operacionales incluye gastos por depreciación, amortización y deterioro, pero para efectos de los análisis estos costos serán analizados de manera aislada, ya que no representan flujo de efectivo.

En la tabla 24 se presenta la distribución de costos y gastos operacionales por segmento de negocio y país de operación sin considerar depreciación, amortización y deterioro de propiedad, planta y equipos.

Tabla 24. Distribución de costos y gastos operacionales por segmento y país.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Chile	36.252	34.567	29.938	30.502	31.082
Segmento Personas	22.868	21.989	19.097	19.625	20.214
Segmento Empresas	6.737	5.927	5.058	4.872	4.886
Corporaciones	5.318	5.160	5.184	5.531	5.586
Otros Negocios	28.414	31.205	28.818	30.017	30.239
Eliminaciones	-27.086	-29.714	-28.219	-29.543	-29.844
Perú	20.397	19.705	20.473	19.833	19.826
Telefonía móvil y fija (Perú)	20.397	19.705	20.473	19.833	19.826
Ingresos totales	56.648	54.272	50.411	50.335	50.907

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Los costos operacionales de Entel Chile tuvieron una baja importante en 2019, lo cual va de la mano con el decrecimiento en los ingresos revisados en la sección anterior para este año, sin embargo, con la mejora en los ingresos de algunos segmentos, especialmente personas, los costos también han ido creciendo.

Respecto a los costos de Perú, se han mantenido constantes a pesar del crecimiento en ingresos que ha tenido desde el 2019, lo cual es muy positivo ya que puede generar más ingreso al mismo costo total.

Por otro lado, en 2020 y en lo que va del 2021, los costos operacionales totales de Entel se han mantenido muy similares al 2019, principalmente por una ligera baja en los costos de Perú, compensado con un mayor costo en el segmento personas y corporaciones de Chile.

La tabla 25 muestra el crecimiento o decrecimiento de los costos operacionales por país y segmento de negocio de Entel

Tabla 25. Crecimiento o decrecimiento de costos operacionales.

En %	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Chile	-4,65%	-13,39%	1,88%	1,90%
Segmento Personas	-3,85%	-13,15%	2,76%	3,01%
Segmento Empresas	-12,02%	-14,67%	-3,67%	0,29%
Corporaciones	-2,97%	0,46%	6,70%	0,98%
Otros Negocios	9,82%	-7,65%	4,16%	0,74%
Eliminaciones	9,70%	-5,03%	4,69%	1,02%
Perú	-3,39%	3,90%	-3,13%	-0,04%
Telefonía móvil y fija (Perú)	-3,39%	3,90%	-3,13%	-0,04%
Ingresos totales	-4,20%	-7,11%	-0,15%	1,14%

Fuente: Elaboración propia.

Lo más relevante es que en el año 2019 hubo una reducción de costos muy importantes en Chile, con una disminución del 13% respecto al 2018, sin embargo, en Perú los costos crecieron alrededor de un 4%, esto genera como neto una reducción en los costos operacionales de 3.861 millones de UF (7.11%) que se alude principalmente a la disminución de costos de arriendos y mantenciones, esto producto que el estallido social y posterior pandemia hizo que las empresas comiencen a tomar la decisión de dejar algunos arriendos, generando ahorros en estas partidas, la reducción de estos costos representa un 78% de la variación anual, el otro 22% esta explicado en un 6.5% por gastos por beneficios a empleados y el 15.5% restante por otros costos operativos tales como reducción de costos en servicios profesionales / consultorías y participaciones a otros operadores. En 2021 los costos se han mantenido parejos respecto al 2020, a excepción del segmento personas dado que tuvo un incremento en ingresos.

En la tabla 26 se presenta la información del peso específico que representa cada segmento y país sobre el total de los costos y gastos operacionales por año.

Tabla 26. Distribución porcentual de costos y gastos operacionales por segmento y país.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Chile	63,99%	63,69%	59,39%	60,60%	61,06%
Segmento Personas	40,37%	40,52%	37,88%	38,99%	39,71%
Segmento Empresas	11,89%	10,92%	10,03%	9,68%	9,60%
Corporaciones	9,39%	9,51%	10,28%	10,99%	10,97%
Otros Negocios	50,16%	57,50%	57,17%	59,63%	59,40%
Eliminaciones	-47,81%	-54,75%	-55,98%	-58,69%	-58,62%
Perú	36,01%	36,31%	40,61%	39,40%	38,94%
Telefonía móvil y fija (Perú)	36,01%	36,31%	40,61%	39,40%	38,94%
Ingresos totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

En el año 2019 y 2020 se ve claramente el incremento en el peso relativo de los costos de Perú alcanzando un 40% del total de costos, esto tiene relación directa con la mejora en los ingresos de este país, sin embargo, llama la atención que el peso específico en costos sea tan superior al de sus ingresos, por ejemplo, en el 1T 2021 los costos totales de Perú representan un 38.94%, mientras que los ingresos totales de Perú un 31.39%.

Respecto a los segmentos de Chile, se redujeron los costos en personas y empresas considerablemente en 2019 y 2020 respecto a 2018, esto apalancado por la disminución de ingresos que tuvo Entel Chile en este mismo año, básicamente la disminución de los ingresos se vio compensada con la reducción de costos para estas partidas.

Para continuar con el análisis de costos, se presenta la tabla 27 que muestra la distribución de costos y gastos operacionales separadas por cada una de las partidas de Entel en millones de UF.

Tabla 27. Distribución de costos y gastos operacionales por actividad.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Gastos por beneficios a empleados	9.298	9.438	9.190	8.826	8.732
Pérdidas por deterioro cuentas por cobrar	1.800	2.327	2.342	2.592	2.613
Otros gastos	45.550	42.507	38.879	38.916	39.562
Costos totales	56.648	54.272	50.411	50.335	50.907

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Claramente la mayor parte de los costos y gastos operacionales vienen dados por otros gastos, en la tabla 28 se muestra el peso específico de cada una de las partidas de gastos respecto al costo total operativo (sin depreciación, amortización ni deterioro).

Tabla 28. Distribución porcentual de costos y gastos operacionales por actividad.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Gastos por beneficios a empleados	16,41%	17,39%	18,23%	17,54%	17,15%
Pérdidas por deterioro cuentas por cobrar	3,18%	4,29%	4,64%	5,15%	5,13%
Otros gastos	80,41%	78,32%	77,12%	77,31%	77,71%
Costos totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

* Los valores no incluyen amortización, depreciación ni deterioro de propiedad, planta y equipo.

La tabla 28 muestra que el 78% de los gastos operacionales en promedio corresponden a "otros gastos", el cual está compuesto principalmente por publicidad, comisiones y costos de ventas, arriendos y mantenciones, cargos de acceso y participaciones a corresponsales, servicios profesionales y consultarías, entre otros. Luego lo sigue con un 17% los gastos por beneficios a los empleados, en este ítem se incluyen los salarios del personal.

Finalmente, el diferencial de costos operacionales se debe a las cuentas por cobrar que se asumen como no cobrables y se consideran como costos operacionales.

En las siguientes secciones, se presenta el detalle con cada una de las aperturas de los gastos y costos operacionales de Entel.

5.2.1 Otros gastos.

Lo primero en analizar será el ítem “otros gastos”, ya que representa alrededor del 77% de los costos y gastos operacionales de los últimos 2 años y el 1T 2021, cabe señalar que en el año 2017 y 2018 incluso superaba este valor.

En la tabla 29 se presenta la distribución de los gastos operacionales en millones de UF con sus respectivas partidas para cada periodo.

Tabla 29. Distribución de “otros gastos”

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Cargos de acceso y participaciones	6.218	5.039	3.336	3.141	3.010
Outsourcing y materiales	1.887	1.878	2.001	2.005	1.997
Publicidad, comisiones y costo de venta	20.909	19.662	20.528	19.463	20.362
Arriendos y mantenciones	8.292	7.856	4.848	5.508	5.397
Participaciones a otros operadores	1.780	1.763	1.504	1.597	1.613
Servicios profesionales y consultorías	2.169	1.897	1.693	2.152	2.030
Energía y otros consumos	1.280	1.311	1.585	1.789	1.766
Otros	3.014	3.101	3.385	3.261	3.388
Costos totales otros gastos	45.550	42.507	38.879	38.916	39.562

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

En la tabla 29 se puede apreciar claramente que hay gastos que explican una mayor parte de los “otros gastos” respecto a otros, este es el caso de publicidad, comisiones y costos de ventas que es un número importante del total, representando aproximadamente la mitad de los otros gastos.

Por otro lado, otras partidas importantes corresponden a los arriendos y mantenciones, pero han tenido una baja importante en 2019, la cual ha ido aumentando de manera ligera en 2020 – 2021, pero aún lejos de los niveles iniciales 2017 – 2018. El resto de los “otros gastos” se divide en los otros ítems descritos en la tabla 29.

En la tabla 30 se presenta la distribución porcentual de los “otros gastos” por cada una de las líneas descritas en la tabla 29, esto con el fin de analizar cuál de las partidas es la más importante en “otros gastos” y la evolución en el tiempo que han tenido.

Tabla 30. Distribución porcentual de “otros gastos”

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Cargos de acceso y participaciones	13,65%	11,85%	8,58%	8,07%	7,61%
Outsourcing y materiales	4,14%	4,42%	5,15%	5,15%	5,05%
Publicidad, comisiones y costo de venta	45,90%	46,26%	52,80%	50,01%	51,47%
Arriendos y mantenciones	18,20%	18,48%	12,47%	14,15%	13,64%
Participaciones a otros operadores	3,91%	4,15%	3,87%	4,10%	4,08%
Servicios profesionales y consultorías	4,76%	4,46%	4,35%	5,53%	5,13%
Energía y otros consumos	2,81%	3,08%	4,08%	4,60%	4,46%
Otros	6,62%	7,29%	8,71%	8,38%	8,56%
Costos totales otros gastos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

Con los resultados de la tabla 30, se puede ver que alrededor del 50% de los “otros gastos” relacionados a la operación provienen de publicidad, comisiones y costo de venta, a su vez, como “otros gastos” representa alrededor del 77% del total de gastos operacionales, los costos de publicidad, comisiones y costos de venta representan alrededor del 38% de los costos totales operacionales.

Otro de los gastos más relevantes de “otros gastos” proviene de arriendos y mantenciones, aunque ha ido disminuyendo su costo, y por lo tanto su peso específico en 2019 y 2020, lo cual tiene mucho sentido teniendo en consideración que se comenzó con el teletrabajo por motivos de estallido social y pandemia que debiese generar un ahorro en arriendos.

En la tabla 31 se muestra el costo total de publicidad, comisiones y costo de venta en los periodos analizados y a su vez, cuanto representa este gasto en los costos totales operacionales.

Tabla 31. Gastos de publicidad, comisiones y costos de ventas sobre costos totales.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Publicidad, comisiones y costo de venta	20.909	19.662	20.528	19.463	20.362
Costos totales	56.648	54.272	50.411	50.335	50.907
Peso específico en costos	36,91%	36,23%	40,72%	38,67%	40,00%

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Con la información de la tabla 31, se concluye que el costo de publicidad, comisiones y costo de venta no solo es importante dentro del ítem “otros gastos” representando alrededor del 50%, si no que representa una parte importante del total de costos operacionales en cada uno de los períodos, donde siempre ha superado el 35% de los costos totales sin considerar depreciación ni amortización, alcanzando el 40% en lo que va del 2021.

5.2.2 Gastos por beneficios a empleados.

Unos de los costos que representa alrededor de un 17% de los costos totales de Entel es el gasto por beneficios a empleados, en este ítem se encuentran todos los gastos que realiza Entel a sus colaboradores.

En la tabla 32 se muestra el detalle de los gastos por este concepto en millones de UF.

Tabla 32. Gastos por beneficios a empleados.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Sueldos y salarios	6.942	6.885	6.576	6.721	6.542
Beneficio a corto plazo a los empleados	734	499	776	627	752
Gastos beneficios post - empleo	-24	-116	13	29	30
Beneficios de terminación	396	924	695	466	457
Otros gastos de personal	1.250	1.246	1.129	984	951
Costos empleados	9.298	9.438	9.190	8.826	8.732

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Claramente una gran parte de los costos de empleados viene dada por sueldos y salarios, pero también es interesante ver que Entel incurre en otros gastos de personal en un monto importante en todos los periodos analizados, sin embargo, este ítem ha ido bajando en 2019 y 2020 de manera considerable.

En la tabla 33 se presenta el peso específico de cada una de las partidas dentro del gasto por beneficios a empleados.

Tabla 33. Gastos en términos porcentuales por beneficios a empleados.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Sueldos y salarios	74,66%	72,95%	71,56%	76,15%	74,92%
Beneficio a corto plazo a los empleados	7,89%	5,28%	8,45%	7,10%	8,61%
Gastos beneficios post - empleo	-0,26%	-1,23%	0,14%	0,33%	0,35%
Beneficios de terminación	4,26%	9,79%	7,57%	5,28%	5,23%
Otros gastos de personal	13,45%	13,21%	12,29%	11,15%	10,89%
Costos empleados	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

Como se esperaba, el ítem más importante son los sueldos y salarios, esto representa un 74% en promedio de los gastos por beneficios a empleados, luego lo sigue los otros gastos de personal y los beneficios a corto plazo a los empleados.

Así como los gastos de publicidad, comisiones y costo de venta representaban alrededor del 40% de los costos totales en los últimos años, los sueldos y salarios representan cerca de un 13% de este costo total operacional.

5.2.3 Pérdidas netas por deterioro cuentas por cobrar

Este ítem representa alrededor de un 5% de los costos operacionales en 2020, el valor excluye el deterioro de propiedad, planta y equipo (PPE) y solo considera las pérdidas por cuentas por cobrar que pasan a ser irre recuperables.

En la tabla 34 se muestra el detalle del evolutivo en millones de UF.

Tabla 34. Costos por pérdidas netas por deterioro por cobrar.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Pérdidas por deterioro cuentas por cobrar	1.800	2.327	2.342	2.592	2.613
Pérdidas por deterioro cuentas por cobrar	1.800	2.327	2.342	2.592	2.613

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Con los datos de la tabla 34 se ve que el 2018 las cuentas por cobrar que pasaron a ser incobrables tuvieron un aumento importante y se mantuvo en 2019, el problema es que el 2020 siguió aumentando este valor principalmente por la llegada de la pandemia y el no pago de algunos clientes de sus planes contratados con Entel, situación que se ha mantenido el primer trimestre 2021, lo anterior hizo aumentar las pérdidas por deterioro de cuentas por cobrar en un 44% si se compara 2020 con 2017.

5.2.4 Gastos por depreciación, amortización y deterioro PPE.

Como se mencionó en un inicio, este ítem será tratado de manera aislada ya que no representa flujos operacionales de la empresa, acá se consideran las pérdidas por deterioro PPE y los gastos por depreciación y amortización.

En la tabla 35 se presenta el detalle del evolutivo de estos gastos en millones de UF.

Tabla 35. Detalle de gastos por depreciación, amortización y deterioro PPE.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Pérdidas por deterioro PPE	144	161	136	149	152
Gasto por depreciación y amort.	11.787	12.028	14.929	16.079	15.880
Depr, amortización y deterioro	11.931	12.189	15.065	16.228	16.033

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Claramente gran parte de estos gastos provienen de los gastos por depreciación y amortización que Entel lo presenta dentro de sus costos operacionales, sin embargo, es mejor aislar este ítem para no tener errores en los cálculos futuros de los márgenes bruto y EBITDA.

5.2.5 Costos Operaciones totales respecto a los ingresos

Luego de realizar todo el análisis de costos vistos en esta sección y de ingresos revisadas en la sección anterior, se procede a hacer un análisis general incluyendo ambas variables de manera introductoria para las secciones siguientes.

En la tabla 36 se presenta el detalle de los ingresos totales, considerando ingresos no recurrentes, y los costos totales, sin incluir depreciación ni amortización, esto con el fin de evaluar la evolución de los costos sobre los ingresos de la compañía en los periodos.

Tabla 36. Detalle ingresos y costos operacionales totales (sin depreciación ni amortización).

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos totales	72.959	69.759	77.624	73.872	74.351
Costos totales	56.648	54.272	50.411	50.335	50.907
Costos totales sobre ingresos	77,64%	77,80%	64,94%	68,14%	68,47%

Fuente: Elaboración propia.

De lo anterior se puede inferir que Entel ha tenido la política de ir disminuyendo sus costos en 2019 y 2020 respecto a sus ingresos con el fin de mejorar su resultado operacional, sin embargo, hay que recordar que el 2019 y 2020 tienen ingresos no operacionales importantes en otras ganancias por la venta de torres de telefonía móvil.

En la tabla 37 se presenta el mismo análisis de la tabla 36 pero solo considera los costos operacionales sobre los ingresos de actividades ordinarias.

Tabla 37. Detalle ingresos de actividades ordinarias y costos operacionales totales.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades ordinarias	72.508	69.404	69.897	71.986	72.813
Costos totales	56.648	54.272	50.411	50.335	50.907
Costos totales sobre ingresos	78,13%	78,20%	72,12%	69,92%	69,92%

Fuente: Elaboración propia.

Con los valores de la tabla 37 se mantiene la conclusión que Entel ha venido disminuyendo su porcentaje de costos sobre los ingresos operacionales desde 2019, pero no de la manera tan pronunciada como se veía en la tabla 36 cuando se consideraban todos los ingresos, esta tendencia se ha mantenido en 2020 y 2021, ya que ha seguido disminuyendo sus costos totales en función de sus ingresos de actividades ordinarias, en la sección márgenes se realizará la apertura por cada segmento y país.

Es importante tener en consideración que para efectos de proyecciones se consideran solo los ingresos recurrentes como proyectables, por esto se realiza la separación y así tener claridad del porcentaje de costos sobre los ingresos operacionales y no totales.

5.2.6 Costos operaciones y gastos de administración.

Para poder calcular en las secciones posteriores los márgenes, se debe separar entre margen bruto y margen EBITDA, para ello se debe tener claro cuáles son los costos que se utilizarán para los costos operaciones y gastos de administración.

En la tabla 38 se presenta la distribución y el detalle de los costos que serán considerados como operacionales, es decir, los gastos en los que debe incurrir Entel para que su negocio pueda operar correctamente.

Tabla 38. Detalle de los costos operacionales considerados para el EERR.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Cargos de acceso y participaciones	6.218	5.039	3.336	3.141	3.010
Outsourcing y materiales	1.887	1.878	2.001	2.005	1.997
Publicidad, comisiones y costo de venta	20.909	19.662	20.528	19.463	20.362
Arriendos y mantenciones	8.292	7.856	4.848	5.508	5.397
Participaciones a otros operadores	1.780	1.763	1.504	1.597	1.613
Servicios profesionales y consultorías	2.169	1.897	1.693	2.152	2.030
Energía y otros consumos	1.280	1.311	1.585	1.789	1.766
Otros	3.014	3.101	3.385	3.261	3.388
Pérdidas por deterioro cuentas por cobrar	1.800	2.327	2.342	2.592	2.613
Total costos operacionales	47.350	44.834	41.221	41.509	42.175
Costo de ventas sobre ingresos	64,90%	64,27%	53,10%	56,19%	56,72%

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Por otro lado, para los gastos de administración se incluyen los gastos asociados a beneficios a empleados, se incluyen los sueldos, beneficios a corto plazo, beneficios de terminación u otros gastos de personal.

En la tabla 39 se muestra el detalle de los gastos considerados para este ítem.

Tabla 39. Detalle de los gastos de administración y ventas considerados para el EERR.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Sueldos y salarios	6.942	6.885	6.576	6.721	6.721
Beneficio a corto plazo a los empleados	734	499	776	627	627
Gastos beneficios post - empleo	-24	-116	13	29	29
Beneficios de terminación	396	924	695	466	466
Otros gastos de personal	1.250	1.246	1.129	984	984
Total gastos de adm. y ventas	9.298	9.438	9.190	8.826	8.826
Costo de ventas sobre ingresos	12,74%	13,53%	11,84%	11,95%	11,87%

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

5.3 Análisis del resultado no operacional.

Para analizar el resultado no operacional de Entel, lo primero que se realizará será considerar las partidas que presenta la compañía en sus estados financieros, luego ir a revisar y analizar el nivel de detalle de las que son más representativas.

Posterior a esto, se revisarán en detalle las cuentas de otros ingresos, otras ganancias (pérdidas) y otros gastos, que Entel las considera como operacionales, para determinar cuáles de estas partidas son realmente operacionales y cuales no lo son.

En la tabla 40 se presenta el resultado no operacional presentado por la compañía para los periodos de tiempo analizados.

Tabla 40. Resultado no operacional presentado por Entel.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos financieros	195	69	309	375	229
Costos financieros	-2.987	-2.819	-3.446	-3.527	-3.356
Diferencias de cambio	-260	-36	161	-4	-3
Resultados por unidades de reajuste	-358	-594	-687	-920	-968
Resultado no operacional	-3.410	-3.380	-3.663	-4.077	-4.098
Ingresos totales	72.959	69.759	77.624	73.872	74.351
Resultado no operaciones sobre ingresos	-4,67%	-4,85%	-4,72%	-5,52%	-5,51%

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

La tabla 40 nos muestra que el resultado no operacional presentado por Entel ha sido negativo en todos los periodos y corresponde alrededor de -5% de los ingresos totales de la compañía por año, la principal explicación viene dado por los costos financieros.

En la tabla 41 se presenta el peso específico que tienen los costos financieros incluidos por Entel en el resultado no operacional sobre sus ingresos totales por periodo.

Tabla 41. Costos financieros sobre ingresos totales.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Costos financieros	-2.987	-2.819	-3.446	-3.527	-3.356
Ingresos totales	72.959	69.759	77.624	73.872	74.351
Costos financieros sobre ingresos	-4,09%	-4,04%	-4,44%	-4,77%	-4,51%

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Por lo tanto, de los -5% que representa en promedio el resultado no operacional de Entel sobre los ingresos totales, cerca del 85% de esto es por los costos financieros en los que está incurriendo la compañía principalmente por gastos por intereses asociados a bonos emitidos por Entel, además de otras partidas.

En la tabla 42 se presenta el detalle de los costos financieros en millones de UF por cada periodo analizado, aperturado por cada una de las partidas que lo componen.

Tabla 42. Detalle de los costos financieros.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Gastos por intereses, prestamos	-273	-367	-421	-83	-60
Gastos por intereses, bonos	-2.149	-1.890	-2.157	-2.479	-2.400
Amort. de gastos contratos de préstamo	-159	-78	-142	-102	-83
Cobertura de tasas de interés (CCS)	-175	-195	-32	-9	-28
Derivados ajuste valor razonable - IRS	-	-83	-	-	-19
Gasto por intereses, arrendamientos	-6	-2	-499	-662	-501
Gasto por int. planes benef. post empleo	-25	-27	-29	-29	-28
Gasto por intereses, otros	-91	-68	-60	-59	-52
Otros costos financieros	-109	-110	-106	-104	-95
Total costos financieros	-2.987	-2.819	-3.446	-3.527	-3.268

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Por lo tanto, el gran valor de los costos financieros se debe a los gastos por intereses en los bonos emitidos, este monto aumento en 2019 ya que se emitió un bono en octubre y por el mismo motivo, en 2020 alcanzó su máximo valor.

Lo anterior da a entender que, para proyectar el valor, se debe considerar el 2020 como mejor proxi, pero debería tener una disminución desde octubre 2023, ya que la colocación de bonos 144A realizada en octubre del 2013 por un plazo de vencimiento promedio de 10 años llegaría a su fin.

Una vez que se obtiene el resultado no operacional presentado por la compañía y entender la relevancia que tiene dentro del estado de resultado de Entel, además de identificar cuáles son los elementos más importantes que hacen aumentar o disminuir este resultado a lo largo del tiempo, se procede a analizar las cuentas de otros ingresos, otras ganancias (pérdidas) y otros gastos para determinar si los elementos que componen estas partidas corresponden a la operación de Entel o bien se deben considerado como no operacionales.

Para lo anterior se comenzarán revisando las “otras ganancias (pérdidas), ya que han tenido mucha relevancia en los últimos años por la venta de torres de telefonía móvil, siguiendo por los “otros ingresos” y finalmente “otros costos”.

5.3.1 Otras ganancias (pérdidas).

Si bien es cierto en los estados financieros de Entel esta partida se incluye dentro de los ingresos operacionales y pueden serlo, ya que corresponde principalmente a la venta de 1.980 torres en Chile y 1.262 en Perú por el proceso de enajenación de su portafolio de redes y elementos complementarios a ella que implicaba no superar el 40% de las torres propias de Chile y un 64% en Perú, este no es un ingreso recurrente y no se puede proyectar a futuro si no se tiene la certeza que existirá alguna venta en particular.

Por otro lado, las ganancias o pérdidas en ventas de otras propiedades, plantas y equipos (PPE) tampoco son proyectables, ya que corresponden a ventas o pérdidas del periodo.

En la tabla 43 se muestra el detalle de los montos por periodo en millones de UF y la forma en la cual serán considerados, ya sea operacional o no operacional.

Tabla 43. Detalle de otras ganancias (pérdidas)

En M\$	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ganancia en venta torres de telefonía móvil	-	-	7.102	1.470	1.139
Ganancia (pérdida) en venta otras PPE	5	-3	220	-39	-45
Otras ganancias	5	-3	7.322	1.431	1.094

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

	Operacional	No Operacional
Ganancia en venta torres de telefonía móvil	-	X
Ganancia (pérdida) en venta otras PPE	-	X

Es importante señalar que se consideran en esta categoría entendiendo que no son gastos recurrentes, y por lo tanto para efectos de proyección podría generar una sobre estimación de los próximos periodos en ingresos, si no se aísla este efecto.

5.3.2 Otros ingresos

El componente “otros ingresos” es un componente muy pequeño dentro de los ingresos totales de la compañía, representan menos del 1%, a pesar de ellos, sin embargo, algunas de estas partidas se deben aislar para efectos de proyección, ya que no son recurrentes.

En la tabla 44 se muestra el detalle de las actividades que componen “otros ingresos” y si estos serán considerados o no como operacionales.

Tabla 44. Detalle de otros ingresos.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Subarrendos de locales y puntos de venta	143	154	164	275	258
Reemb. de distr. por pérdidas de equipos	82	83	101	62	60
Int. comerciales y reemb. gastos de cobranza	90	50	67	47	16
Traslado de redes	-	21	-	-	-
Indemnizaciones y seguros	25	11	6	-	-
Otros	107	39	67	73	110
Otros ingresos	447	358	405	456	445

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

	Operacional	No Operacional
Subarrendos de locales y puntos de venta	X	-
Reemb. de distr. por pérdidas de equipos	X	-
Int. comerciales y reemb. gastos de cobranza	X	-
Traslado de redes	-	X
Indemnizaciones y seguros	-	X
Otros	-	X

El motivo por el que traslado de redes e indemnización y seguros son considerados como no operacionales, es porque no son recurrentes en todos los periodos y aparecen en algunos años específicamente, ya que en algunos el ingreso es de 0, por lo que no son proyectables en el futuro a menos que ocurran estos eventos en dicho periodo, pero no corresponde a un ingreso operacional recurrente.

Por otro lado, el ítem otros si bien es cierto se ve en todos los periodos, tiene una volatilidad muy alta y no hay una claridad más que una tendencia al alza en los últimos periodos, pero esto no da certeza que se mantenga, por lo anterior es que se considera como no operacional, pero se considerara y proyectará dentro del resultado no operacional de la compañía.

5.3.3 Otros gastos.

La categoría otros gastos ya fue analizada en la sección de costos y gastos operacional, donde fueron definidos en un 100% como gastos operacionales, en la tabla 45 se muestra el detalle de los gastos en millones de UF.

Tabla 45. Detalle de otros gastos.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Cargos de acceso y participaciones	6.218	5.039	3.336	3.141	3.010
Outsourcing y materiales	1.887	1.878	2.001	2.005	1.997
Publicidad, comisiones y costo de venta	20.909	19.662	20.528	19.463	20.362
Arriendos y mantenciones	8.292	7.856	4.848	5.508	5.397
Participaciones a otros operadores	1.780	1.763	1.504	1.597	1.613
Servicios profesionales y consultorías	2.169	1.897	1.693	2.152	2.030
Energía y otros consumos	1.280	1.311	1.585	1.789	1.766
Otros	3.014	3.101	3.385	3.261	3.388
Costos totales otros gastos	45.550	42.507	38.879	38.916	39.562

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

De acuerdo con lo expuesto en esta sección, se presenta la tabla 46 que muestra el resultado no operacional propuesto incluyendo todas las partidas no recurrentes mencionadas anteriormente y lo ya considerado por Entel en sus estados financieros.

Tabla 46. Resultado no operacional planteado sobre ingresos totales

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos no recurrentes	137	68	7.395	1.504	1.204
Ingresos financieros	195	69	309	375	229
Costos financieros	-2.987	-2.819	-3.446	-3.527	-3.356
Diferencias de cambio	-260	-36	161	-4	-3
Resultados por unidades de reajuste	-358	-594	-687	-920	-968
Resultado no operacional planteado	-3.273	-3.313	3.732	-2.573	-2.894

Ingresos recurrentes	72.822	69.691	70.229	72.369	73.147
Resultado no operaciones sobre ingresos	-4,49%	-4,75%	5,31%	-3,56%	-3,96%

Fuente: Elaboración propia.

Con esta forma de ver el resultado no operacional, quedo claro que una parte de los ingresos son por actividades no recurrentes ni proyectables al futuro, específicamente el año 2019 el resultado no operacional es positivo y representa el 5.31% de los ingresos recurrentes de la compañía, esto es muy importante separar para no sobre estimar los ingresos al momento de proyectar los estados de resultado futuro.

5.4 Análisis de márgenes.

Para realizar el análisis de márgenes se presenta el Estado de Resultado planteado de acuerdo con lo revisado en las secciones anteriores, consideran en ingresos operacionales solo los ingresos por actividades ordinarias y los otros ingresos operacionales definidos en la sección 5.3.2.

La tabla 47 muestra el detalle de lo revisado en las secciones anteriores, con la separación propuesta anteriormente del resultado no operacional en millones de UF.

Tabla 47. Estado de resultado planteado.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	72.822	69.691	70.229	72.369	73.147
Costos Operacionales (-)	-47.350	-44.834	-41.221	-41.509	-42.175
Margen Bruto	25.472	24.857	29.008	30.860	30.972
Gastos de administración y venta (-)	-9.298	-9.438	-9.190	-8.826	-8.732
EBITDA	16.174	15.420	19.818	22.034	22.240
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-11.931	-12.189	-15.065	-16.228	-16.033
Resultado Operacional (EBIT)	4.244	3.230	4.753	5.805	6.207
Ingresos no recurrentes (+)	137	68	7.395	1.504	1.204
Ingresos financieros (+)	195	69	309	375	229
Costos financieros (-)	-2.987	-2.819	-3.446	-3.527	-3.356
Diferencias de cambio (+ / -)	-260	-36	161	-4	-3
Resultados por unidades de reajuste (-)	-358	-594	-687	-920	-968
Ganancia antes de impuesto	970	-82	8.485	3.232	3.313
Impuesto a las ganancias (+ / -)	650	-774	-3.040	-326	914
Resultado neto	1.620	-857	5.445	2.906	4.227

Fuente: Elaboración propia.

Las variables presentadas en la tabla 47 fueron revisadas en las secciones previas, los principales cambios del EERR propuesto respecto a lo presentado por la compañía son:

- En el EERR propuesto para los ingresos de actividades operacionales se excluyen los ingresos no recurrentes como se presentó en la sección de resultado no operacional, solo se consideran solo los ingresos por actividades ordinarias sumado a los otros ingresos operacionales.
- Se presenta la depreciación, amortización y deterioro de una manera aislada, para no afectar al margen bruto.

El único punto no analizado son los ingresos (gastos) por impuestos a las ganancias corresponden al impuesto legal de cada año, donde se usa 25.5% para el 2017 y 27% para el resto de los periodos, pero además se incluyen los “ajustes al gasto por impuestos

utilizando la tasa legal”, los conceptos que incluyen son efecto impositivo de tasas de otras jurisdicciones, reajustes / fluctuaciones de inversiones tributarias, corrección monetaria de capital propio, gastos no deducibles impositivamente, efectos del impuesto diferido sobre el patrimonio, tributación calculada con la tasa aplicable, otros cargos por impuestos legales.

La tabla 48 muestra el estado de resultado presentado en la tabla 44 en términos porcentuales considerando como base los ingresos de actividades operacionales.

Tabla 48. Estado de resultado planteado en términos porcentuales de los ingresos operacionales.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales (-)	-65,02%	-64,33%	-58,69%	-57,36%	-57,66%
Margen Bruto	34,98%	35,67%	41,31%	42,64%	42,34%
Gastos de administración y venta (-)	-12,77%	-13,54%	-13,09%	-12,20%	-11,94%
EBITDA	22,21%	22,13%	28,22%	30,45%	30,40%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-16,38%	-17,49%	-21,45%	-22,42%	-21,92%
Resultado Operacional (EBIT)	5,83%	4,64%	6,77%	8,02%	8,49%
Ingresos no recurrentes (+)	0,19%	0,10%	10,53%	2,08%	1,65%
Ingresos financieros (+)	0,27%	0,10%	0,44%	0,52%	0,31%
Costos financieros (-)	-4,10%	-4,05%	-4,91%	-4,87%	-4,59%
Diferencias de cambio (+ / -)	-0,36%	-0,05%	0,23%	-0,01%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste (-)	-0,49%	-0,85%	-0,98%	-1,27%	-1,32%
Ganancia antes de impuesto	1,33%	-0,12%	12,08%	4,47%	4,53%
Impuesto a las ganancias (+ / -)	0,89%	-1,11%	-4,33%	-0,45%	1,25%
Margen neto	2,22%	-1,23%	7,75%	4,01%	5,78%

Fuente: Elaboración propia.

Con los resultados presentados en la tabla 48, se muestra que el margen bruto de la compañía ha ido creciendo en los últimos años de manera significativa principalmente por la disminución de costos operacionales desde 2019 por arriendos y mantenciones, lo que repercute en un aumento del EBITDA de Entel desde 2019, sin embargo, desde el 2019 los gastos por depreciación, amortización y deterioro aumentar mucho respecto a los ingresos operacionales, porque el EBIT creció, pero no de la misma forma que el margen bruto o el EBITDA. Finalmente, al incluir el resultado no operacional, incluyendo los ingresos no recurrentes, claramente el 2019 y 2020 tienen efectos importantes por los ingresos de ventas de antenas móviles.

5.4.1 Análisis de márgenes totales

En la tabla 49 se muestran los márgenes brutos, EBITDA, EBIT y margen neto anteriormente presentados de Entel, esta para cada periodo.

Tabla 49. Indicadores de márgenes en términos porcentuales.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Margen Bruto	34,98%	35,67%	41,31%	42,64%	42,34%
EBITDA	22,21%	22,13%	28,22%	30,45%	30,40%
EBIT	5,83%	4,64%	6,77%	8,02%	8,49%
Margen neto	2,22%	-1,23%	7,75%	4,01%	5,78%

Fuente: Elaboración propia.

Se puede apreciar que el margen bruto se mantuvo bastante parejo en 2017 y 2018 respecto a los ingresos operacionales planteados, pero aumentó en 2019 por la disminución de los costos operacionales, principalmente de arriendos y mantenciones, ya que los ingresos fueron muy similares al 2018. En el año 2020, los ingresos operacionales aumentaron y los costos se mantuvieron similares al 2019, esta tendencia se ha mantenido en el primer trimestre del 2021, por lo mismo es que el margen bruto aumento en este año alcanzando es 2020 es de 42.64% y el primer trimestre 2021 de 42.34% (valor anualizado).

Como los gastos de administración y ventas se han mantenido bastante constante en los años respecto a los ingresos operacionales, entre un 12.2% y un 13.5%, el EBITDA sigue la misma tendencia que el margen bruto.

Se considera dentro del análisis el EBIT, esto dado que la depreciación, amortización y deterioro representan un porcentaje importante de los ingresos, en 2017 representaba un 16.38%, el cual fue subiendo todos los periodos alcanzando un 22.42% en 2020 y ha mantenido esta misma tendencia en 2021. Lo anterior genera que el margen EBIT disminuya bastante respecto al margen EBITDA dependiendo del periodo que se esté analizando, viéndose más afectado los últimos años.

Al incorporar en el análisis el resultado no operacional y los impuestos explicados anteriormente, el margen neto de Entel nos muestra que fue de un 2.22% de los ingresos operacionales planteados el año 2017 y fue negativo en 2018 dado que el resultado no operacional es más negativo que el EBIT de ese año, además se contabilizaron reajustes de inversiones tributarias. Por otro lado, el 2019 y 2020 poseen un margen importante, pero tiene mucha relación con los ingresos no operacionales (recurrentes) explicados en la sección 5.3.1 de "otras ganancias (pérdidas)".

5.4.2 Análisis de márgenes por segmento de negocio.

Para continuar con el análisis de márgenes se realiza este por separado para cada segmento de negocio, la única salvedad es que se encuentra por el total de ingresos y no con la separación antes propuesta, esto porque no se encuentra el detalle del porcentaje en ingresos que corresponde la venta de torres a Chile y Perú de manera exacta, por lo tanto, no se podrá determinar el margen bruto por segmento, pero si el margen EBITDA y EBIT con los ingresos totales de la compañía.

Además, para los segmentos personas, empresas, corporaciones y otros negocios no se puede obtener el margen neto, ya que el resultado no operacional se presenta consolidado para Chile como “eliminaciones e ítems sin asignar” y no separado por cada segmento, por lo anterior, es que esto se presentará de manera separada.

- **Segmento Personas.**

El segmento personas está representado por personas naturales, usuarios terminales de los servicios y equipos transados, los servicios más relevantes del segmento son telefonía móvil voz, datos y equipos, además de servicios para el hogar (internet, telefonía y TV).

En la tabla 50 se presenta el evolutivo de los ingresos y costos totales relacionado con el segmento personas.

Tabla 50. Detalle de márgenes para el segmento Personas.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	33.237	31.244	29.639	31.254	32.108
Costos Operacionales (-)	-22.868	-21.989	-19.097	-19.625	-20.214
EBITDA	10.369	9.255	10.542	11.629	11.894
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-5.554	-5.676	-6.934	-6.764	-6.773
EBIT	4.815	3.579	3.608	4.866	5.121

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021.

En la tabla 50 se aprecia que el segmento personas tuvo una disminución en ingresos operacionales importante el año 2019 por efectos de la pandemia, pero que los recuperó en 2020 y se ha mantenido en 2021. Respecto a los costos operacionales, han seguido una tendencia similar a los ingresos, ya que en 2019 disminuyeron.

En la tabla 51 se presenta la evolución de los márgenes para este segmento:

Tabla 51. Crecimiento o decrecimiento de los márgenes en el segmento personas.

En %	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	-6,00%	-5,14%	5,45%	2,73%
Costos Operacionales (-)	-3,85%	-13,15%	2,76%	3,01%
EBITDA	-10,74%	13,90%	10,31%	2,27%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	2,21%	22,16%	-2,46%	0,14%
EBIT	-25,67%	0,81%	34,86%	5,24%

Fuente: Elaboración propia.

Como se esperaba, el año donde hubo menores ingresos en el segmento personas fue el 2019, pero la caída más abrupta fue en 2018, ya que el margen EBITDA y EBIT tuvieron un decrecimiento importante respecto al 2017, esta tendencia de caída en ingresos se mantuvo en 2019 producto de los efectos de la pandemia, sin embargo, este año hubo una reducción de costos operacionales importante en el segmento, esto hizo que se produzca un crecimiento en el EBITDA de alrededor de 13% en 2019 respecto al 2018, efecto que no se vio en el margen EBIT por el crecimiento de la depreciación, amortización y deterioro.

El año 2020 fue muy positivo para este segmento, ya que aumentaron los ingresos en un porcentaje mayor que el aumento de costos, lo que permitió mejorar el EBITDA en un 10.31% respecto al 2019, además, como la depreciación, amortización y deterioro fue menor en este periodo que el 2019, se genera un crecimiento significativo en EBIT de 34.86%, el crecimiento se ha mantenido en el primer trimestre del 2021.

En la tabla 52 se presentan los márgenes de este segmento en función de sus ingresos.

Tabla 52. Detalle de márgenes en función de los ingresos para el segmento Personas.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales (-)	-68,80%	-70,38%	-64,43%	-62,79%	-62,96%
EBITDA	31,20%	29,62%	35,57%	37,21%	37,04%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-16,71%	-18,17%	-23,39%	-21,64%	-21,09%
EBIT	14,49%	11,46%	12,17%	15,57%	15,95%

Fuente: Elaboración propia.

Con la información provista en la tabla 52, se puede corroborar lo explicado anteriormente, el 2019 hubo una reducción de costos operacionales importantes, lo que permitió mejorar el margen EBITDA en 6pp, además se mantiene la conclusión que el 2020 fue un buen año para este segmento ya que sus costos operacionales fueron los más bajos respecto a sus ingresos de todo el periodo y además posee el mayor margen EBITDA y EBIT de los 4 años, se espera que esta tendencia positiva se mantenga en 2021, como ya se vio en los resultados entregados por la compañía al cierre del primer trimestre 2021.

- **Segmento Empresas.**

El segmento empresas corresponde generalmente a personas jurídicas, en las cuales los servicios y equipos de Entel adquiridos son utilizados en sus procesos productivos, o bien comercializados, los servicios más importantes de este segmento son telefonía móvil de voz, datos y equipos, internet, arriendo de redes y telefonía local, TI, servicios digitales y de ciberseguridad.

En la tabla 53 se presenta el evolutivo de los ingresos y costos totales relacionado con el segmento empresas, en millones de UF.

Tabla 53. Detalle de márgenes para el segmento Empresas.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	10.965	10.209	9.128	8.548	8.495
Costos Operacionales (-)	-6.737	-5.927	-5.058	-4.872	-4.886
EBITDA	4.228	4.282	4.071	3.676	3.609
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-2.063	-2.054	-1.965	-2.077	-2.043
EBIT	2.165	2.227	2.106	1.599	1.567

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Con los resultados de la tabla 53, se aprecia que los ingresos han ido cayendo sistemáticamente para este segmento desde el 2018, al igual que en segmento personas, esta caída generó una disminución de costos operacionales que siga la misma tendencia a la baja, pero esto ha generado una caída en el EBITDA de este segmento desde el 2019, la cual se mantuvo en 2020. La tendencia del EBIT es muy similar al EBITDA, ya que los costos por depreciación, amortización y deterioro para este segmento se han mantenido bastante parejas en los periodos.

En la tabla 54 se presenta la evolución de los márgenes para el segmento.

Tabla 54. Crecimiento o decrecimiento de los márgenes en el segmento empresas.

En %	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	-6,90%	-10,59%	-6,36%	-0,61%
Costos Operacionales (-)	-12,02%	-14,67%	-3,67%	0,29%
EBITDA	1,27%	-4,92%	-9,70%	-1,81%
Depreciación, amortización y deterioro	-0,45%	-4,36%	5,70%	-1,64%
EBIT	2,90%	-5,45%	-24,07%	-2,03%

Fuente: Elaboración propia.

Al igual que el segmento personas, el segmento empresas tuvo una caída importante en sus ingresos en 2019 que venía desde el 2018, por lo que también se generó una reducción de costos significativa de alrededor de un 15% en 2019 respecto a 2018, lo que repercutió

en una caída de alrededor del 5% en su margen EBITDA, que continuó cayendo el 2020 y mantiene esta tendencia en menor medida al cierre del primer trimestre del 2021.

Respecto a este segmento es importante mencionar que los costos operacionales han ido disminuyendo sistemáticamente desde 2017 al 2020, pero eso no ha impedido la disminución del EBITDA, la cual alcanzó un 9.7% en 2019, año donde tuvo la caída más importante del segmento en EBIT llegando a 24%, esto a pesar de ser el año con menores costos operacionales. La mala tendencia del segmento se ha mantenido en 2021 al cierre del primer trimestre con ligeras caídas en los ingresos y aumentos de costos operacionales.

En la tabla 55 se presentan los márgenes de este segmento en función de sus ingresos.

Tabla 55. Detalle de márgenes en función de los ingresos para el segmento Empresas.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales (-)	-61,44%	-58,06%	-55,41%	-57,00%	-57,51%
EBITDA	38,56%	41,94%	44,59%	43,00%	42,49%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-18,82%	-20,12%	-21,52%	-24,29%	-24,04%
EBIT	19,74%	21,82%	23,07%	18,71%	18,44%

Fuente: Elaboración propia.

A pesar del estallido social en 2019, el periodo donde tuvo su mejor margen EBITDA y EBIT este segmento fue este año, si bien es cierto hubo una disminución en sus ingresos, con la reducción de costos operacionales logro alcanza un 44.59% de margen EBITDA y un 23.07% de margen EBIT. El año 2020 tuvo una nueva reducción de ingresos, pero apalancada por una nueva reducción de costos, logro un margen EBITDA de 43%, muy similar al de los años 2018 y 2019, que se ha mantenido de igual forma en 2021.

Por lo anterior, se puede ver que Entel siempre mantuvo a este segmento dentro de un margen EBITDA controlado desde el 2019 a pesar de la disminución de ingresos, el problema de esto, es que si bien es cierto va a aportar un margen EBITDA positivo mejor que otros segmentos, su porcentaje de ingresos respecto al total va a ser más bajo, ya que los años 2017 y 2018 representaban alrededor de un 15% del total de ingresos y los últimos periodos solo un 11.5%, este es el valor más real para proyectar en este segmento los ingresos futuros teniendo en consideración la situación actual.

- **Corporaciones**

El segmento corporaciones tiene similares características al segmento empresas, de hecho, los servicios son los mismos pero referido a grandes empresas, públicas y privadas, organismos estatales, bancos y todo tipo de organizaciones de gran tamaño.

En la tabla 56 se presenta el evolutivo de los ingresos y costos totales relacionado con el segmento corporaciones.

Tabla 56. Detalle de márgenes para el segmento corporaciones.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	8.461	8.155	8.024	8.135	8.055
Costos Operacionales (-)	-5.318	-5.160	-5.184	-5.531	-5.586
EBITDA	3.143	2.995	2.841	2.603	2.470
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-2.020	-2.121	-2.212	-2.302	-2.228
EBIT	1.123	875	628	301	242

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

En el segmento corporaciones se aprecia una caída sistemática en los ingresos desde el 2017 con una ligera mejora en 2020, sin embargo, la disminución del EBITDA ha sido constante desde 2017 apalancado por la disminución de ingresos mencionada anteriormente y el aumento de costos operacionales, principalmente en el año 2020, se espera que esta tendencia se mantenga en 2021 dado el cierre del primer trimestre.

Si bien es cierto la depreciación, amortización y deterioro se han mantenido bastante parejas en todo el periodo, al disminuir el EBITDA por la reducción de ingresos y aumento de costos, los gastos de depreciación hacen que en 2020 del EBIT se esté acercando cada vez más a 0, es decir, que los ingresos son ocupados completamente para cubrir los costos operacionales y depreciación, amortización y deterioro en este segmento.

En la tabla 57 se muestra el crecimiento y decrecimiento de las variables del segmento corporaciones.

Tabla 57. Crecimiento o decrecimiento de los márgenes en el segmento corporaciones.

En %	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	-3,62%	-1,60%	1,38%	-0,98%
Costos Operacionales (-)	-2,97%	0,46%	6,70%	0,98%
EBITDA	-4,71%	-5,16%	-8,35%	-5,13%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	4,96%	4,33%	4,06%	-3,21%
EBIT	-22,11%	-28,18%	-52,04%	-19,83%

Fuente: Elaboración propia.

Respecto a las corporaciones, las conclusiones son distintas al segmento personas y empresas, ya que si bien es cierto hubo una reducción de costos en 2018 respecto al 2017, no fue así en 2019 como en los otros segmentos, pero tampoco hubo una disminución en los ingresos operacionales tan abrupta, solo cayeron un 1.6%.

En 2020 este segmento presentó un problema en su crecimiento de ingresos y costos, ya que el crecimiento en costos fue mayor al de ingresos, lo que genera una caída del EBITDA de 8.35% respecto al año 2019, además al cierre del 1T 2021, se mantiene la baja en EBITDA y EBIT en corporaciones.

En la tabla 58 se presentan los márgenes de este segmento en función de sus ingresos.

Tabla 58. Detalle de márgenes en función de los ingresos para el segmento corporaciones.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales (-)	-62,85%	-63,27%	-64,60%	-68,00%	-69,34%
EBITDA	37,15%	36,73%	35,40%	32,00%	30,66%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-23,88%	-26,00%	-27,57%	-28,30%	-27,66%
EBIT	13,27%	10,72%	7,83%	3,70%	3,00%

Fuente: Elaboración propia.

Los datos de la tabla 58 validan lo explicado antes, ya que efectivamente en 2019 hubo una leve disminución del margen EBITDA por la pequeña disminución de ventas y aumento de costos, sin embargo, este efecto se ve mucho más claro en 2020, año donde alcanzo su EBITDA y EBIT más bajo de todo el periodo, el problema es que al cierre de marzo los resultados no parecen mejorar. Dado lo anterior, este segmento ha venido disminuyendo su margen EBITDA sistemáticamente desde el 2017 y se espera que el 2021 esto se mantenga teniendo como base los resultados del primer trimestre.

- **Otros negocios.**

Los otros negocios de Entel corresponden básicamente a servicios de infraestructura de redes prestados a otras empresas operadoras de telecomunicaciones, tanto nacionales como internacionales y negocios de tráfico.

En la tabla 59 se presenta el evolutivo de los ingresos y costos totales relacionado con el segmento “otros negocios”.

Tabla 59. Detalle de márgenes para el segmento “otros negocios”.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	29.840	31.769	34.111	32.151	32.271
Costos Operacionales (-)	-28.414	-31.205	-28.818	-30.017	-30.239
EBITDA	1.426	564	5.293	2.134	2.032
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-707	-612	-430	-455	-474
EBIT	718	-48	4.863	1.678	1.558

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Para este caso no se incluye la tabla de crecimiento o decrecimiento de las distintas partidas, ya que en el año 2019 y 2020 está dentro de los “otros ingresos” la venta de torres móvil correspondiente a la parte de Chile, por lo tanto, este análisis se va a ver muy influenciado por esta actividad no recurrente.

Los ingresos totales por la venta de torres móviles fueron de 7.102 millones de UF en 2019 y 1.470 millones de UF en 2020, una parte está alocado dentro de “otros negocios” que es lo que corresponde a Chile, mientras que lo correspondiente a Perú se encuentra dentro de “Telefonía móvil y fija Perú”, por lo anterior es que se alude casi la totalidad del crecimiento de los ingresos de otros negocios a esta venta.

Para tener un proxi por país se realiza el cálculo de acuerdo con la cantidad de torres vendidas para Chile y Perú que son de 3.242 donde 1.980 torres son ingreso de Chile en el segmento “otros negocios” (61.1%) y 1.262 torres son ingreso de Perú en segmento “Telefonía móvil y fija Perú” (38.9%), lo que representa un total de 4.337 millones de UF en 2019 y 898 millones de UF en 2020 para el segmento “otros negocios” de Chile

El detalle del cálculo planteado se presenta en la tabla 60.

Tabla 60. Aproximación de ingresos por segmento de negocios asociado a venta de torres.

	Q venta	%	dic-19	dic-20	1T2021
"Otros negocios" - Chile	1.980	61,1%	4.337	898	695
"Telefonía móvil y fija" - Perú	1.262	38,9%	2.764	572	443
Total venta de torres	3.242	100,0%	7.102	1.470	1.139

Fuente: Elaboración propia.

Dado los resultados de la tabla 60, se aprecia que efectivamente la principal explicación del crecimiento de ingresos en el segmento de “otros negocios” para Chile fue por la venta de torres, ya que, si se elimina este efecto, los otros ingresos han subido levemente pero no en valores muy significativos.

En la tabla 61 se presentan los márgenes de este segmento considerando el total de ingresos, es decir, con los ingresos no recurrentes asociados a la venta de torres.

Tabla 61. Detalle de márgenes en función de los ingresos para el segmento “otros negocios”.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales (-)	-95,22%	-98,23%	-84,48%	-93,36%	-93,70%
EBITDA	4,78%	1,77%	15,52%	6,64%	6,30%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-2,37%	-1,93%	-1,26%	-1,42%	-1,47%
EBIT	2,41%	-0,15%	14,26%	5,22%	4,83%

Fuente: Elaboración propia.

Claramente el 2019 es el año tuvo el mayor crecimiento en “otros negocios”, pero esto es debido a la venta de torres de telefonía móvil que continuo en menor medida el 2020, por lo mismo es que el margen EBITDA y EBIT del 2019 es el mayor de todos los periodos.

Por lo explicado anteriormente, para efectos de proyección se considerarán en los ingresos de “otros negocios”, solo el histórico del 2017 al 2020 y el primer trimestre 2021, restando el efecto de las ventas de torres de acuerdo con la aproximación por país presentadas en la tabla 60, con el fin de no sobre estimar los ingresos de este segmento.

En la tabla 62 se presentan los márgenes de los “otros negocios” eliminando el ingreso de venta de torres de acuerdo con los datos presentados en la tabla 60.

Tabla 62. Detalle de márgenes para el segmento “otros negocios” (sin venta de torres).

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	29.840	31.769	29.774	31.253	31.576
Costos Operacionales (-)	-28.414	-31.205	-28.818	-30.017	-30.239
EBITDA	1.426	564	955	1.236	1.336
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-707	-612	-430	-455	-474
EBIT	718	-48	525	781	862

Fuente: Elaboración propia.

Por lo anterior, el margen EBITDA y EBIT se encuentran alrededor del 4% y 2% para este segmento respectivamente en 2019 y 2020, valores muy similares al real del año 2017, estos datos si son proyectables a los próximos periodos.

- **Eliminaciones e ítems sin asignar.**

Este ítem corresponde a los saldos de las cuentas recíprocas entre los segmentos sometidos a la consolidación, tales como cuentas de inversiones y patrimonio, cuentas por cobrar y por pagar y las de resultados que se deben eliminar total o parcialmente. Además, se encuentran los otros ítems sin asignar, estos corresponden a la suma del gasto no operacional de todos los segmentos de negocio de Chile.

En la tabla 63 se presenta el evolutivo de los ingresos y costos totales relacionado con las eliminaciones e ítems sin asignar.

Tabla 63. Detalle de márgenes para eliminaciones e ítems sin asignar.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	-27.105	-29.714	-28.220	-29.612	-29.914
Costos Operacionales (-)	27.086	29.714	28.219	29.543	29.844
EBITDA	-19	-0	-0	-69	-71
Depreciación, amortización y deterioro	16	1	-	69	71
EBITDA	-3	1	-0	0	-0
Ingresos por intereses (+)	193	66	304	356	228
Gastos por intereses (-)	-1.514	-1.085	-1.561	-2.196	-2.131
Diferencia de cambio y ajustes (-)	-617	-561	-517	-859	-927
Gasto sobre impuesto a la renta (-)	-956	-2.321	-3.027	-506	873
Margen neto	-2.897	-3.900	-4.801	-3.205	-1.957

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Como se mencionó anteriormente, esto corresponde casi en su totalidad al resultado no operacional de Entel para los segmentos de Chile y el ítem más relevante tiene relación con los gastos por intereses principalmente relacionado a bonos.

Como comentario adicional, la suma del resultado no operacional planteado en la tabla 60 y el de Perú que se presentará en la sección de Telefonía móvil y fija Perú, corresponden al estado de resultado no operacional presentado por Entel en sus estados financieros consolidados.

- **Telefonía móvil y fija Perú.**

Dentro de este ítem se puede analizar todo el estado de resultado desde los ingresos hasta el margen neto, sin embargo, considera la venta de torres como parte de los ingresos operacionales a diferencia al igual que en el segmento “otros negocios”.

En la tabla 64 se presentan los márgenes de este segmento:

Tabla 64. Detalle de márgenes para telefonía móvil y fija Perú.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	17.561	18.096	24.941	23.397	23.336
Costos Operacionales (-)	-20.397	-19.705	-20.473	-19.833	-19.826
EBITDA	-2.836	-1.608	4.468	3.564	3.511
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-1.602	-1.728	-3.524	-4.700	-4.586
EBIT	-4.438	-3.336	943	-1.136	-1.076
Ingresos por intereses (+)	2	3	5	19	1
Gastos por intereses (-)	-1.473	-1.734	-1.886	-1.331	-1.225
Diferencia de cambio (-)	-2	-69	-10	-66	-44
Gasto sobre impuesto a la renta (-)	1.606	1.546	-13	180	41
Margen neto	-4.305	-3.590	-959	-2.334	-2.302

Fuente: Estados financieros de Entel al 31 de diciembre del 2018, 2019, 2020, primer trimestre 2021

Como se muestra en la tabla 64, el margen neto en Perú ha sido negativo en todos los periodos a pesar de ir aumentando sus ingresos y manteniendo sus costos operacionales, esto porque tiene altos niveles de depreciación y gastos por intereses, pero en términos de EBITDA, Perú ha tenido un gran crecimiento en los últimos años respecto al 2017 – 2018.

Como los ingresos de este segmento se ven influenciados por la venta de torres de telefonía móvil en Perú, se presenta la tabla 65 que muestra los márgenes del segmento sin considerar este efecto de acuerdo con la aproximación realizada en la tabla 60.

Tabla 65. Detalle de márgenes para telefonía móvil y fija Perú (sin venta de torres).

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	17.561	18.096	22.176	22.825	22.893
Costos Operacionales (-)	-20.397	-19.705	-20.473	-19.833	-19.826
EBITDA	-2.836	-1.608	1.703	2.992	3.067
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-1.602	-1.728	-3.524	-4.700	-4.586
EBIT	-4.438	-3.336	-1.821	-1.708	-1.519
Ingresos por intereses (+)	2	3	5	19	1
Gastos por intereses (-)	-1.473	-1.734	-1.886	-1.331	-1.225
Diferencia de cambio (-)	-2	-69	-10	-66	-44
Gasto sobre impuesto a la renta (-)	1.606	1.546	-13	180	41
Margen neto	-4.305	-3.590	-3.724	-2.906	-2.746

Fuente: Elaboración propia.

Con los resultados mostrados en la tabla 64 y 65, se puede ver que una gran parte del crecimiento del EBITDA del año 2019 fue por el ingreso no recurrente, sin embargo, los ingresos operacionales tuvieron un incremento importante de igual forma, lo que generó pasar de un EBITDA negativo en 2018 a uno positivo en 2019 que continuó creciendo en 2020 y las expectativas indican que se podría mantener esta tendencia positiva en 2021. Por lo anterior, los valores presentados en la tabla 65 son los que serán utilizados como históricos para la proyección futura.

En la tabla 66 se muestra el crecimiento o decrecimientos de los márgenes en telefonía móvil y fija Perú incluyendo los ingresos por actividades no recurrentes.

Tabla 66. Crecimiento o decrecimiento de los márgenes en telefonía móvil y fija Perú.

En %	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	3,05%	37,82%	-6,19%	-0,26%
Costos Operacionales (-)	-3,39%	3,90%	-3,13%	-0,04%
EBITDA	43,29%	377,77%	-20,22%	-1,50%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	7,85%	103,96%	33,35%	-2,42%
EBIT	24,83%	128,27%	-220,43%	-5,31%

Fuente: Elaboración propia.

Las tablas 66 muestra que los ingresos han ido aumentando de manera sistemática desde el 2017, teniendo un crecimiento muy importante en 2019, pero este considera los ingresos no operacionales por venta de torres, si se elimina ese efecto, el crecimiento de EBITDA en 2019 es de un 22.5%, por lo mismo es que en 2020 hay un decrecimiento en los ingresos totales, pero aun así, el 2020 tiene mejores números en ingresos / costos que en 2017 y 2018, donde los ingresos eran inferiores a los costos operacionales, y por lo tanto, el EBITDA, EBIT y margen neto son negativos en estos periodos.

Por otro lado, se puede ver que el EBIT es positivo solo en 2019 si se consideran todos los ingresos, mientras que ninguno es positivo si se excluyen los ingresos no recurrentes, esto dado que el nivel de gasto depreciación, amortización y deterioro es muy significativo

Respecto al margen neto, para todos los periodos es negativo, incluso cuando se incluye el resultado no operacional de Entel Perú, principalmente por los altos costos financieros.

En la tabla 67 se presenta el detalle de los márgenes respecto al total de ingresos por periodo de telefonía móvil y fija Perú.

Tabla 67. Detalle de márgenes en función de los ingresos telefonía móvil y fija Perú.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales (-)	-116,15%	-108,89%	-82,09%	-84,77%	-84,96%
EBITDA	-16,15%	-8,89%	17,91%	15,23%	15,04%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-9,12%	-9,55%	-14,13%	-20,09%	-19,65%
EBIT	-25,27%	-18,44%	3,78%	-4,85%	-4,61%
Ingresos por intereses (+)	0,01%	0,01%	0,02%	0,08%	0,01%
Gastos por intereses (-)	-8,39%	-9,58%	-7,56%	-5,69%	-5,25%
Diferencia de cambio (-)	-0,01%	-0,38%	-0,04%	-0,28%	-0,19%
Gasto sobre impuesto a la renta (-)	9,15%	8,55%	-0,05%	0,77%	0,18%
Margen neto	-24,51%	-19,84%	-3,85%	-9,97%	-9,87%

Fuente: Elaboración propia.

Con la tabla 67 queda claro por qué el margen EBITDA es negativo en 2017 y 2018, ya que los costos en estos años fueron superiores a los ingresos, además se corrobora que el EBIT siempre es negativo dado que el nivel de depreciación, amortización y deterioro es muy importante alcanzando el 20% de los ingresos en el 2020 y 1T 2021.

Como los gastos por intereses aún son bastante altos, aunque menor en 2020 que todos los periodos anteriores, es que el margen neto de Perú sigue siendo negativo, por lo que podríamos decir que a pesar de tener un margen EBITDA positivo, al considerar la depreciación y el resultado no operacional, cambia esta tendencia.

Pero como se mencionó anteriormente, para efectos de proyección se deben aislar los efectos por ingresos no recurrentes, se presentan la tabla 68 con los márgenes sin la venta.

Tabla 68. Detalle de márgenes en función de los ingresos telefonía móvil y fija Perú (sin venta torres)

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Ingresos de actividades operacionales (+)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales (-)	-116,15%	-108,89%	-92,32%	-86,89%	-86,60%
EBITDA	-16,15%	-8,89%	7,68%	13,11%	13,40%
Depreciación, amortización y deterioro (-)	-9,12%	-9,55%	-15,89%	-20,59%	-20,03%
EBIT	-25,27%	-18,44%	-8,21%	-7,48%	-6,63%
Ingresos por intereses (+)	0,01%	0,01%	0,02%	0,08%	0,01%
Gastos por intereses (-)	-8,39%	-9,58%	-8,50%	-5,83%	-5,35%
Diferencia de cambio (-)	-0,01%	-0,38%	-0,04%	-0,29%	-0,19%
Gasto sobre impuesto a la renta (-)	9,15%	8,55%	-0,06%	0,79%	0,18%
Margen neto	-24,51%	-19,84%	-16,79%	-12,73%	-11,99%

Fuente: Elaboración propia.

Eliminando el efecto de la venta de torres se muestra que existe un crecimiento importante en EBITDA estos últimos periodos, estos datos si serán usados para proyección.

5.4.3 Márgenes para proyección

Para cerrar este capítulo se presentan los valores referenciales que se tendrán por país y segmento de negocio para los márgenes futuros de Entel.

En la tabla 69 se muestra el detalle de los márgenes incluyendo todos los ingresos agrupados por país y luego con la apertura de los segmentos de Chile

Tabla 69. Detalle de márgenes separados por país.

En %	Margen	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Chile	EBITDA	34,56%	33,09%	43,17%	39,57%	39,07%	37,89%
	EBIT	15,92%	12,84%	21,27%	16,73%	16,64%	16,68%
	Margen Neto	10,69%	5,29%	12,16%	10,38%	12,80%	10,26%
Perú	EBITDA	-16,15%	-8,89%	17,91%	15,23%	15,04%	4,63%
	EBIT	-25,27%	-18,44%	3,78%	-4,85%	-4,61%	-9,88%
	Margen Neto	-24,51%	-19,84%	-3,85%	-9,97%	-9,87%	-13,61%
Total Entel	EBITDA	22,36%	22,20%	35,06%	31,86%	31,53%	28,60%
	EBIT	6,00%	4,73%	15,65%	9,89%	9,97%	9,25%
	Margen Neto	2,22%	-1,23%	7,01%	3,93%	5,69%	3,53%

Fuente: Elaboración propia.

Es importante señalar que pueden existir algunas diferencias con respecto a los márgenes mostrados en un inicio en el EERR propuesto, pero se debe a que Entel no muestra la apertura por país de los otros ingresos, por lo que se consideran todos los ingresos como actividades operativas a diferencia de lo propuesto donde aislamos el efecto.

Con estos márgenes se puede ver que, a pesar del aumento en ventas en Perú, logrando alcanzar en 2019 un margen EBITDA positivo, esto aún no es suficiente para lograr tener un margen EBIT y neto positivo, por lo que esta operación actualmente está haciendo que los márgenes totales de la compañía disminuyan, principalmente por el alto nivel de gasto en depreciación, amortización y deterioro de PPE.

Por otro lado, los márgenes de Chile han sido bastante parejos excepto en 2018, que esta muy alejado del promedio, donde hubo una caída importante en el margen neto, lo que, sumado a los efectos mencionados anteriormente de Perú, hizo que el grupo Entel posea un margen total negativo en dicho periodo, lo que se espera es que Entel Chile siga manteniendo un margen neto alrededor de un 10% y mejorando en 2021.

Sin embargo, en la tabla 69 el valor del año 2019 se ve muy afectado por la venta de torres de telefonía móvil que genero ingresos no recurrentes en Chile y Perú, por lo anterior, es que se presenta la tabla 70 que muestra el mismo análisis descontando este efecto.

Tabla 70. Detalle de márgenes separados por país (sin venta de torres).

En %	Margen	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Chile	EBITDA	34,56%	33,09%	38,08%	38,48%	38,23%	36,49%
	EBIT	15,92%	12,84%	14,21%	15,22%	15,48%	14,73%
	Margen Neto	10,69%	5,29%	4,28%	8,76%	11,59%	8,12%
Perú	EBITDA	-16,15%	-8,89%	7,68%	13,11%	13,40%	1,83%
	EBIT	-25,27%	-18,44%	-8,21%	-7,48%	-6,63%	-13,21%
	Margen Neto	-24,51%	-19,84%	-16,79%	-12,73%	-11,99%	-17,17%
Total Entel	EBITDA	22,36%	22,20%	28,52%	30,48%	30,47%	26,80%
	EBIT	6,00%	4,73%	7,16%	8,06%	8,57%	6,90%
	Margen Neto	2,22%	-1,23%	-2,35%	1,98%	4,22%	0,97%

Fuente: Elaboración propia.

Con la tabla 70 se ve claramente que el 2019 está muy afectado por el ingreso no recurrente, ya que de pasar a tener un margen neto de 7%, sacando el efecto de la venta, el margen neto pasa a ser negativo principalmente por el margen neto de Perú y la caída en los ingresos de Chile en ese año por el estallido social.

Por lo tanto, los valores mostrados en la tabla 70 si son representativos de la operación y no se ven afectados por ingresos no recurrente, esto queda claro al ver la estabilidad del margen EBITDA de 38% en Chile y cercano al 30% para el grupo consolidado en los últimos años, obtenido números mayores al promedio del periodo, valor que estaba sobre estimado en la tabla 65 para Chile y Perú principalmente para el 2019. Dado lo anterior, es que estos márgenes serán los referenciales para las proyecciones futuras, que si bien es cierto se realizarán por segmento de negocio, son importantes porque muestran una tendencia clara del grupo consolidado y por país.

Para entender de mejor manera que segmento de negocio representan los mayores márgenes EBITDA y EBIT se presenta la tabla 71 con la apertura del segmento Chile, es importante señalar que esto incluye los ingresos no recurrentes.

Tabla 71. Detalle de márgenes de Chile separados por segmento

En %	Margen	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Segmento Personas	EBITDA	31,20%	29,62%	35,57%	37,21%	37,04%	34,13%
	EBIT	14,49%	11,46%	12,17%	15,57%	15,95%	13,93%
Segmento Empresas	EBITDA	38,56%	41,94%	44,59%	43,00%	42,49%	42,12%
	EBIT	19,74%	21,82%	23,07%	18,71%	18,44%	20,36%
Corporaciones	EBITDA	37,15%	36,73%	35,40%	32,00%	30,66%	34,39%
	EBIT	13,27%	10,72%	7,83%	3,70%	3,00%	7,70%
Otros Negocios	EBITDA	4,78%	1,77%	15,52%	6,64%	6,30%	7,00%
	EBIT	2,41%	-0,15%	14,26%	5,22%	4,83%	5,31%

Fuente: Elaboración propia.

Es importante señalar que no se puede obtener el margen neto para cada segmento, ya que el resultado no operacional de Entel Chile y las eliminaciones están a nivel agregado y no por segmento.

Con lo anterior, se puede concluir que el negocio que ha ido mejorando su EBITDA de manera más pronunciada en 2020 es el segmento personas, obteniendo valores sobre el promedio desde el 2019, sin embargo, el que posee mejores márgenes es el segmento empresas a pesar de sufrir una pequeña caída en 2020.

Por otro lado, el segmento corporaciones tuvo un 2020 bastante malo respecto al 2019, ya que disminuyó mucho su margen EBITDA principalmente por un aumento en costos y disminución en ingresos, por lo que actualmente tiene márgenes inferiores al promedio, pero además su alto nivel de depreciación, amortización y deterioro de propiedad, planta y equipo (PPE), hace que su EBIT llegue a solo un 3.70% en 2020 y sigue cayendo en 2021.

Respecto a otros negocios, hay un claro efecto en 2019 y un menor efecto en 2020 - 2021 por la venta de torres, ya que alcanza un EBITDA muy alto respecto a los otros años y al promedio lo cual no es habitual, puesto que corresponde a una actividad esporádica y no recurrente en el tiempo, por lo mismo, el margen EBITDA de Entel Chile en esos años está sobredimensionado alcanzando un 43.17%, a diferencia de lo calculado en el EERR propuesto que consideraba un margen de 28.22% en 2019 eliminando este efecto.

En la tabla 72 se muestran los márgenes eliminando el efecto de la venta de torres.

Tabla 72. Detalle de márgenes de Chile separados por segmento (sin venta de torres).

En %	Margen	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Segmento Personas	EBITDA	31,20%	29,62%	35,57%	37,21%	37,04%	34,13%
	EBIT	14,49%	11,46%	12,17%	15,57%	15,95%	13,93%
Segmento Empresas	EBITDA	38,56%	41,94%	44,59%	43,00%	42,49%	42,12%
	EBIT	13,27%	10,72%	7,83%	3,70%	3,00%	7,70%
Corporaciones	EBITDA	37,15%	36,73%	35,40%	32,00%	30,66%	34,39%
	EBIT	13,27%	10,72%	7,83%	3,70%	3,00%	7,70%
Otros Negocios	EBITDA	4,78%	1,77%	3,21%	3,96%	4,23%	3,59%
	EBIT	2,41%	-0,15%	1,76%	2,50%	2,73%	1,85%

Fuente: Elaboración propia.

Los datos presentados en la tabla 72 corresponden a los márgenes que serán usados como referencia para cada uno de los segmentos de operación en Chile, ya que eliminan los efectos de actividades no recurrentes, donde "otros negocios" tiene una tendencia mucho más estable que la presentada en la tabla 71.

5.5 Análisis de los activos.

En esta sección se analizarán los activos que presenta la compañía Entel al 31 de marzo del 2021, iniciando con una separación entre los operacionales y no operacionales, para continuar con el cálculo del capital de trabajo neto y y finalmente revisar las inversiones, para ello se dividirá la sección en 3 temáticas.

5.5.1 Activos operacionales y no operacionales.

Se inicia el análisis mediante la distinción de los activos operacionales que forman parte de la operación y no operacionales de Entel que no forman parte de las actividades de la operación misma de la compañía, esto para los activos corrientes y no corrientes.

La tabla 73 muestra los activos corrientes de la compañía separados por operacionales y no operacionales.

Tabla 73. Detalle de activos corrientes de Entel al 31 de marzo 2021

En MUF	1T2021	Operacional	No Operacional
Efectivo y equivalentes al efectivo	1.721		X
Otros activos financieros corrientes	14.383		X
Otros activos no financieros corrientes	3.237	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	16.712	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	15	X	
Inventarios	3.752	X	
Activos por impuestos corrientes	4.247	X	
Total activos corrientes	44.067		

Fuente: Elaboración propia.

Al igual que se realizó con los activos corrientes, se presenta la tabla 74 con la separación de los activos no corrientes en operacionales y no operacionales.

Tabla 74. Detalle de activos no corrientes de Entel al 31 de marzo 2021

En MUF	1T2021	Operacional	No Operacional
Otros activos financieros no corrientes	5.156		X
Otros activos no financieros no corrientes	3.588	X	
Cuentas por cobrar no corrientes	228	X	
Activos intangibles	12.725	X	
Plusvalía	1.603	X	
Propiedad, planta y equipo	65.803	X	
Derecho de usos por arriendos	11.988	X	
Activos por impuestos, no corrientes	24	X	
Activos por impuestos diferidos	20.531	X	
Total activos no corrientes	121.647		

Fuente: Elaboración propia.

Además de los activos corrientes y no corrientes presentados en las tablas 73 y 74 respectivamente al 31 de marzo de 2021, Entel tiene un total de activos distintos de activos no corrientes mantenidos para la venta de 428 millones de UF, estos son no operacionales.

Es importante destacar que los activos se clasificaron como operacionales y no operacionales de acuerdo con si estos aportan a la generación de flujo de efectivo de la empresa (operacionales) o no aportan a la generación de flujo de efectivo de la compañía.

Si bien cierto, el efectivo y equivalente al efectivo junto con otros activos financieros son necesarios para el capital de trabajo de la empresa, fueron clasificados como no operacionales ya que es difícil determinar cuánto de efectivo de inversiones son parte del capital de trabajo de la compañía y cuanto es exceso de efectivo.

La explicación del por qué se consideran las partidas anteriores como no operacionales, ya que no aportan a los flujos de efectivo de Entel son las siguientes:

- **Efectivo y equivalente de efectivo:** Corresponden a disponibilidades o inversiones de muy corto plazo y de alta liquidez, cuyos riesgos de cambio de valor son insignificantes. Se consideran no operacional ya que no hay claridad que se requiera efectivo como capital de trabajo a menos que sea en sucursales.
- **Otros activos financieros corrientes:** Estos activos se encuentran asociados a depósitos a plazo, con un plazo mayor a 90 días en el mercado local, los cuales representan casi la totalidad de los otros activos financieros corrientes de Entel al 31 de marzo, por lo mismo es que no se consideran activos operacionales.
- **Otros activos financieros no corrientes:** Los activos financieros no corrientes están representados en su totalidad por derivados de cobertura, corresponden al valor de mercado de los contratos de cobertura de riesgos cambiarios y de tasa de interés, por lo tanto, no son activos operacionales.
- **Activos mantenidos para la venta:** Los activos incluidos dentro de este grupo corresponden a la enajenación (venta) del remanente de torres para completar la operación que se debe materializar durante el 2021, esto incluye contar con un portafolio de torres propias que no supere el 40% en Chile y el 64% en Perú, este se presenta a su costo neto de depreciación de \$12.580.271 M\$ que corresponden a 428 MUF al 31 de marzo del 2021. Por lo anterior, esto es no operacional.

5.5.2 Capital de trabajo operativo neto.

A continuación, se realiza el cálculo del capital de trabajo necesario para sostener la operación de Entel realizado en base a las necesidades de capital, esto mediante los activos y pasivos operativos corrientes, para luego obtener el ratio del capital de trabajo operativo neto sobre las ventas por cada uno de los períodos.

Para obtener el $CTON_t$ se calcula el valor de la diferencia entre los activos operacionales corrientes y los pasivos operacionales corrientes mediante la siguiente formula:

$$CTON_t = \text{Activos corrientes operativos}_t - \text{Pasivos corrientes operativos}_t$$

Dado que los activos corrientes operativos fueron presentados en la tabla 73, lo que falta definir son los pasivos corrientes operativos para utilizar, donde la determinación es considerar todos los pasivos corrientes a excepción de los “otros pasivos financieros corrientes”, ya corresponden casi en su totalidad a obligaciones con tenedores de bonos, lo que si bien es cierto es importante para Entel, no pertenece a la operación misma.

En la tabla 75 se presenta el detalle del cálculo para el CTON por cada periodo, esto de acuerdo con los criterios mencionados anteriormente.

Tabla 75. Detalle del cálculo para el capital de trabajo neto por periodo.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Otros activos no financieros corrientes	2.053	3.952	3.124	2.957	3.237
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	12.928	15.916	17.964	16.830	16.712
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	15	14	16	10	15
Inventarios	3.617	4.362	2.918	2.674	3.752
Activos por impuestos corrientes	3.670	1.901	915	4.052	4.247
Total activos operativos corrientes	22.284	26.144	24.938	26.523	27.963
Obligaciones por arrendamientos corrientes	-	-	2.435	2.596	2.704
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	20.343	20.088	23.327	22.788	22.457
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	11	6	11	16
Otras provisiones	275	306	65	51	54
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	13	1.575	3.507	506	381
Otros pasivos no financieros corrientes	1.268	1.170	1.115	1.273	1.285
Total pasivos operativos corrientes	21.899	23.149	30.455	27.224	26.898
CTON	385	2.995	-5.517	-701	1.065
Variación por periodo	-	2.610	-8.512	4.816	1.766

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla 75 se muestra que para los años 2019 y 2020 el CTON fue negativo, lo que quiere decir que Entel no necesito inversión en esos periodos para capital de trabajo, dado que los pasivos operativos fueron más altos que los activos operativos en esos años, esto quiere decir que la compañía no invirtió en capital de trabajo en estos periodos, pero puede ser que este capital este dentro del efectivo y equivalente de efectivo debido a las situaciones no recurrentes sucedidas en estos años.

En la tabla 76 se presenta la evolución del efectivo y equivalente al efectivo para revisar el crecimiento en esta partida principalmente en 2019 y 2020, ya que una parte del efectivo podría ser utilizado para la operación de la compañía, que si bien es cierto no fue considerado como activo operacional, y, por lo tanto, no está dentro del cálculo del CTON, pudo generar flujos de efectivo para la compañía.

Tabla 76. Evolución del efectivo y equivalente de efectivo (considerado no operacional).

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Efectivo y equivalentes de efectivo	5.435	2.639	15.804	6.965	1.721
Variación por periodo	-	-2.796	13.165	-8.839	-5.244

Fuente: Elaboración propia.

Por los datos de la tabla 76 queda claro que el año 2019 Entel se resguardo con una cantidad de efectivo importante, por lo tanto, gran parte de sus activos en ese periodo correspondía a esta partida que se consideró como no operacional y por eso se excluye dentro del cálculo del CTON, pero quizás si ayudaron a la generación e ingresos de la compañía en ese año, un efecto muy similar ocurre en 2020 pero en menor medida, ya que se redujo el efectivo a más de la mitad respecto al 2019, pero aún seguía siendo alto. Lo anterior es muy importante, Entel fue capaz de trabajar con capital de trabajo neto negativo en 2 periodos, lo que ayudo a no destinar un gasto del porcentaje de los ingresos en capital de trabajo neto, pero tuvo un crecimiento importante en efectivo y equivalente a efectivo.

Dado lo anterior, en la tabla 77 se presenta el cálculo del RCTON, que representa el CTON calculado en la tabla 75 sobre el total de ingresos por actividades ordinarias de la compañía en cada periodo de análisis.

Tabla 77. Detalle del cálculo del RCTON por periodo.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
CTON	385	2.995	-5.517	-701	1.065
Ingreso por actividades operacionales	72.822	69.691	70.229	72.369	73.147
RCTON	0,53%	4,30%	-7,86%	-0,97%	1,46%

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con lo mostrado en la tabla 77, los RCTON calculados son positivos desde el año 2017 y 2018, pero esta tendencia cambia en el 2019 por lo explicado anteriormente, donde Entel llevo gran parte de sus activos corrientes a efectivo y equivalente al efectivo, los cuales fueron considerados como no operacionales dentro de este análisis y no son parte del cálculo del RCTON, además, en este periodo se generó un aumento de cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, esto sumado a la disminución de activos corrientes operacionales por la baja de inventarios, activos por impuestos corrientes y otros activos no financieros corrientes y un aumento en los activos relacionados con deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, todo lo anterior se debe mayoritariamente al estallido social del año 2019, lo que repercutió en la toma de decisión de Entel de aumentar su efectivo y sus cuentas por pagar, además de disminuir el inventario y los activos por impuestos corrientes, sumado a un aumento en las cuentas por cobrar.

En 2020 los activos y pasivos operacionales fueron muy similares, pero con una ligera inclinación a los pasivos, por lo que el RCTON se mantuvo negativo, al igual que en el año 2019 pero en mucho menor medida, una gran parte de sus activos se destinó al efectivo y equivalente al efectivo en este año, esta vez por los efectos de la pandemia, por lo que el año 2020 opero por segundo año consecutivo con un capital de trabajo neto negativo, es decir, sin invertir parte de sus ingresos en este concepto.

Finalmente, respecto al 2021 se muestran valores más cercanos al 2018 en capital de trabajo neto, es decir, que los activos corrientes operacionales han superado a los pasivos corrientes operacionales, lo que quiere decir que es capaz de financiar sus pasivos con los activos en este periodo, además, el efectivo y equivalente al efectivo es mucho menor que en los periodos anteriores, esto por la “estabilización” de la pandemia y que existe menos incertidumbre en el mercado que en los años 2019 y 2020, esto quiere decir que cerrado el primer trimestre 2021, Entel debe invertir un 1.46% de las ventas para poder mantener operativa la compañía con el capital de trabajo neto actual considerando que no mantiene un alto monto en efectivo y equivalente en efectivo en lo que va del año.

Por lo tanto, el evolutivo del RCTON se ve muy influenciado por variables externas como el estallido social y la pandemia, ya que repercutió en que la compañía tenga activos corrientes en efectivo y equivalente al efectivo inéditos, pero también da a entender que Entel no requiere invertir una gran cantidad de sus ingresos en capital de trabajo, ya sea en un periodo normal alcanzando como máximo un 4.32% en 2018 o con eventos no recurrentes.

5.5.3 Inversiones.

En esta sección se analizarán las inversiones de Entel, específicamente los que tienen relación con compras de activos intangibles y propiedad, planta y equipos, posteriormente se realiza el comparativo entre la inversión con la depreciación y amortización, al igual que analizar el nivel de inversión sobre los ingresos operacionales de la compañía.

En la tabla 78 se detallan las inversiones realizadas por la compañía desde el año 2017 hasta marzo de 2021.

Tabla 78. Detalle de las inversiones realizadas por Entel.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021
Compras propiedad planta y equipos	18.714	18.439	16.858	13.846	14.549
Compras de activos intangibles	28	21	44	30	3.470
Total inversiones	18.742	18.461	16.902	13.876	18.018
Ingresos operacionales	72.822	69.691	70.229	72.369	73.147
% inversiones sobre los ingresos	25,74%	26,49%	24,07%	19,17%	24,63%
Depreciación y amortización	11.931	12.189	15.065	16.228	16.033
% inversiones sobre depr. y amor.	157,09%	151,45%	112,20%	85,50%	112,38%

Fuente: Elaboración propia.

La alta variación en 2021 de la compra de activos intangibles respecto a los otros periodos tiene relación con la adjudicación de la banda de 3,5 GHz en el concurso 5G por la suma de 100 mil millones de pesos en 2021 que corresponden a 3.470 mil UFs.

Con los resultados de la tabla 78 se puede ver que Entel históricamente invierte más que la depreciación y amortización, lo que quiere decir que generalmente está pensando en crecimiento de los ingresos a través de un crecimiento en las inversiones, en el año 2017 y 2018 la compañía invertía pensando en crecer al menos un 50%, sin embargo, el año 2019 sus inversiones en crecimiento fueron solo de un 12%, pero esto cambio de tendencia en 2020 con la llegada del COVID-19, ya que no hubo estrategias de inversión de crecimiento y la inversión fue menor al gasto de depreciación y amortización. Respecto al 2021, la tendencia muestra que Entel nuevamente está pensando en un crecimiento del 12%.

Por otro lado, las inversiones que habitualmente realiza Entel sobre sus ingresos operacionales definidos en el estado de resultado operacional propuesto en la tabla 44, muestra que es muy estable e invierte alrededor del 25% de sus ingresos, a excepción del 2020 que como se mencionó anteriormente, contiene el efecto de COVID-19, por lo que es un número representativo para proyectar en las secciones posteriores.

5.6 Análisis de crecimiento de la industria.

La industria de telecomunicaciones ha venido en una evolución constante en los últimos años, principalmente por la aparición de nuevas tecnologías que son utilizadas por todos los usuarios sin importar la edad, esto ha provocado grandes cambios en la forma en la cual se realizan muchas cosas, facilitando procesos y aportando en el entretenimiento de los clientes que utilizan estos servicios, esta evolución ha sido constante.

Particularmente los segmentos de negocios explotados por Entel mantienen un alto potencial de crecimiento principalmente por la fibra óptica, si bien es cierto la fibra óptica ha evidenciado un crecimiento significativo durante el último tiempo, el incremento no ha sido heterogéneo para todas las zonas del país, observándose una menor penetración de la fibra en las regiones del norte respecto al resto, y un menor ambiente competitivo.

La necesidad de crecimiento en fibra en algunos sectores es muy importante, ya que permite estimar que el impulso del despliegue de esta tecnología se mantendrá durante los próximos años, dada la competencia al alza que se observa entre operadores que buscan capturar y/o preservar participación de mercado en el segmento, junto a los intereses por cubrir más zonas geográficas. Asimismo, iniciativas como las de Fibra Óptica Nacional (FON) y Fibra Óptica Austral (FOA) dan cuenta que las motivaciones para el avance de la fibra no son solo privadas, sino que también públicas.

Por otro lado, el soporte tecnológico que significará la fibra para el despliegue de 5G es otro elemento que incidirá favorablemente en su evolución, esto considerando que la industria de telecomunicaciones en Chile durante el 2020 comenzó con un proceso de licitación 5G, el cual terminó a principios del año 2021 con la adjudicación de 50MHz para Entel, Wom y Movistar, totalizando 150MHz. Las prestaciones contemplan 366 localidades con internet móvil de alta velocidad además de 199 hospitales los cuales serán conectados a la nueva red. Dada la demanda de conectividad que provocó la pandemia en el país, Chile ha experimentado un fuerte crecimiento de las conexiones por medio de fibra óptica, que representa el 40,9% de los accesos.

Es importante destacar que aún queda un 40% de la población que aún no tiene acceso y que constituye un desafío para la industria con una inversión cercana a los 2.000 millones de dólares, por lo tanto, se espera que este rubro siga en un constante crecimiento, teniendo en consideración que deberán enfrentar muchos inconvenientes dado el alto nivel competitivo del mercado y las necesidades actuales por la demanda de estos servicios.

De cara al futuro, se proyectan que la industria de las telecomunicaciones seguirá siendo bastante competitiva, considerando los índices de satisfacción por parte de los clientes. Es importante destacar que la telefonía en Chile tiene valores de penetración en el mercado cercanos al 70%, esto en el contexto de Latinoamérica donde el promedio es de 40% pone a las empresas del mercado chileno en un círculo virtuoso que acerca a Chile a valores cercanos a los de Europa. Es importante destacar también que una oportunidad importante para la industria corresponde a la televisión digital, esto porque los operadores móviles pueden ofrecer servicios de TV digital a través de terminales móviles. Es probable también que la llegada del 5G promueva los reemplazos de teléfonos móviles.

Para poder indagar acerca de los principales tipos de servicios en los que se encuentra Entel y cual es su posicionamiento en el mercado ante la competencia, se presentan los resultados presentados por ICR en su reseña anual de 01 de abril de 2021.

Figura 3. Participación de mercado por compañía en el sector móvil (Chile y Perú)

Servicio de telefonía móvil – Chile						Servicio de internet móvil					
Compañía	2016	2017	2018	2019	Sep-20	Compañía	2016	2017	2018	2019	Sep-20
Entel	32,9%	31,8%	31,1%	30,6%	31,5%	Entel	30,9%	32,8%	33,5%	32,4%	34,1%
Movistar	32,2%	30,1%	28,1%	25,4%	24,4%	Movistar	32,0%	28,9%	23,9%	22,5%	21,7%
Claro	25,5%	24,8%	24,0%	23,0%	21,6%	Claro	25,6%	21,2%	21,0%	20,1%	17,5%
WOM	6,7%	10,9%	14,9%	19,0%	20,6%	WOM	10,4%	14,5%	19,0%	22,4%	24,5%
VTR	0,7%	0,9%	1,0%	1,2%	1,1%	VTR	1,1%	1,2%	1,3%	1,5%	1,4%
Virgin	1,5%	1,0%	0,9%	0,8%	0,6%	Virgin	1,3%	1,0%	1,0%	0,9%	0,7%

Servicio de internet móvil: red 4G – Chile						Servicio de telefonía móvil – Perú					
Compañía	2016	2017	2018	2019	Sep-20	Compañía	2016	2017	2018	2019	Sep-20
Entel	32,1%	29,5%	32,3%	31,5%	33,5%	Movistar	44,5%	38,2%	37,2%	33,4%	29,8%
Movistar	31,9%	31,3%	22,9%	21,7%	21,2%	Claro	32,6%	32,1%	29,0%	29,5%	29,6%
Claro	18,8%	19,2%	21,9%	21,0%	17,7%	Entel	12,8%	16,4%	18,5%	20,2%	22,5%
WOM	15,6%	18,2%	21,0%	23,8%	25,7%	Bitel	9,8%	13,1%	15,3%	16,8%	17,8%
VTR	1,5%	1,2%	1,0%	1,2%	1,1%	Incacel	0,2%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Virgin	0,0%	0,7%	0,8%	0,8%	0,0%						

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con lo presentado en las tablas anteriores, Entel es líder y tiene gran porcentaje del mercado para móvil ya sea en telefonía e internet, por lo anterior, es que se proyecta un crecimiento en 2021 en Chile similar al de 2020, pero que irá disminuyendo paulatinamente hasta el 2024, ya que tendrán un portafolio de clientes más establecido.

Por otro lado, Entel Perú ha tenido una evolución considerable en el mercado desde sus inicios, por lo que se proyectará que este crecimiento continuará para los próximos años.

Sección 6: Proyección del estado de resultados.

En esta sección se analizarán los estados de resultados proyectados para Entel de los 9 meses restantes 2021 a la fecha de la valorización (abril – diciembre) y los periodos 2022 a 2025, esto en base a los resultados de los análisis históricos de la compañía y las proyecciones de la industria presentadas en la sección anterior.

Para lo anterior, se procederá a proyectar los ingresos operacionales de Entel, basándose principalmente en la proyección por ingresos de actividades ordinarias, continuando con la proyección de costos y gastos operacionales, tanto ingresos como costos serán presentados por segmento de negocio y país. Posteriormente se presentará el resultado no operacional, el cual solo se puede dividir entre Chile y Perú, ya que no hay detalle de la división del estado de resultado no operacional para los segmentos de Chile.

Finalmente se calcula el impuesto corporativo proyectado y con esto ya se puede determinar el estado de resultado proyectado en miles de UF, explicando todos los supuestos utilizados para la proyección y determinar los márgenes proyectados para compararlos con los históricos mostrados en la tabla 68.

6.1 Ingresos operacionales proyectados.

Como se detalló en las secciones de estado de resultado no operacional y márgenes, los ingresos operacionales se dividen en 2 ítems, que corresponden a:

- Ingresos de actividades ordinarias.
- Otros ingresos operacionales.

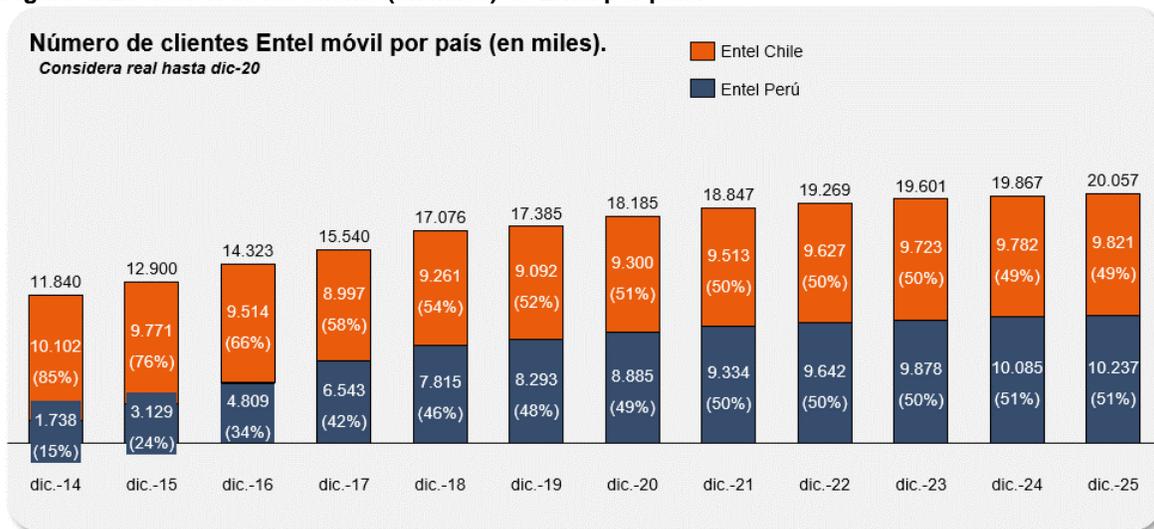
Pero alrededor del 99.5% de los ingresos operacionales vienen dados por los ingresos de actividades ordinarias, además los otros ingresos operacionales siguen una tendencia bastante estable en el tiempo, por lo que la dificultad de la proyección se encuentra en determinar los ingresos de actividades ordinarias.

Para comenzar con las proyecciones de ingresos, se muestra el evolutivo de la cantidad de clientes que posee Entel para el segmento móvil, que es el foco del negocio de la compañía, con los números reales desde el 2014 hasta el 2020 y la proyección planteada hasta 2025, esto para el grupo Entel y luego separado por los clientes de Chile y Perú, lo anterior, ya que no se encuentra el detalle por segmento de negocio. Posteriormente se obtendrá un ratio entre los ingresos del país y el número de clientes por cada periodo para poder explicar los números que posteriormente serán presentados en la proyección.

6.1.1 Cantidad de clientes histórica y proyectada.

En la figura 4 se presenta el gráfico con la cantidad de clientes (en miles) asociados al sector móvil por país, lo anterior para evaluar la tendencia desde el 2014 al 2020 y usarlas como referencia para las proyecciones planteadas en los años 2021 al 2025.

Figura 4. Evolución de los clientes (en miles) de Entel por país.



Fuente: Elaboración propia.

Con la información de la figura 4, se muestra que las proyecciones para el año 2021 a 2025 son positivas tanto para Chile y Perú con respecto a la cantidad de clientes, pero el crecimiento será distinto para ambos países de acuerdo con las tendencias actuales y los reportes de “inversiones security”.

En Chile el crecimiento es más controlado y en menor escala, ya que Entel es actualmente el líder en este país y si bien es cierto tiene grandes posibilidades de seguir creciendo por lo explicado en la sección 5.6 de análisis y crecimiento de la industria principalmente por la expansión en fibra y la llegada del 5G, también la tienen sus competidores que intentarán ganar mayor participación de mercado tanto en servicios de internet y telefonía móvil.

Por otro lado, el crecimiento en clientes en Perú es mayor, principalmente por los niveles de crecimiento históricos que ha tenido en los últimos años y por qué a diferencia de Chile, tiene un gran portafolio de clientes que aún puede abarcar y se proyecta que podría tener una mayor participación de mercado en este país, actualmente ocupa el tercer puesto.

De acuerdo con la proyección mostrada en la figura 4, la cantidad de clientes al cierre del año 2020 son muy similares en Chile y Perú, hasta antes de este año siempre predominaban los clientes de Chile, pero esta tendencia cambia desde el 2021.

En la tabla 79 se muestra el crecimiento de clientes real de Entel para Chile y Perú desde el año 2015 al 2020, esto ya que los supuestos utilizados para el cálculo del crecimiento de clientes se basan principalmente en los análisis históricos de crecimiento de clientes y en las proyecciones de la industria.

Tabla 79. Porcentaje de crecimiento de clientes den Entel por país.

% crecimiento clientes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Entel Chile	-3,28%	-2,63%	-5,43%	2,93%	-1,82%	2,29%
Entel Perú	80,03%	53,69%	36,06%	19,44%	6,12%	7,14%
Entel Consolidado	8,95%	11,03%	8,50%	9,88%	1,81%	4,60%

Fuente: Memorias anuales de Entel.

Con los resultados de la tabla 79 queda claro que el grupo Entel ha venido aumentando sus clientes constantemente a lo largo del tiempo, con crecimientos más controlados en los últimos periodos, pero el comportamiento es distinto para Chile y Perú.

Entel Chile ha venido perdiendo clientes constantemente desde el año 2015, alcanzando su pick más bajo el año 2017 donde llegó a menos de 9.0 millones de clientes, luego tuvo una mejora en 2018 pero nuevamente sufrió pérdidas de clientes en 2019 que recuperó el año 2020 alcanzando los 9.3 millones de clientes, pero aún está lejos de la cantidad de clientes que tenía el 2014, año donde tuvo mayor cantidad de clientes de 10.1 millones.

Por otro lado, Entel Perú ha tenido un crecimiento constante en la cantidad de clientes desde el 2015, el cual ha ido disminuyendo a lo largo del tiempo, pero es bastante lógico, ya que se espera que el mayor crecimiento sea en un inicio y luego se estabilice como ha ocurrido en los años 2019 y 2020.

En la tabla 80 se presenta el crecimiento proyectado de clientes para Chile y Perú.

Tabla 80. Porcentaje de crecimiento de clientes proyectado para Entel por país

% crecimiento clientes	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Entel Chile	2,29%	1,20%	1,00%	0,60%	0,40%
Entel Perú	5,05%	3,30%	2,45%	2,10%	1,50%
Entel Consolidado	3,64%	2,24%	1,72%	1,36%	0,96%

Fuente: Elaboración propia.

La tendencia actual muestra que siempre ha existido crecimiento de clientes en el grupo Entel, pero que con la consolidación del negocio de Perú en los últimos años ha ido disminuyendo, ya que puede optar a una menor cantidad de clientes nuevos, este mismo efecto se ve reflejado en los valores de la tabla 80, que muestran un crecimiento constante hasta el 2025, pero que irá disminuyendo a lo largo del tiempo en ambos países.

Para obtener los valores de clientes proyectados se utilizan como referencia los análisis históricos de la compañía, los antecedentes de la industria y las proyecciones presentadas por “inversiones security” en su análisis del sector de telecomunicaciones presentado en marzo 2021. Los principales supuestos de crecimiento de clientes por país son:

Entel Chile

- El crecimiento del 2021 es de 2.29%, mismo valor del crecimiento del año 2020 como se muestra en la tabla 79, esto se sustenta en la estrategia de negocio planteada por Entel en su memoria anual 2020 de crecer en el segmento hogar y por la continuación del crecimiento esperado en fibra para la industria en Chile.
- Para 2022 se plantea un crecimiento cercano a la mitad del año 2020 y 2021 de un 1.2%, dado que una gran cantidad de clientes ya van a ser parte de una empresa de telecomunicaciones por el crecimiento 2021, pero se espera que el crecimiento en fibra continúe, por lo que es viable la opción de capturar más clientes, pero esta alternativa igual la tienen los competidores, por lo mismo se plantea una tasa de crecimiento conservadora al igual como lo hace “inversiones security” en 2022.
- Por los mismos motivos del crecimiento del 2022, se plantean crecimientos positivos pero cada vez menores para Chile, alcanzando un 0.4% en 2025, ya que, en dicho periodo, se espera que el despliegue de la fibra ya abarque gran parte del territorio nacional y que el 40% que actualmente no tiene acceso a estos servicios, ya se encuentren siendo clientes de alguna empresa de telecomunicaciones.

Entel Perú.

- Las tasas de crecimiento de los años 2021, 2022 y 2023 se sustentan en el histórico del año 2019 y 2020, si bien es cierto para ambos periodos el crecimiento fue mayor a los proyectados, tenía un mayor portafolio de clientes objetivos a los cuales llegar. Por lo mismo, se plantea un crecimiento de 5.1% en 2021, 3.3% en 2022 y 2.4% en 2023, valores muy similares a lo planteado por “inversiones security”.
- Para los periodos 2024 y 2025 se proyecta un crecimiento menor al año 2023, por la sencilla razón que Entel Perú debiese estar consolidado con una gran cantidad de clientes en estos años y, por lo tanto, sus posibilidades de crecer serán cada vez menores.

6.1.2 Ingreso por cliente para cada país.

Para continuar con el análisis de proyecciones se presentan los valores de ingresos por clientes para Chile y Perú con los valores reales desde el 2017 a 2020.

En la tabla 81 se muestra el detalle de ingresos obtenidos por país en los años 2017 a 2020, para no sobre estimar el valor de los ingresos en 2019 y 2020 se excluye el ingreso por venta de torres de acuerdo con los valores presentados en la tabla 60.

Tabla 81. Ingresos por cliente para Chile y Perú 2017 – 2020 (sin venta de torres).

Cientes en miles	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Entel Chile	8.997	9.261	9.092	9.300
Entel Perú	6.543	7.815	8.293	8.885
Entel Consolidado	15.540	17.076	17.385	18.185

Ingresos en MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos Chile	55.399	51.663	48.346	49.577
Ingresos Perú	17.561	18.096	22.176	22.825
Entel Consolidado	72.959	69.759	70.523	72.402

Ingresos por cliente UF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingreso por cliente Chile	6,16	5,58	5,32	5,33
Ingreso por cliente Perú	2,68	2,32	2,67	2,57
Entel Consolidado	4,69	4,09	4,06	3,98

Fuente: Elaboración propia.

Con la información provista en la tabla 81, se ve claramente que el ingreso por cliente en Chile es mayor que en Perú, pero también se muestra que los ingresos generados por Perú han ido mejorando en los últimos años a diferencia de Chile que ha tenido caídas importantes respecto al 2017 – 2018. Por lo mismo, es mucho más atractivo para el grupo Entel aumentar su cantidad de clientes en Chile que en Perú, sin embargo, el comportamiento histórico y la alta competencia en la industria da a entender que se está volviendo más complicado captar a estos clientes.

Por otro lado, el ingreso por cliente ha disminuido constantemente en Chile desde el 2017, mientras que en Perú tuvo una baja en 2020, pero en general se ha mantenido constante. Por lo anterior es que se plantea una estructura futura con un ingreso por cliente muy similar al actual, pero disminuyendo ligeramente siguiendo la tendencia del 2020, dado que la industria de telecomunicaciones se ha vuelto muy competitiva en calidad y precio, y claramente una de las formas de lograr capturar mayor cantidad de clientes es mediante

ofertas atractivas, por lo tanto, se plantea reducir ligeramente el ingreso por cliente con el objetivo de aumentar el portafolio de clientes para intentar volver a estándares 2014 – 2015.

En la tabla 82 se presenta la proyección de ingresos por clientes para los años 2021 hasta el 2025 separado por país, lo anterior siguiendo la lógica de tener como referencia los análisis históricos planteados en la tabla 81, el análisis de la industria y las proyecciones entregadas por “inversiones security”. Es importante señalar que dentro del 2021 hay un ingreso proyectado por venta de torres por 630 millones de UF, que corresponden a lo que actualmente ya está reflejado en el primer trimestre del 2021 sumado a lo que se considera como activos mantenidos para la venta por este ítem, este no se considera para este análisis ya que corresponde a un ingreso no recurrente.

Tabla 82. Ingresos proyectados por cliente para Chile y Perú 2021 – 2025 (sin venta de torres).

Cientes en miles	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Entel Chile	9.513	9.627	9.723	9.782	9.821
Entel Perú	9.334	9.642	9.878	10.085	10.237
Entel Consolidado	18.847	19.269	19.601	19.867	20.057

Ingresos en MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos Chile	50.719	51.265	51.317	51.471	51.475
Ingresos Perú	23.507	24.160	24.664	24.921	25.180
Entel Consolidado	74.226	75.425	75.980	76.392	76.656

Ingresos x cliente UF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingreso por cliente Chile	5,33	5,33	5,28	5,26	5,24
Ingreso por cliente Perú	2,52	2,51	2,50	2,47	2,46
Entel Consolidado	3,94	3,91	3,88	3,85	3,82

Fuente: Elaboración propia.

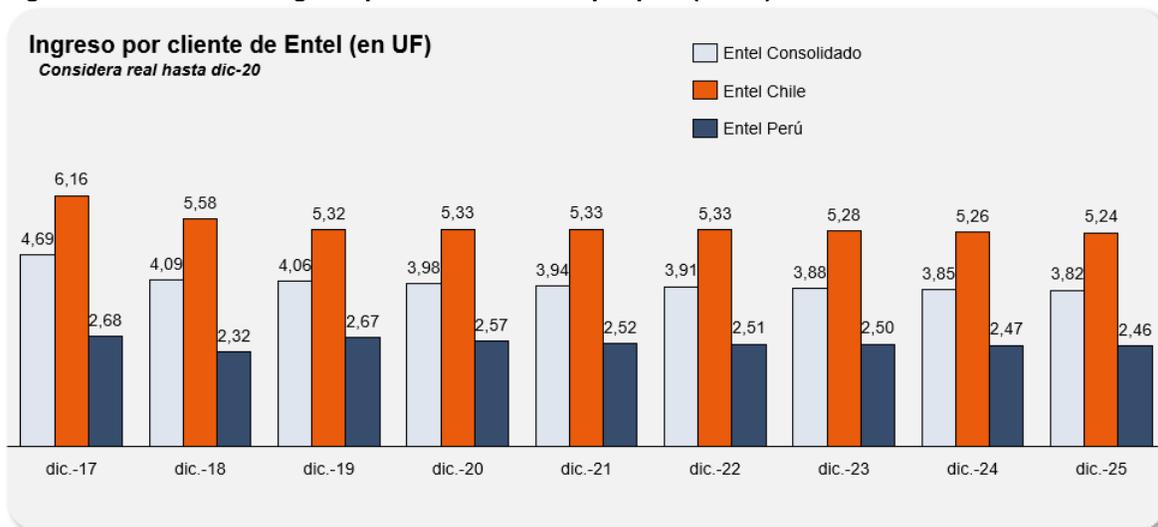
La tabla 82 muestra que el ingreso por cliente tanto para Chile como para Perú tiene una es muy similar en 2021 respecto al 2020, pero Perú tiene una ligera baja, lo que está en línea con los análisis históricos de crecimiento de ingresos por clientes presentados en la tabla 81 y con los valores proyectados por “inversiones security” a marzo 2021.

Para los años posteriores se plantea un crecimiento constante en los ingresos consolidados para Chile y Perú, pero a un menor ingreso por cliente en ambos países desde el 2023, esto apalancado principalmente por la actual tendencia de ingreso por cliente, la cual ya venía a la baja para el grupo consolidado de Entel desde el 2017 como se muestra en la tabla 81 y por el alto nivel de competencia que se espera en el mercado de telecomunicaciones en los próximos años, ya que los clientes tendrán mayor variedad de

ofertas. Lo anterior con el objetivo de mantener el posicionamiento de marca que tiene Entel en Chile como dominador del mercado móvil y para continuar el crecimiento en Perú.

En la figura 5 se presenta la evolución del ingreso por cliente consolidado para Entel, además de la evolución por país.

Figura 5. Evolución del ingreso por cliente de Entel por país (en UF)



Fuente: Elaboración propia

Tal como se explicó anteriormente, el caso ideal para Entel es aumentar los clientes en Chile, ya que genera un mayor ingreso por cliente, pero la realidad es que hay mayor viabilidad en tener un crecimiento en Perú que en Chile, esto de acuerdo con los análisis históricos y al comportamiento actual del mercado para ambos países, por lo mismo es que el objetivo es mantener estable el nivel de ingreso por cliente en Perú.

6.1.3 Proyección de ingreso por segmento de negocio y país.

Luego de tener claro cuál es el ingreso por cliente para Chile y Perú, se procede a realizar la apertura por cada segmento de negocio que opera en Chile, donde los principales supuestos a utilizar son los siguientes:

- **Segmento personas:** Crecimiento del 4.1% en 2021 que corresponde al promedio real de crecimiento del año 2020 y el primer trimestre 2021, luego el crecimiento es de 1.8% en 2022, que corresponde al promedio de crecimiento de ingresos en el segmento de los últimos 4 periodos, como el crecimiento de clientes en 2023 y 2024 es bajo para Entel Chile se plantea una tasa de crecimiento del 1.1% en 2023 y 0.5% 2024 con el supuesto que en ese periodo Entel ya habrá recuperado los clientes perdidos en los periodos anteriores y por lo tanto, su tasa de crecimiento de ingresos será menor, lo cual se refleja con la tasa de crecimiento del 0.3% del año 2025 que corresponde al promedio de crecimiento de todos los periodos de análisis, es decir, 2018 a 2024.
- **Segmento empresas:** Este segmento viene con caídas constantes en sus ingresos desde 2017 que se ha mantenido en 2021 por el real al cierre del primer trimestre 2021 que fue de -0.6%, pero como Entel tiene dentro de sus prioridades fortalecer este segmento a través de PYMEs dando a conocer sus soluciones, proveer de contenidos digitales e integrar todas las soluciones se plantea un crecimiento cercano a 0 en 2021, para luego crecer al 0.6% en 2022 pensando en recuperar los ingresos que tenía este segmento en 2020, Posteriormente para el año 2023, 2024 y 2025 se plantea un crecimiento del promedio móvil de los últimos 3 meses, lo que da a entender que es muy difícil que este segmento en el corto plazo tenga los ingresos que tenía en 2017 – 2018.
- **Segmento corporaciones:** El segmento corporaciones muestra un crecimiento en sus ingresos el 2020, pero una caída de estos mismos al cierre del primer trimestre 2021, por lo que se proyecta el promedio de ambos para el crecimiento del 2021 que es de un 0.2%, lo que se busca en este segmento es volver a estándares 2018, lo cual va en línea con la tasa de crecimiento del 2022 del 0.8% que corresponde al promedio del crecimiento real 2020 y 2021. Para el año 2023, 2024 y 2025 se considera el promedio móvil de crecimiento de los últimos 5 periodos, alcanzando el nivel de ingresos que tenía en 2018, pero muy lejos del 2017.

- **Segmento otros negocios:** Para proyectar este segmento se eliminan los efectos por ingresos no recurrentes, dado eso se plantea que el ingreso viene dado por el promedio móvil de los 3 periodos anteriores, ya que tiene una estabilidad importante a lo largo del tiempo, esto repercute en tasas de crecimiento cercanas al 0% en todo el análisis a excepción del 2025 que plantea una reducción de estos ingresos cercana al -1%.
- **Telefonía móvil y fija Perú:** La tasa de crecimiento de ingresos utilizada para el año 2021 y 2022, es de un 3.0% y 2.8% respectivamente que corresponde al promedio de crecimiento del 2018 y 2020, y para el 2022 una ligera baja, esto ya que se espera que en 2021 y 2022 Entel Perú continúe con su plan de consolidación del negocio de Perú en los próximos años, luego el nivel de crecimiento de clientes disminuye pero aun aumentando, por lo que sigue el crecimiento pero en menor medida, lo que repercute en un menor ingreso por cliente para este país como se mostró en la figura 5.

En la tabla 83 se presentan los ingresos proyectados para el 2021 al 2025 por segmento de negocio y país de acuerdo con todos los criterios y supuestos presentados anteriormente, estos corresponden a los valores presentados en la tabla 82 con la salvedad que se incorpora el ingreso por 630 millones de UF por venta de torres en 2021, donde un 61.1% se encuentra en otros negocios y el 38.9% restante en telefonía móvil y fija (Perú).

Tabla 83. Proyección de ingresos totales por segmento de negocio y país.

En MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	51.103	51.265	51.317	51.471	51.475
Segmento Personas	32.532	33.113	33.467	33.618	33.709
Segmento Empresas	8.539	8.590	8.587	8.600	8.620
Corporaciones	8.151	8.215	8.168	8.171	8.201
Otros Negocios	31.585	31.072	30.966	31.038	30.668
Eliminaciones	-29.704	-29.725	-29.872	-29.956	-29.724
Perú	23.752	24.160	24.664	24.921	25.180
Telefonía móvil y fija (Perú)	23.752	24.160	24.664	24.921	25.180
Ingresos totales	74.856	75.425	75.980	76.392	76.656

Fuente: Elaboración propia

Con los datos de la tabla 83 se muestra que tanto los ingresos de Chile como de Perú irán aumentando en los próximos años, lo que tiene relación con lo explicado en el análisis de la industria de telecomunicaciones y plantea “inversiones security”, que a pesar de la pandemia y el estallido social, Entel aún tiene grandes posibilidades de crecimiento por la

ampliación de la red nacional de fibra óptica y la llegada del 5G, además está la interesante oportunidad de poder seguir creciendo en Perú, captando una mayor cantidad de clientes y seguir posicionándose como una marca líder en el mercado de este país.

En la tabla 84 se presenta la variación en los ingresos proyectados por año:

Tabla 84. Variación porcentual de ingresos totales por segmento de negocio y país.

En %	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	1,25%	0,32%	0,10%	0,30%	0,01%
Segmento Personas	4,09%	1,78%	1,07%	0,45%	0,27%
Segmento Empresas	-0,10%	0,60%	-0,04%	0,15%	0,24%
Corporaciones	0,20%	0,79%	-0,57%	0,04%	0,37%
Otros Negocios	-1,76%	-1,62%	-0,34%	0,23%	-1,19%
Eliminaciones	0,31%	0,07%	0,49%	0,28%	-0,77%
Perú	1,52%	1,72%	2,08%	1,04%	1,04%
Telefonía móvil y fija (Perú)	1,52%	1,72%	2,08%	1,04%	1,04%
Ingresos totales	1,33%	0,76%	0,74%	0,54%	0,35%

Fuente: Elaboración propia

Es importante señalar que cada periodo tiene un crecimiento de ingreso diferente por segmento o país y no se calcula una tasa de crecimiento en base al histórico, ya que la industria de telecomunicaciones no tiene un crecimiento regular y va a depender de los clientes y el ingreso por cliente de cada país para poder determinar las tasas de crecimiento, que serán distintos en todos los periodos, además los análisis históricos están muy influenciados por elementos externos como la pandemia o el estallido social, esto se refleja revisando los años anteriores y está en línea con lo planteado por “inversiones security”.

Los datos de la tabla 84 son concordantes con lo explicado anteriormente, puesto que las proyecciones están basadas en los análisis históricos, el comportamiento de la industria y las proyecciones entregadas por “inversiones security”, donde el crecimiento es de 1.33% en 2021 respecto al 2020 para el grupo Entel, lo cual es viable considerando que al 31 de marzo del 2021 ya ha existido un aumento en los ingresos del 0.65% como se explicó en la tabla 13 y por la recuperación de clientes principalmente en el segmento personas.

Luego en el 2022 y 2023 crece a un valor muy cercano al crecimiento del primer trimestre 2021 de 0.65% y al promedio real de crecimiento de los años 2018 a 2020 que es de un 0.68%, esto por seguir recuperando clientes en el segmento personas, pero además comenzar a mejorar en los números del segmento empresas, dando a conocer las soluciones con más foco a las Pymes. Finalmente, el crecimiento es menor en los años 2024 y 2025, ya que se espera que una gran cantidad de clientes ya cuente con un

proveedor de telecomunicaciones y la expansión de fibra haya tenidos sus resultados en los años previos.

Si bien es cierto se plantea un crecimiento en los ingresos en Chile y Perú para los próximos años, en este último país se ven mejores números, ya que aún hay margen para seguir posicionándose en el mercado y consolidarse como una de las empresas líderes en telecomunicaciones de este país, logrando tener una mayor participación de mercado como se menciona en las prioridades estratégicas de la compañía.

Por otro lado, en Chile el crecimiento viene principalmente por el segmento personas y empresas, ya que las prioridades estratégicas de Entel planteadas en su memoria del 2020 apuntan a estos 2 segmentos como focos mediante la integración de todas las soluciones, si bien es cierto el 4.1% de crecimiento en 2021 del segmento personas se ve bastante alto, esto fue calculado en base al promedio del crecimiento real del 2020 que fue de un 5.4% y el crecimiento obtenido en el primer trimestre del 2021 de 2.7%.

En la tabla 85 se presenta la distribución de los ingresos por segmento de negocio y país, con el fin de poder comparar con los datos presentados en la tabla 15 con los ingresos reales desde 2017 hasta el 31 de marzo 2021.

Tabla 85. Distribución porcentual de ingresos totales proyectados por segmento de negocio y país.

En %	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	68,27%	67,97%	67,54%	67,38%	67,15%
Segmento Personas	43,46%	43,90%	44,05%	44,01%	43,98%
Segmento Empresas	11,41%	11,39%	11,30%	11,26%	11,25%
Corporaciones	10,89%	10,89%	10,75%	10,70%	10,70%
Otros Negocios	42,19%	41,20%	40,76%	40,63%	40,01%
Eliminaciones	-39,68%	-39,41%	-39,32%	-39,21%	-38,78%
Perú	31,73%	32,03%	32,46%	32,62%	32,85%
Telefonía móvil y fija (Perú)	31,73%	32,03%	32,46%	32,62%	32,85%
Ingresos totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia

La tabla 85 muestra que a pesar que el crecimiento de los ingresos de Perú es mayor a los de Chile, la distribución de los ingresos por país no cambiará mucho respecto a los últimos periodos reales como se mostró en la tabla 15, donde alrededor del 31% de los ingresos venían de Perú, esta tendencia se mantiene lo cual es razonable considerando que el ingreso por cliente de Perú es menor que en Chile y por lo tanto, a pesar de crecer de manera más pronunciada, esto no hace cambiar la distribución geográfica en los ingresos.

Dado que la valorización considera el real del primer trimestre del 2021, lo que se debe proyectar son los 9 meses restantes del año, es decir, desde abril hasta diciembre, por lo tanto, para obtener el valor proyectado de los 9 meses del 2021, se procede a restar el real del primer trimestre de los estados financieros de Entel a la proyección anual calculada en la tabla 83 como se muestra en la tabla 86.

Tabla 86. Cálculo de proyección de ingreso abril – diciembre 2021.

En MUF	dic-21	1T2021	9M2021
Chile	51.103	13.272	37.831
Segmento Personas	32.532	8.700	23.832
Segmento Empresas	8.539	2.145	6.394
Corporaciones	8.151	1.831	6.320
Otros Negocios	31.585	7.872	23.713
Eliminaciones	-29.704	-7.276	-22.428
Perú	23.752	6.077	17.676
Telefonía móvil y fija (Perú)	23.752	6.077	17.676
Ingresos totales	74.856	19.349	55.507

Fuente: Elaboración propia

Con el resultado de la tabla 86 se ve que los resultados obtenidos en el primer trimestre son coherentes con la proyección realizada con la suma de los segmentos consolidada para el año 2021, ya que muestra que alrededor del 25% de los ingresos ya fueron obtenidos durante el primer trimestre del año 2021.

Por lo anterior, es que el crecimiento planteado en ingresos para el año 2021 está sustentado en lo siguiente:

- Ingreso real por segmento del primer trimestre 2021.
- Evolución histórica de los ingresos por segmento de negocio y país.
- Análisis de la industria.

6.1.4 Proyección de ingresos de actividades ordinarias.

Para continuar con el análisis de ingresos proyectados, se presenta la tabla 87 se muestra los ingresos recurrentes y no recurrentes proyectados de acuerdo con lo definido en la sección de resultado no operacional.

Tabla 87. Proyección de ingresos por tipo de ingreso.

En MUF	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos de actividades ordinarias	54.731	75.002	75.552	75.973	76.232
Otros ingresos operacionales	281	350	356	346	351
Ingresos recurrentes	55.012	75.352	75.908	76.319	76.583
Otros ingresos no operacionales	12	73	73	73	73
Otras ganancias (pérdidas)	484	-	-	-	-
Ingresos no recurrentes	495	73	73	73	73
Ingresos totales	55.507	75.425	75.980	76.392	76.656

Fuente: Elaboración propia

Los principales supuestos para el cálculo de los ingresos son los siguientes:

- Otros ingresos operacionales corresponden a los subarriendos de locales y puntos de ventas, reembolso de distribuidores por pérdidas de equipos e interés comerciales y reembolsos por gastos de cobranza, esto fue definido como ingreso operacional, ya que es recurrente y muy estable en el tiempo, dado lo anterior, se considera como proyección el promedio móvil de los últimos 3 años.
- Otros ingresos no operacionales corresponden a actividades que generan ingresos, pero no son recurrentes en el tiempo como traslados de redes o ingresos por indemnizaciones y seguros, al igual que los otros ingresos operacionales se calcula en base al promedio móvil de los últimos 3 meses.
- Otras ganancias (pérdidas) corresponden en su totalidad a la venta de torres de telefonía móvil, en la proyección se refleja lo que debería ser ingreso entre abril y diciembre 2021, para el resto de los periodos el valor es 0 de acuerdo con el histórico.
- Respecto a los ingresos por actividades ordinarias, requiere un nivel de análisis mucho mayor y no se puede proyectar en base a promedios móviles o crecimientos históricos, ya que el comportamiento en los últimos años ha sido muy influenciado por la pandemia y estallido social, además algunos servicios siguen tomando fuerza dentro de los clientes, mientras que otros van perdiendo territorio.

En la tabla 88 se presenta el análisis de ingresos por actividades ordinarias por cada una de las líneas que la componen, el detalle del cálculo se muestra en la tabla 84.

Tabla 88. Proyección de ingresos por actividades ordinarias

En MUF	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Telefonía móvil - Chile	26.561	36.830	37.066	37.255	37.370
Telefonía móvil - Perú	16.428	22.716	22.971	23.178	23.334
Servicios privados	5.429	7.028	7.055	7.077	7.095
Telefonía local	1.219	1.533	1.525	1.518	1.510
Servicios de televisión	1.101	1.488	1.494	1.501	1.507
Larga distancia	111	138	131	128	126
Internet	1.795	2.523	2.586	2.630	2.652
Servicio a otros operadores	770	1.096	1.114	1.115	1.108
Negocio de tráfico	516	637	621	605	590
Americatel Perú	443	536	510	484	460
Servicios call center y otros	357	479	480	482	480
Ingresos de actividades ordinarias	54.731	75.002	75.552	75.973	76.232

Fuente: Elaboración propia

Cabe señalar que la tabla 88 ya incorpora para el 2021 solo los 9 meses proyectados, esto ya que se calculó la proyección total del año y se restó el real al 31 de marzo 2021.

Los principales supuestos utilizados son:

- Telefonía móvil – Chile con un crecimiento en 2021 del 3.35% que es promedio del dato real del 2021 al 31 de marzo y el cierre 2020, posteriormente sigue creciendo, pero a tasas más bajas por lo mismo explicado anteriormente, alcanzando un 0.31% de crecimiento el 2025 dado que se espera que los años anteriores tengan un crecimiento importante.
- Telefonía móvil – Perú con un crecimiento en 2021 de 3.00% que corresponde al promedio del dato real del 2021 al 31 de marzo y el cierre 2020, ya que el número de clientes va a aumentar en menor medida en 2021 que el 2020. Posteriormente mantiene su crecimiento, pero a tasas más bajas, esto bajo el supuesto que irá captando mayor porcentaje de mercado, pero cada vez en menor medida alcanzando un 0.7% en 2025, lo cual está en línea con crecimiento de ingresos.
- Servicios privados mantienen muy poca variabilidad, por lo tanto, se considera el promedio móvil de los últimos 3 años para la proyección.

- Los supuestos para las otras líneas tienen relación con su evolución histórica, pero no se presenta mayor detalle ya que el 88% de los ingresos de actividades ordinarias proviene de los 3 ítems mencionados anteriormente.

En la tabla 89 se presenta la distribución porcentual de los ingresos de actividades ordinarias proyectados, esto con el fin de comparar los resultados con los presentados en la tabla 20 que muestra el real del 2017 al 31 de marzo 2021.

Tabla 89. Distribución porcentual de proyección de ingresos por actividades ordinarias

En %	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Telefonía móvil - Chile	48,12%	48,85%	48,85%	48,81%	48,82%
Telefonía móvil - Perú	30,18%	30,49%	30,59%	30,69%	30,83%
Servicios privados	10,14%	9,39%	9,31%	9,32%	9,24%
Telefonía local	2,23%	2,05%	2,03%	2,00%	1,99%
Servicios de televisión	2,02%	1,99%	1,98%	1,98%	1,99%
Larga distancia	0,20%	0,18%	0,17%	0,17%	0,17%
Internet	3,29%	3,37%	3,44%	3,47%	3,49%
Servicio a otros operadores	1,41%	1,47%	1,48%	1,47%	1,46%
Negocio de tráfico	0,95%	0,85%	0,82%	0,80%	0,78%
Americatel Perú	0,81%	0,72%	0,68%	0,64%	0,61%
Servicios call center y otros	0,65%	0,64%	0,64%	0,64%	0,63%
Ingresos de actividades ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

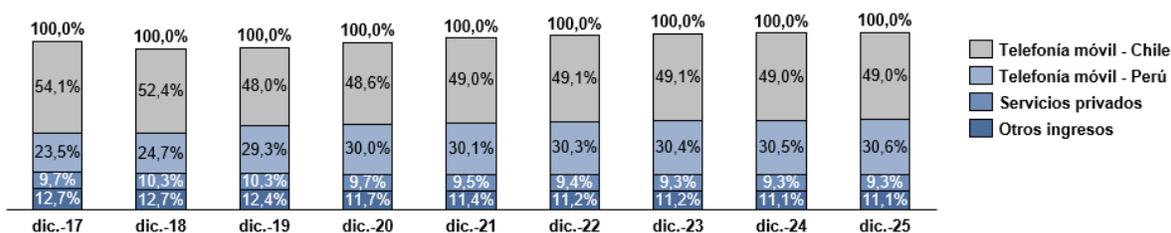
Fuente: Elaboración propia

Efectivamente los datos de la tabla 89 validan que se mantiene la tendencia presentada en la tabla 20, donde alrededor del 88% de estos ingresos se representa solo por 3 partidas que son telefonía móvil Chile, telefonía móvil Perú y servicios privados, al igual como se mostró en la tabla 85, el crecimiento de ingresos en Perú no altera de gran forma la distribución porcentual de los ingresos.

Dentro de los elementos que componen los ingresos por actividades ordinarias, hay algunos que han tenido tendencias a la baja como lo son telefonía local, servicios de televisión, larga distancia, negocio de tráfico y Americatel Perú, pero que por su peso específico dentro del total de actividades ordinarias, no generan un impacto muy grande al momento de hacer el análisis total de estos ingresos, por lo que se mantiene la conclusión que está enfocado en 3 elementos la volatilidad de estos ingresos.

En la figura 6 se presenta la distribución porcentual de actividades ordinarias incluyendo el real desde el 2017 al 2020 y las proyecciones hasta el 2025.

Figura 6. Distribución porcentual de ingresos de actividades ordinarias



Fuente: Elaboración propia.

Con los datos presentados en la figura 6 queda claro que se mantiene la tendencia que se mostró en los años 2019 y 2020, ya que cerca de un 30% los ingresos de actividades ordinarias vienen por telefonía móvil de Perú alcanzando cerca del 31% el 2025, pero aún casi la mitad de los ingresos de la compañía vendrán de la telefonía móvil de Chile, este dato es muy importante ya que muestra que si Entel requiere aumentar aún más sus ingresos, necesita tomar otras medidas tales como generar estrategias en sus planes para poder tener un mayor ingreso por cliente o bien generar una estrategia de crecimiento más agresiva en Perú y poder llegar a ser líder en el negocio móvil de ese país.

Luego de todo lo mencionado, se concluye que los ingresos de Entel continuarán creciendo en un porcentaje controlado cercano al 1% en 2021 y con crecimientos más pequeños para los próximos años como se muestra en la tabla 80, esto porque aún existe la posibilidad de seguir creciendo en Chile pero aún más en Perú, pero los niveles de crecimiento no son tan altos, ya que se espera que la industria sea muy competitiva por la llegada de nuevos productos y por lo tanto, las estrategias de venta serán vitales para la captación de clientes y continuar el posicionamiento de mercado tanto en Chile como en Perú.

Además, se mantiene la tendencia que alrededor del 68% de los ingresos provienen de Chile y el 32% de Perú. Por otro lado, los ingresos vienen representados casi en su totalidad por los ingresos de actividades ordinarias, las cuales se explican por los 3 ítems mostrados anteriormente en la figura 6 y que no poseen una tasa de crecimiento específica, dado lo anterior, es que se espera que para los años siguientes sigan siendo los elementos más representativos de los ingresos y con un crecimiento acorde a los clientes de cada país.

Por todo lo explicado anteriormente, queda claro que no se pueden tomar tasas de crecimiento en base al histórico, ya que las conclusiones no hubiesen sido las correctas puesto que no hay una linealidad en el crecimiento de este tipo de empresas, teniendo en consideración que hay muchas variables exógenas que podrían ensuciar el análisis.

6.2 Costos y gastos operacionales proyectados.

En este capítulo se obtendrán los costos y gastos operacionales para todos los segmentos de negocio tomando como referencia la tabla 70 y 72 que muestra los márgenes por país y segmentos de negocio respectivamente, restando el efecto de ingresos no recurrentes.

Los análisis se basan principalmente en la estructura de costos histórica sobre los costos totales de la compañía y sobre los ingresos recurrentes.

6.2.1 Supuestos de estructura de costos por segmento.

Para comenzar, se presentan los supuestos del cálculo proyectado para la estructura de costo asociada a cada segmento de negocio en base a los análisis históricos de estados financieros presentados en la tabla 68, tomando como variable de decisión el total de costos operacionales sobre los ingresos recurrentes, es importante señalar que estos se encuentran como costos totales, es decir, la suma de los costos operacionales y gastos de administración ya que Entel no presenta esta apertura en sus estados financieros por segmento de negocio.

Los supuestos utilizados para cada uno de los segmentos son las siguientes:

- **Segmento personas:** Se considera para la proyección un ratio menor que el promedio histórico, esto es porque en 2019 hubo un cambio importante en la estructura de costos de este segmento principalmente por un menor gasto en arriendos y mantenciones que se mantuvo en 2020, como para los años posteriores Entel plantea seguir con el trabajo híbrido y que las oficinas cumplan un rol que permita fortalecer la creatividad y la innovación, el gasto en estos ítems será más similar al 2019 – 2020 y se considera para la proyección el promedio de los periodos 2019, 2020 y primer trimestre 2021.
- **Segmento empresas:** Al igual que el segmento personas, la proyección es menor que el promedio histórico, esto quiere decir, que habrá un menor gasto por cada unidad de ingreso en el segmento, pero a diferencia del segmento personas, se considera para la proyección el promedio de los periodos 2018, 2019, 2020 y primer trimestre 2021, esto ya que Entel tiene dentro de su plan estratégico volver a tomar un rol protagónico en este segmento pero enfocado a PYMEs, como el año 2018 fue el último donde los resultados eran positivos, pero el costo por unidad de ingreso era mayor, se considera dentro del cálculo, no así el 2017 que tiene una estructura de costos muy diferente a los años posteriores.

- Segmento corporaciones:** Este segmento tiene características muy similares al segmento empresas, solo que enfocada a empresas más grandes, sin embargo, la estructura de costos de este segmento ha sido distinta, ya que presenta incrementos constantes desde el 2017, dado lo anterior es que los valores más representativos para proyectar corresponden a los últimos periodos, ya que el 2017 y 2018 están muy alejados a la estructura de costos actual, por lo anterior, se considera para la proyección el promedio de los periodos 2019, 2020 y primer trimestre 2021.
- Otros negocios:** Una vez que se elimina el efecto provocado por el ingreso no recurrente asociada a la venta de torres, el ratio de costos operacionales sobre ingresos en este segmento es muy estable y con poca variabilidad durante los últimos 3 años, por lo mismo se considera para la proyección el promedio de los periodos 2019, 2020 y primer trimestre 2021, esto considerando que gran parte de este costo proviene del arriendo de red a otras empresas de telecomunicaciones, y por lo tanto el incremento en los años 2019 y 2020 se mantiene en el corto plazo.
- Telefonía móvil y fija – Perú:** Los ingresos de Perú también se vieron afectados en 2019 y 2020 por un ingreso no recurrente, eliminando este efecto se muestra que la estructura de costos de este segmento ha variado mucho en los últimos años, ya que en 2017 los costos superaban a los ingresos y esto se mantuvo en 2018, desde el 2019 en adelante esta tendencia cambio, alcanzando al cierre del 2020 y primer trimestre 2021 valores muy similares cercanos al 87%, por lo anterior, se utiliza el promedio de estos 2 periodos para la estructura de costos proyectada.

En la tabla 90 se presenta el análisis histórico de la estructura de costos y cuáles son los supuestos utilizados para la proyección por segmento de negocio.

Tabla 90. Supuestos de estructura de costos usados por segmento de negocio para proyección.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio	Proyección
Segmento Personas	68,80%	70,38%	64,43%	62,79%	62,96%	65,87%	63,39%
Segmento Empresas	61,44%	58,06%	55,41%	57,00%	57,51%	57,88%	56,99%
Corporaciones	62,85%	63,27%	64,60%	68,00%	69,34%	65,61%	66,30%
Otros Negocios	95,22%	98,23%	96,79%	96,04%	95,77%	96,41%	96,20%
Tel. móvil y fija Perú	116,15%	108,89%	92,32%	86,89%	86,60%	98,17%	86,75%

Fuente: Elaboración propia

Los datos de la tabla 90 muestran el evolutivo histórico por segmento de negocio del ratio de costos operacionales sobre ingresos, eliminando el ingreso por venta de torres.

6.2.2 Proyección de costos por segmento de negocio y país.

Una vez explicados los supuestos de la estructura de costos por cada segmento se presenta el detalle por país. Para ello, se multiplican los valores de estructura de costos presentados en la proyección de la tabla 90 por los ingresos de cada segmento mostrados en la tabla 83, para así obtener el costo operacional del segmento en cada periodo.

En la tabla 91 se presenta la distribución de costos proyectados para el grupo Entel y separado por cada país de acuerdo con lo explicado anteriormente, acá se incluyen tanto los costos operacionales como los gastos de administración y venta.

Tabla 91. Distribución de costos proyectados para Entel por país y segmento de negocio.

En MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	31.206	31.501	31.444	31.534	31.500
Segmento Personas	20.623	20.991	21.216	21.312	21.369
Segmento Empresas	4.867	4.896	4.894	4.901	4.913
Corporaciones	5.404	5.447	5.416	5.418	5.438
Otros Negocios	30.015	29.892	29.790	29.859	29.504
Eliminaciones	-29.704	-29.725	-29.872	-29.956	-29.724
Perú	20.392	20.958	21.395	21.618	21.843
Telefonía móvil y fija (Perú)	20.392	20.958	21.395	21.618	21.843
Costos totales	51.597	52.459	52.839	53.152	53.343

Fuente: Elaboración propia.

Con los datos de ingreso por segmento de negocio y país, sumados a la información de la distribución de costos dadas las estructuras proyectadas, se pueden obtener las estructuras de costos por segmento de negocio y país para los próximos 5 periodos.

En la tabla 92 se presenta la distribución de la estructura de costos por segmento de negocio proyectada para los próximos 5 años, tomando como base los ingresos totales de Entel, es decir, ingresos recurrentes y no recurrentes.

Tabla 92. Distribución de estructura de costos proyectada.

En %	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	61,06%	61,45%	61,27%	61,27%	61,19%
Segmento Personas	63,39%	63,39%	63,39%	63,39%	63,39%
Segmento Empresas	56,99%	56,99%	56,99%	56,99%	56,99%
Corporaciones	66,30%	66,30%	66,30%	66,30%	66,30%
Otros Negocios	95,03%	96,20%	96,20%	96,20%	96,20%
Perú	85,85%	86,75%	86,75%	86,75%	86,75%
Telefonía móvil y fija (Perú)	85,85%	86,75%	86,75%	86,75%	86,75%
Costos / Ingresos	68,93%	69,55%	69,54%	69,58%	69,59%

Fuente: Elaboración propia.

Con la información de la tabla 92 se muestra que Chile tiene una estructura de costos estables al considerar los 4 segmentos de negocio que la componen, se mantiene cerca del 61%, lo cual está en línea con el cierre del 2020 de 60.4% y el primer trimestre del 2021 de 60.9%, cambiando su estructura de costos respecto al año 2017 y 2018.

En la tabla 93 se presenta la variación en los costos totales por segmento de negocio y país al igual como se realizó con la proyección de ingresos.

Tabla 93. Variación de costos proyectados para Entel por país y segmento de negocio.

En %	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	2,31%	0,94%	-0,18%	0,29%	-0,11%
Segmento Personas	5,09%	1,78%	1,07%	0,45%	0,27%
Segmento Empresas	-0,11%	0,60%	-0,04%	0,15%	0,24%
Corporaciones	-2,30%	0,79%	-0,57%	0,04%	0,37%
Otros Negocios	-0,01%	-0,41%	-0,34%	0,23%	-1,19%
Eliminaciones	0,54%	0,07%	0,49%	0,28%	-0,77%
Perú	2,82%	2,78%	2,08%	1,04%	1,04%
Telefonía móvil y fija (Perú)	2,82%	2,78%	2,08%	1,04%	1,04%
Costos totales	2,51%	1,67%	0,72%	0,59%	0,36%

Fuente: Elaboración propia.

Como se muestra en la tabla 93, para sostener el crecimiento en ingreso proyectado para el 2021, el segmento personas debe aumentar sus costos en un 5.09%, lo mismo ocurre con la telefonía móvil y fija de Perú que lo debe hacer en un 2.82%, por lo tanto, se debe aumentar la estructura de costos en ambos segmentos con el fin de continuar el crecimiento en clientes tanto para Chile como para Perú. Respecto a los otros segmentos que corresponden a Chile, en 2022 habrá una disminución en costos, pero principalmente por una caída en los ingresos, por lo que no es una buena noticia.

Para los años 2022 en adelante, la estructura de costos de Chile se mantiene constante y sin grandes variaciones, mientras que en Perú se debe generar un nuevo aumento en la estructura de costo en menor medida desde el 2022, pero esto va de la mano con el crecimiento en ingresos y, por lo tanto, con el crecimiento en EBITDA de Entel Perú y del grupo consolidado de Entel.

En la tabla 94 se muestra la distribución de los costos operacionales proyectados para los años 2021 al 2025, explicando el peso específico de los costos del segmento y país en el total para cada periodo, al igual como se realizó con los ingresos.

Tabla 94. Distribución porcentual de costos proyectados para Entel por país y segmento de negocio.

En %	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Chile	60,48%	60,05%	59,51%	59,33%	59,05%
Segmento Personas	39,97%	40,01%	40,15%	40,10%	40,06%
Segmento Empresas	9,43%	9,33%	9,26%	9,22%	9,21%
Corporaciones	10,47%	10,38%	10,25%	10,19%	10,19%
Otros Negocios	58,17%	56,98%	56,38%	56,18%	55,31%
Eliminaciones	-57,57%	-56,66%	-56,53%	-56,36%	-55,72%
Perú	39,52%	39,95%	40,49%	40,67%	40,95%
Telefonía móvil y fija (Perú)	39,52%	39,95%	40,49%	40,67%	40,95%
Costos totales	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Elaboración propia.

Con los resultados de la tabla 94, y al compararlos con los datos de la tabla 23 que muestra la distribución de costos reales del 2017 al primer trimestre 2021, se ve que la tendencia del año 2020 continua en el 2021, esto quiere decir, que los costos de Perú van aumentando respecto a los costos totales pero de manera ligera, por lo tanto, los costos de Perú en 2025 representarán un poco más del 40% de los costos totales de la compañía, este porcentaje de crecimiento en costos es mayor al de crecimiento en ingresos al igual que para el periodo histórico, pero a pesar de ello, estos números hacen aumentar el EBITDA en este país y en el grupo consolidado.

En Chile, el segmento que sigue representando gran parte de los costos es el segmento personas, donde el segmento empresas y corporaciones continúan perdiendo peso específico en el total de costos al igual que en ingresos como se mostró en la tabla 81.

Respecto a otros negocios, en 2021 se mantiene una tendencia muy similar a la mostrada en la tabla 23 donde correspondía alrededor del 57% de los ingresos, sin embargo, para los años posteriores disminuye de igual forma que los ingresos de este segmento.

Como el objetivo es proyectar los meses restantes del año a la fecha de valorización, se presenta la tabla 95 donde se muestra el cálculo de los costos totales por segmento y país para los 9 meses restantes, es decir, abril a diciembre, esto usando la proyección 2021 presentada en la tabla 81 y restando el real al 31 de marzo 2021.

Tabla 95. Cálculo de proyección de costos operacionales abril – diciembre 2021.

En MUF	dic-21	1T2021	9M2021
Chile	31.206	8.237	22.969
Segmento Personas	20.623	5.507	15.117
Segmento Empresas	4.867	1.260	3.606
Corporaciones	5.404	1.362	4.043
Otros Negocios	30.015	7.369	22.646
Eliminaciones	-29.704	-7.261	-22.443
Perú	20.392	5.070	15.322
Telefonía móvil y fija (Perú)	20.392	5.070	15.322
Costos totales	51.597	13.307	38.290

Fuente: Elaboración propia.

La tabla 95 muestra que la proyección planteada para el 2021 está en línea con el cierre del primer trimestre 2021, ya que representan cerca del 25% de los costos anuales.

Como se mencionó anteriormente, Entel no presenta la separación por segmento de negocios para los costos operacionales, tampoco lo realiza por país y solo se presenta a nivel agregado, por lo anterior, se procede a calcular la separación de costos operaciones y gastos de administración y ventas para el grupo Entel de acuerdo con los datos históricos presentados en la sección 5.2.5 de costos operaciones totales respecto a los ingresos.

En la siguiente sección se revisará la apertura de los costos presentados en la tabla 91 separando en costos operaciones y gastos de administración y ventas, pero solo a nivel agregado.

6.2.3 Proyección de costos operacionales y gastos de administración.

Para poder separar los costos en operacionales y gastos de administración y ventas, se tomará como base el análisis histórico presentado en las tablas 38 y 39 que muestran el comparativo histórico respecto al total de ingresos.

Para poder determinar el porcentaje histórico de los costos operacionales y gastos de administración y ventas se presenta la tabla 96 con el detalle del histórico y el promedio, cabe señalar que se consideran solo los ingresos recurrentes como base del cálculo, es decir, la suma de los ingresos por actividades ordinarias y los otros ingresos recurrentes.

Tabla 96. Apertura histórica de costos operacionales y gastos de administración y venta sobre ingresos.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Ingresos recurrentes	72.822	69.691	70.229	72.369	73.147	71.652
Costos Operacionales	47.350	44.834	41.221	41.509	42.175	43.418
Gastos de adm.y venta	9.298	9.438	9.190	8.826	8.732	9.097

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Ingresos recurrentes	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales	65,02%	61,57%	56,60%	57,00%	57,91%	59,62%
Gastos de adm.y venta	12,77%	12,96%	12,62%	12,12%	11,99%	12,49%

Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, no se puede considerar directamente el promedio como calculo proyectado para los costos operacionales y gastos de administración y venta, esto porque, si se considera de esta forma, lo que se estaría haciendo es la proyección a nivel agregado, es decir, del grupo consolidado de Entel y lo que es una proyección más real corresponde al cálculo de crecimiento en costos por segmento de negocios que nos da el total de costos presentados en la tabla 91 con los supuestos ya explicados, lo que sí, es muy importante tener como referencia los datos de la tabla 96 para tener referencias históricas.

Dicho lo anterior, para proyectar los costos operacionales y gastos de administración y venta se considera el análisis histórico de los costos totales, es decir, que porcentaje de los costos históricos corresponden a cada partida, para luego ver la tendencia y tomar la decisión de cuál será el valor para proyectar.

En la tabla 97 se muestra el detalle de los costos históricos para el grupo Entel definidos como costos operacionales y gastos de administración y ventas sobre el total de costos con el fin de presentar el supuesto que será utilizado posteriormente para la proyección.

Tabla 97. Apertura histórica de costos entre operacionales y gastos de administración y venta.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Costos totales	56.648	54.272	50.411	50.335	50.907	52.515
Costos Operacionales	47.350	44.834	41.221	41.509	42.175	43.418
Gastos de adm.y venta	9.298	9.438	9.190	8.826	8.732	9.097

En % de costos	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Costos Operacionales	83,59%	82,61%	81,77%	82,46%	82,85%	82,66%
Gastos de adm. y venta	16,41%	17,39%	18,23%	17,54%	17,15%	17,34%

Fuente: Elaboración propia.

Dado los resultados planteados anteriormente, se utiliza como supuesto de proyección que, del total de costos planteados en la tabla 97, un 82.66% corresponde a gastos operacionales y un 17.34% a gastos de administración y venta que es el promedio de los periodos analizados, esto porque en los últimos años los costos operacionales y gastos de administración y ventas han disminuido, pero hay efectos externos que afectan a la operación de la compañía tales como el estallido social y COVID-19, por lo mismo, es que no se pueden considerar los últimos periodos ni menos los años 2017 y 2018 solamente, ya que la estructura de costos ha ido mutando con el tiempo y se espera que lo siga haciendo con la llegada de la “nueva normalidad”, por lo anterior, se consideran todos los periodos sin excepción para la proyección.

En la tabla 98 se presenta la distribución de los costos totales separados por costos operacionales y gastos de administración y venta de acuerdo con lo planteado en la tabla 97, se incluye el total 2021 y la proyección de los 9 meses descontando el real 2021.

Tabla 98. Apertura proyectada de costos entre operacionales y gastos de administración y venta.

En MUF	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Costos totales	38.290	52.459	52.839	53.152	53.343
Costos Operacionales	31.531	43.360	43.674	43.933	44.091
Gastos de adm.y venta	6.759	9.099	9.164	9.219	9.252

Fuente: Elaboración propia.

Cabe señalar que los costos operacionales estaban divididos en otros gastos y pérdidas de deterioro cuentas por cobrar, donde alrededor del 50% de estos costos vienen por publicidad, comisiones y costos de venta, por otro lado, los gastos de administración y venta corresponden al ítem de gastos por beneficios a empleados en su totalidad, donde alrededor del 75% de este gasto viene dado por sueldos y salarios.

Finalmente, para determinar si los costos proyectados que fueron calculados anteriormente tienen relación con la evolución de costos totales sobre los ingresos recurrentes

presentadas en la tabla 96, se presenta la tabla 99 que muestra el evolutivo proyectado de este ratio para los periodos proyectados, se incluye el total 2021 y la proyección de los 9 meses descontando el real 2021.

Tabla 99. Proyección de costos operacionales y gastos de adm. y venta sobre ingresos recurrentes.

En %	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	Promedio
Ingresos recurrentes	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales	57,32%	58,47%	58,90%	59,25%	59,46%	58,68%
Gastos de adm.y venta	12,29%	12,27%	12,36%	12,43%	12,48%	12,36%

Fuente: Elaboración propia.

Es importante recordar que se considera para el supuesto el ingreso de actividades ordinarias como base, ya que representa más del 99.5% de los ingresos operacionales y permite no generar sobre dimensión de los ingresos por incorporar lo que no es recurrente.

Dado los datos mostrados en la tabla 99 y al compararlo con el análisis histórico presentado en la tabla 96, se muestra que los porcentajes van bastante en línea al promedio histórico, y es muy similar a la estructura de costos de los últimos periodos 2019, 2020 y primer trimestre 2021, por lo anterior, es que no se podía considerar para proyección directamente los datos de la tabla 96, ya que la proyección está hecha en base a los segmentos de negocio y luego se compone la totalidad, no al revés.

Lo anterior se ve claramente en el periodo 2021, ya que si se consideraba el promedio histórico de 59.62% en costos operacionales y 12.49% en gastos de administración y venta se sobre estima el costo de este año, mientras que al realizarlo por segmento y luego componer la totalidad, se mantiene una tendencia muy similar a lo que llevamos real 2021 y los últimos 2 años, que es lo que se espera se mantenga como estructura de costos dada la “nueva normalidad”, subiendo un poco la estructura de costos respecto a la actual, pero no volviendo a los niveles de costos operacionales del 2017 y 2018 que superaban el 60%.

6.2.4 Proyección de depreciación, amortización y deterioro.

Al igual que en la sección de costos operacionales, se realiza la proyección de la depreciación de manera aislada, y se considera como supuesto de proyección el valor histórico sobre el total de ingresos recurrentes para poder analizar la tendencia histórica y poder proyectar a futuro.

En la tabla 100 se presenta el histórico asociado a los gastos por depreciación, amortización y deterioro presentados en los estados financieros de Entel con respecto a los ingresos recurrentes.

Tabla 100. Gastos de depreciación respecto a los ingresos histórica y proyección.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	1T2021	Promedio
Ingresos recurrentes	72.822	69.691	70.229	72.369	73.147	71.652
Depreciación, amortización y deterioro	-11.931	-12.189	-15.065	-16.228	-16.033	-14.289
% depreciación, amortización y deterioro sobre los ingresos de actividades ordinarias.	-16,38%	-17,49%	-21,45%	-22,42%	-21,92%	-19,93%

Fuente: Elaboración propia.

Con los datos proporcionados en la tabla 100, se muestra que el promedio del total de la depreciación, amortización y deterioro sobre los ingresos recurrentes de Entel como históricos es de -19,93%, sin embargo, no se puede considerar este valor para proyección directamente, esto dado que el año 2019 se produjo un cambio en la normativa contable por la NIIF 16 que significo que los arrendamientos pasaron a ser parte de los activos, y por lo tanto, aumentar el valor de la depreciación, por lo mismo se ve un cambio importante en la tendencia desde el 2019.

Dado lo anterior, es que se considera para la proyección de este ítem el promedio entre el 2019, 2020 y el primer trimestre del 2021, lo cual da un valor de -21.93% de los ingresos recurrentes.

En la tabla 101 se presentan los números proyectados para depreciación, amortización y deterioro en los próximos periodos de acuerdo con el supuesto planteado en la tabla 100 y los ingresos recurrentes proyectados.

Tabla 101. Gastos de depreciación proyectada de acuerdo al supuesto de la tabla 96.

En MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos recurrentes	74.154	75.352	75.908	76.319	76.583
Depreciación, amortización y deterioro	-16.263	-16.526	-16.648	-16.738	-16.796

Fuente: Elaboración propia.

Como lo que se requiere es proyectar los 9 meses restantes a la fecha de valorización, se presenta en la tabla 102 el cálculo de los gastos de depreciación, amortización y deterioro proyectada para este periodo de tiempo.

Tabla 102. Cálculo depreciación para 9 meses año 2021 (abril – diciembre).

En MUF	dic-21	1T2021	9M2021
Depreciación, amortización y deterioro	-16.263	-3.950	-12.313

Fuente: Elaboración propia.

La tabla 102 da a entender que la proyección del año 2021 es concordante con el real que se ha tenido a la fecha, ya que los gastos de depreciación, amortización y deterioro del primer trimestre representan alrededor del 25% del total año proyectado para el 2021.

Con todas las proyecciones presentadas, es posible generar el estado de resultado de la compañía a nivel agregado calculando el EBITDA y EBIT, ya que se cuenta con los ingresos proyectados, los costos operacionales y gastos de administración, además de la depreciación, amortización y deterioro para los próximos 5 periodos.

Es importante señalar que puede existir un efecto si se compara los años proyectados respecto al 2017 y 2018, ya que van a aumentar los gastos proyectados por depreciación, amortización y deterioro dada que las tasas utilizadas para el cálculo proyectado diferentes a las que se tuvieron estos años, principalmente por la variación en la norma NIIF 16 de arrendamientos en el año 2019 como se explicó anteriormente

Por otro lado, se considera esta partida como un ítem aparte de los costos operacionales y gastos de administración y venta, para no alocar gastos de depreciación en alguno de estos ítems y llegar a conclusiones erróneas.

En la siguiente sección se revisará el resultado no operacional proyectado para Entel con los distintos supuestos que lo componen.

6.3 Resultado no operacional proyectado.

En esta sección se revisará la proyección del resultado no operacional proyectado tomando como base los análisis históricos realizados en la sección 5.3 análisis del resultado no operacional, incluyendo las partidas que son presentadas por Entel en sus estados financieros como no operacionales y lo que se consideró como otros ingresos no recurrentes.

Esta proyección se realizará a nivel agregado de Entel, es decir, no se presentará división entre segmentos o países y se toma como referencia la tabla 46 donde se presenta el resultado no operacional propuesto.

En la tabla 103 se presenta el resultado no operacional proyectado propuesto para los próximos 5 periodos, tomando como base el resultado no operacional histórico, a excepción de la partida relacionada con ingresos no recurrentes.

Tabla 103. Resultado no operacional proyectado

En MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos no recurrentes	702	73	73	73	73
Ingresos financieros	304	302	267	303	291
Costos financieros	-3.443	-3.442	-3.400	-2.987	-2.819
Diferencias de cambio	-	-	-	-	-
Resultados por unidades de reajuste	-	-	-	-	-
Resultado no operacional	-2.437	-3.067	-3.060	-2.611	-2.455

Fuente: Elaboración propia.

Los supuestos utilizados para la proyección son los siguientes:

- Para los ingresos no recurrentes se considera el promedio móvil de los últimos 3 años, el cual todos los periodos es de 73 mil UF, pero para el año 2021 también se incorpora el ingreso ya obtenido en el primer trimestre del 2021 por las diferencias de ingresos asociadas a la venta de torres más el activo mantenido para la venta por Entel por este mismo concepto, la suma de ambos elementos es de 630 mil UF.
- Para los ingresos financieros se considera el promedio móvil de los últimos 3 años, ya que el ingreso por este ítem ha sido muy estable en estos periodos, a diferencia de los años 2017 y 2018 que el monto era bastante menor, se asume que los ingresos financieros deben seguir la tendencia de los últimos años dado que no se ve un cambio estructural significativo.

- Los costos financieros mantienen la tendencia de los últimos años, ya que se mantienen vigentes los mismos bonos que están activos desde el 2019, pero se proyecta una baja en 2024, esto debido a la finalización del bono emitido por Entel en octubre del 2013, por lo tanto, este año tiene una ligera baja no muy significativa, pero si hay un efecto en 2014.
- Para diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste se considera 0 por la dificultad de realizar un cálculo proyectando el tipo de cambio futuro, el análisis histórico muestra que siempre existen diferencias de cambio, pero en los últimos periodos ha sido cercana a 0, mientras que para el resultado por unidades de reajuste históricamente se tiene un valor negativo, pero posee mucha variabilidad y no hay un sustento razonable que permita sostener una proyección.

Con los supuestos explicados anteriormente y la proyección del resultado no operacional presentada en la tabla 103, se presenta la tabla 104 que muestra el estado de resultado no operacional en función de los ingresos recurrentes proyectados.

Tabla 104. Resultado no operacional proyectado en base a ingresos recurrentes.

En %	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos no recurrentes	0,95%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Ingresos financieros	0,41%	0,40%	0,35%	0,40%	0,38%
Costos financieros	-4,64%	-4,57%	-4,48%	-3,91%	-3,68%
Diferencias de cambio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado no operacional	-3,29%	-4,07%	-4,03%	-3,42%	-3,21%

Fuente: Elaboración propia.

Con la información presentada en la tabla 104, se ve que el resultado no operacional promedio proyectado para los próximos 5 años es de un -3.29% de los ingresos no recurrentes, manteniendo la tendencia de los últimos periodos, ya que el promedio histórico, sin contar el 2019, es de un -4.19% de los ingresos recurrentes, las diferencias vienen dadas por las diferencias de cambio y resultados por unidad de reajuste no proyectadas, además de la baja en los costos financieros desde el 2024.

6.4 Impuesto corporativo proyectado.

En esta sección se revisará la proyección del impuesto corporativo a utilizar para el estado de resultado, es importante señalar que Entel opera en 2 países, y por lo tanto, esta propenso a la tasa de impuesto corporativa tanto de Chile como de Perú.

Actualmente la tasa de impuesto corporativa de Chile es de un 27%, mientras que para Perú es de un 29.5%, sin embargo, en los periodos históricos solo se ha pagado impuestos en Chile principalmente por 2 razones:

1. Consolidación del grupo Entel se realiza desde Chile.
2. Las ganancias antes de impuesto del periodo histórico para Perú han sido negativo.

Para comenzar con el análisis se presenta la tabla 105 con los valores históricos de ganancia antes de impuesto y los ítems de impuesto corporativo, es importante señalar que solo se consideran años cerrados para no incurrir en errores, además que la ganancia antes de impuesto hace alusión a la suma de la operación de Chile y Perú.

Tabla 105. Detalle histórico de impuesto corporativo de Entel.

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ganancia antes de impuesto	970	-82	8.485	3.232

En MUF	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Gasto (ingreso) por impuestos utilizando tasa legal	248	-22	2.291	873
Efecto impositivo de tasas de otras jurisdicciones	-259	-157	-26	-63
Reajustes / fluctuaciones de inversiones tributarias	-672	1.310	981	-348
Corrección monetaria capital propio	-411	-647	-698	-764
Gastos no deducibles impositivamente	-	-	223	-
Efecto de impuesto diferido sobre patrimonio	18	34	-	620
Tributación calculada con la tasa aplicable	151	-17	-9	0
Otro incremento (decremento) en cargo por imp. Legales	276	273	278	7
Ajuste al gasto por impuestos utilizando tasa legal	-897	797	749	-546
Gasto (ingreso) por impuestos utilizando tasa efectiva	-650	774	3.040	326

Fuente: Elaboración propia.

Con los datos de la tabla 105, queda claro que hay efectos adicionales en esta partida a solo el pago de impuesto corporativo del país, donde algunos son recurrentes en el tiempo mientras que otros aparecen en periodos específicos, para poder determinar cuáles son permanentes en el tiempo, y por lo tanto se deben proyectar, se procede a analizar en términos porcentuales cada una de las partidas respecto a la ganancia antes de impuesto.

En la tabla 106 se presenta la distribución del gasto por impuestos corporativos históricos respecto a las ganancias antes de impuesto para evaluar su evolución y analizar cuáles son partidas recurrentes.

Tabla 106. Detalle histórico de impuesto corporativo de Entel sobre ganancia antes de impuesto.

En %	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Gasto (ingreso) por impuestos utilizando tasa legal	25,53%	27,00%	27,00%	27,00%
Efecto impositivo de tasas de otras jurisdicciones	-26,70%	190,79%	-0,31%	-1,94%
Reajustes / fluctuaciones de inversiones tributarias	-69,22%	-1590,08%	11,56%	-10,76%
Corrección monetaria capital propio	-42,41%	784,84%	-8,23%	-23,65%
Gastos no deducibles impositivamente	0,00%	0,00%	2,63%	0,00%
Efecto de impuesto diferido sobre patrimonio	1,81%	-41,25%	0,00%	19,20%
Tributación calculada con la tasa aplicable	15,57%	20,25%	-0,11%	0,01%
Otro incremento (decremento) en cargo por imp. Legales	28,46%	-331,38%	3,28%	0,23%
Ajuste al gasto por impuestos utilizando tasa legal	-92,48%	-966,82%	8,83%	-16,90%
Gasto (ingreso) por impuestos utilizando tasa efectiva	-66,95%	-939,82%	35,83%	10,10%

Fuente: Elaboración propia.

Con la información de la tabla 106 se ve que los efectos dentro del cálculo del impuesto corporativo son muchos y con gran variabilidad en el tiempo, además el impuesto corporativo utilizado ha sido siempre el de Chile, dado que los resultados antes de impuesto de Perú han sido negativos en el periodo histórico y se proyectan que lo seguirán siendo hasta el 2025 de acuerdo con la información de ingresos, costos, depreciación y estado de resultado no operacional.

Dado lo anterior se consideran para el cálculo de la tasa corporativa solo el impuesto legal de Chile que se proyecta en un 27% desde 2021 hasta el 2025, no se consideran las otras partidas ya que hay mucha variabilidad y no queda claro que sean recurrentes en un porcentaje calculable.

En la tabla 107 se presentan los impuestos corporativos proyectados para los años 2021 hasta el 2025 de acuerdo con los supuestos mencionados anteriormente.

Tabla 107. Impuesto corporativo de Entel sobre ganancia antes de impuesto proyectado.

En MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ganancia antes de impuesto	3.857	3.301	3.361	3.819	3.989
% impuesto legal a utilizar	27%	27%	27%	27%	27%
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-1.041	-891	-907	-1.031	-1.077

Fuente: Elaboración propia.

Se espera tener un crecimiento en las ganancias antes de impuesto por la mejora en ingresos del segmento personas y telefonía móvil Perú, respecto a los años anteriores.

6.5 Estado de resultado proyectado en miles de UF.

Luego de analizar todas las partidas por separado que componen el estado de resultado, se procede a proyectar este para los años 2021 a 2025.

En la tabla 108 se presenta el estado de resultados proyectado en miles de UF.

Tabla 108. Estado de resultado proyectado para el 9M 2021 – 2025 en miles de UF.

En MUF	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos Operacionales (recurrentes)	55.012	75.352	75.908	76.319	76.583
Costos Operacionales	-31.531	-43.360	-43.674	-43.933	-44.091
Margen Bruto	23.481	31.992	32.233	32.386	32.492
Gastos de administración y venta	-6.759	-9.099	-9.164	-9.219	-9.252
EBITDA	16.721	22.893	23.069	23.168	23.240
Depreciación, amortización y deterioro	-12.313	-16.526	-16.648	-16.738	-16.796
Resultado Operacional (EBIT)	4.408	6.368	6.421	6.430	6.444
Ingresos no recurrentes	495	73	73	73	73
Ingresos financieros	282	302	267	303	291
Costos financieros	-2.650	-3.442	-3.400	-2.987	-2.819
Diferencias de cambio	20	-	-	-	-
Resultados por unidades de reajuste	409	-	-	-	-
Ganancia antes de impuesto	2.966	3.301	3.361	3.819	3.989
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-801	-891	-907	-1.031	-1.077
Ganancia (pérdida)	2.165	2.410	2.453	2.788	2.912

Fuente: Elaboración propia.

Con la información presentada en la tabla 108 queda claro que se reflejan en los estados financieros y sus márgenes las expectativas de crecimiento que tiene el mercado por la llegada del 5G y la continuidad de la expansión en fibra óptica, ya que comparando con el estado de resultado histórico presentado en la tabla 47, se puede determinar lo siguiente:

- Los ingresos recurrentes van a aumentar respecto a los periodos históricos, principalmente por la recuperación de clientes en el segmento personas y el crecimiento en los ingresos de Perú, la cual seguirá creciendo hasta el 2025.
- Los costos operacionales aumentan respecto al 2019 y 2020, esto porque el crecimiento de ingresos para los segmentos anteriormente mencionados, lo cual debe ir de la mano con un aumento en costos, pero son más bajos que los considerados en 2017 y 2018 principalmente por el menor costo de mantenciones y arriendos que se sostiene en el corto plazo.

- Por lo anterior, el margen bruto aumenta un 2.1% en 2021 respecto al 2020 y se espera que siga creciendo en 2020 en un 1.5%, para luego crecer, pero a menores tasas cercanas al 1% en 2023 y al 0.5% en 2024 y 2025.
- Los costos por depreciación, amortización y deterioro proyectados en 2021 son similares al 2019 y 2020, pero menor al periodo 2017 y 2018, esto considerando que se proyectó el promedio solo de los últimos 3 periodos, ya que desde el 2019 hubo un cambio en la normativa contable de la NIIF 16 y se mantendrá en el corto plazo.
- Dado lo anterior, el EBIT proyectado va creciendo en relación con los periodos anteriores, ya que se mantiene depreciación constante y mantiene la tendencia del margen bruto.
- El resultado no operacional está en línea con los análisis históricos, el único punto importante a considerar es que no se proyectan las diferencias de cambio y resultados por unidad de reajuste por la dificultad de determinar el tipo de cambio futuro y así calcular estos ítems que han sido negativos en todo el análisis histórico, por lo mismo se asume que serán 0 en el año.
- Finalmente, y por todo lo explicado anteriormente, las ganancias antes de impuesto proyectadas son mayores al periodo histórico, a excepción del 2019 y 2020 que tuvieron ingresos no operacionales importantes, las principales diferencias vienen dadas por lo siguiente:
 - Mejora de EBITDA principalmente por el crecimiento en ingresos del segmento personas y telefonía móvil y fija Perú.
 - Diferencia en los gastos de depreciación, amortización y deterioro, por el supuesto utilizado para proyectar en los años 2017 y 2018 (NIIF 17).
 - Variaciones en el resultado no operacional, principalmente por diferencias de cambio y resultados por unidad de reajuste que, además de un menor ingreso no recurrente por venta de torres de telefonía móvil.
- Para el impuesto corporativo, la principal diferencia viene dada por que en la proyección solo se considera el impuesto corporativo del 27% utilizado en Chile, a diferencia de los periodos históricos que incluyen las partidas revisadas en la tabla 102, se hace de esta forma para no generar distorsión en las conclusiones.

6.6 Estado de resultado proyectado porcentual.

El objetivo de esta sección es analizar el estado de resultado proyectado que fue planteado en la sección anterior, específicamente en la tabla 108 pero en términos porcentuales de los ingresos recurrentes.

En la tabla 109 se presenta el estado de resultado proyectado con todas las partidas explicadas en la sección 6 considerando como base los ingresos recurrentes.

Tabla 109. Estado de resultado proyectado para el 2021 – 2025 en porcentaje sobre ingresos recurrentes.

En %	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Ingresos Operacionales (recurrentes)	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos Operacionales	-57,32%	-57,54%	-57,54%	-57,56%	-57,57%
Margen Bruto	42,68%	42,46%	42,46%	42,44%	42,43%
Gastos de administración y venta	-12,29%	-12,07%	-12,07%	-12,08%	-12,08%
EBITDA	30,40%	30,38%	30,39%	30,36%	30,35%
Depreciación, amortización y deterioro	-22,38%	-21,93%	-21,93%	-21,93%	-21,93%
Resultado Operacional (EBIT)	8,01%	8,45%	8,46%	8,42%	8,41%
Ingresos no recurrentes	0,90%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Ingresos financieros	0,51%	0,40%	0,35%	0,40%	0,38%
Costos financieros	-4,82%	-4,57%	-4,48%	-3,91%	-3,68%
Diferencias de cambio	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultados por unidades de reajuste	0,74%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Ganancia antes de impuesto	5,39%	4,38%	4,43%	5,00%	5,21%
Ingreso (gasto) por impuesto a las ganancias	-1,46%	-1,18%	-1,20%	-1,35%	-1,41%
Ganancia (pérdida)	3,94%	3,20%	3,23%	3,65%	3,80%

Fuente: Elaboración propia.

Con los valores de la tabla 109 se comparan las proyecciones con los valores históricos de márgenes sobre ingresos recurrentes presentados en la tabla 46 de análisis de márgenes totales, que muestra los valores del margen bruto, EBITDA, EBIT y margen neto para los periodos 2017 al primer trimestre 2021.

Las principales conclusiones de los márgenes proyectados y la comparación con los análisis históricos se presentan a nivel agregado de Entel y son los siguientes:

- El margen bruto mantiene la tendencia obtenida en el año 2020 y el primer trimestre del 2021, ya que luego de proyectar tanto ingresos como costos por segmento de negocio y país, al analizar el margen bruto consolidado de Entel, el valor es muy similar al promedio del 2020 y primer trimestre 2021, esto principalmente por el cambio en la estructura de costos desde 2019 dada la disminución en costos de arriendos y mantenciones que se ha mantenido por la pandemia.

- El margen EBITDA sigue una tendencia muy similar al margen bruto, ya que los gastos de administración y ventas son bastante estables en el tiempo, por lo anterior, es que la proyección es muy similar al resultado del año 2020 y el primer trimestre del 2021, puesto que Entel Chile continua con su recuperación de clientes en el segmento personas y su expansión constante en el mercado de Perú.
- El margen EBIT está muy influenciado por los efectos de la depreciación, amortización y deterioro, ya que se proyecta para el 2021 el promedio de los gastos de depreciación sobre ingresos recurrentes entre el real 2019, 2020 y primer trimestre 2021, esto por el cambio de normativa contable del 2019, como esta normativa se mantiene en el tiempo, los valores del año 2017 y 2018 no son representativos para las estimaciones futuras.
- El margen neto o ganancia (pérdida) es similar en 2021 al cierre del año 2020, lo cual es concordante ya que se mantiene la estructura de costos de ese año, esto incluso teniendo consideración que el 2021 tiene menos ingresos no recurrente de venta de torres que el año 2020, donde este ítem representaba el 2.08% de sus ingreso de actividades recurrentes, por otro lado, se espera que el 2022 y 2023 tengan un margen de 3.20% y 3.23%, si bien es cierto estos valores parecieran ser menores que los históricos, ya que en 2019 y 2020 fueron de 7.75% y 4.01%, en estos años los ingresos no recurrentes hacen que estos números no sean comparables con los obtenidos, si se eliminan estos efectos, el 2019 y 2020 tuvieron un margen neto menor al 3%, por lo tanto, la proyección muestra un crecimiento respecto al periodo histórico si solo se consideran ingresos recurrentes.
- Finalmente, el margen neto o ganancia es superior en 2021 al resto de los otros años, pero es netamente por los ingresos no recurrentes que deben contabilizarse este año por el cierre del proceso de venta de torres de telefonía móvil, sin este efecto, el margen del 2021 sería muy similar al resto de periodos proyectados.

Sección 7: Proyección de los flujos de caja libre (FCL)

El objetivo de esta sección es analizar la proyección de los flujos de cada libre de Entel para el periodo implícito de 9 meses del 2021 y para los años 2022 al 2025, además de evaluar las proyecciones a perpetuidad desde el año 2026.

Para lo anterior se deben considerar los resultados obtenidos en la sección 6 y proyectar nuevas partidas tales como inversión en reposición, nuevas inversiones de capital, inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto, lo anterior tomando como base el histórico calculado en la sección 5.5 análisis de activos, además se debe estimar el valor terminal y con esto poder determinar los flujos de caja libre proyectados.

7.1 Inversión en reposición.

En esta sección se analizará la proyección del monto asociado a la inversión de reposición que realizará Entel en los periodos de análisis, lo ideal es contar con la información provista por la compañía, sin embargo, como no son presentados de esta forma directamente, se usará como referencia los valores históricos considerados en la sección 5.5.3 Inversiones, específicamente en la tabla 78. Los principales supuestos a utilizar son:

- Entel va a invertir al menos la depreciación desde 2021 hasta el 2025 considerando el total del año, esto basado en la historia donde siempre fue así a excepción del 2020, ya que por la pandemia Entel fue más conservador en sus inversiones.
- Para el año 2021 la inversión en propiedad, planta y equipos es de US\$560 millones (14.554 MUF), donde US\$430 millones serán invertidos en Chile (76.8%) y US\$130 millones en Perú (23.2%), la información se obtiene directamente del comunicado oficial entregado por Entel a sus accionistas en abril 2021.
- Dado lo anterior, la inversión considerada total 2021 es de 18.024 MUF que está compuesta por 14.554 MUF en PPE y 3.470 MUF en activos intangibles (5G), como ya se han invertido en el primer trimestre 7.629 MUF donde 4.184 MUF corresponde a PPE y 3.445 MUF a activos intangibles, la inversión en reposición para los 9 meses del 2021 corresponde a la resta entre la inversión total del año menos lo ya invertido (18.024 MUF – 7.629 MUF), dando un total de 10.395 MUF.

En la tabla 110 se presentan la proyección de la inversión de reposición.

Tabla 110. Proyección de inversión en reposición.

En MUF	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Inversión reposición	-10.395	-16.526	-16.648	-16.738	-16.796

Fuente: Elaboración propia.

7.2 Nuevas inversiones de capital

En esta sección se van a analizar las inversiones de crecimiento que tendrá Entel, la cual se realizará en base a la información entregada por la compañía a sus accionistas en abril 2021, donde ese presenta el plan de inversiones de Entel para los años 2022 a 2025 pero solo en lo que tiene relación con el crecimiento en 5G, sin embargo, respecto a las inversiones en PPE no se menciona nada, por lo anterior es que para el cálculo primero se procede a calcular el total de las inversiones que tendrá Entel en los periodos y con eso estimar las nuevas inversiones de capital que deberá hacer.

Los principales supuestos para el cálculo de las inversiones proyectadas son los siguientes:

- Para el 2021 la inversión total año será de 18.024 MUF, esto de acuerdo con lo ya invertido en 5G y lo planteado para PPE en 2021 a sus accionistas que es de US\$560 millones de USD donde el 76.8% será invertido en Chile y el 23.2% en Perú.
- La inversión que debe realizar Entel para los próximos 3 años (2022 – 2024) en el despliegue del 5G es de US\$230 millones para poder responder a los importantes requerimientos de infraestructura de telecomunicaciones que exigirá esta tecnología, sin embargo, no aparece una distribución por periodo, por lo que se asume que será proporcional para cada año y solo se modifica por el valor de la UF.
- No se incluye inversión en 5G para el 2025, ya que Entel indica que Contraloría General de la Republica indica que el plazo de ejecución es de 3 años, lo que, dadas las exigencias solicitadas por el ente regulador, es bastante ajustado.
- Como no se plantea nada relacionado con la inversión futura en PPE, se utiliza el supuesto que va a invertir el 100.07% de la depreciación y amortización desde el 2022, ya que si bien es cierto va a aumentar la inversión en PPE respecto al 2021, va a invertir menos en 5G que el 2021, por lo que las nuevas inversiones que debe realizar en propiedad, planta y equipo, se van a sustentar paulatinamente con la menor inversión por el despliegue en 5G en 2022 respecto al 2021.

Por todo lo anterior, se puede ver que Entel tiene un fuerte plan de inversiones para los próximos años (2022 a 2024) enfocado principalmente en el despliegue del 5G y además ya realizó una importante inversión en 2021 por la adjudicación de la banda 3.5 GHz en el concurso de esta nueva tecnología, por otro lado, se espera que el año 2022 pueda volver a invertir en PPE al menos la depreciación, lo que no ha podido hacer en 2020 por los efectos de la pandemia y en 2021 por el alto nivel de inversión que le generó la adjudicación del 5G.

En la tabla 111 se presenta la proyección de las inversiones por año con el objetivo de poder obtener cuanto es la nueva inversión que debe realizar Entel dado este plan.

Tabla 111. Proyección de inversiones Entel.

En MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Depreciación y amortización	16.263	16.526	16.648	16.738	16.796
% inversiones / depr. y amort.	89,49%	100,07%	100,07%	100,07%	100,07%
Compras propiedad planta y equipos	14.554	16.537	16.659	16.750	16.808
Compras de activos intangibles	3.470	1.940	1.889	1.840	31
Total inversiones	18.024	18.478	18.548	18.589	16.839

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con la información de la tabla 78 se puede ver que para los periodos históricos el PPE representa casi el 100% de las inversiones, sin embargo, la tabla 111 nos muestra que para los próximos años esto no será así, ya que la inversión en el despliegue de 5G tomará mucha relevancia, cabe señalar que para la propiedad, planta y equipo se considera que la inversión por país será igual a la planteada a los accionistas en 2021, es decir, que el 76.8% se invierta en Chile y el 23.2% en Perú, mientras que la compra de activos intangibles (5G) es netamente para Chile.

Dado lo anterior, se presenta la tabla 112 que muestra las nuevas inversiones que debe realizar Entel para los próximos periodos.

Tabla 112. Proyección de inversiones de crecimiento considerando PPE e intangibles.

En MUF	9M 2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25
Nuevas inversiones PPE	-1.983	-122	-90	-58	0
Nuevas inversiones activos intangibles	1.529	51	50	1.809	0
Nuevas inversiones totales	-454	-71	-41	0	0

Fuente: Elaboración propia.

En la tabla 112 se muestra que el 2021 tendrá que realizar nuevas inversiones que van de la mano con el aumento de ingresos proyectados en 2022 y para poder volver a invertir al menos la depreciación y amortización en PPE, luego se estabiliza al igual que el crecimiento de ingresos, si bien es cierto hay una importante inversión asociada al despliegue del 5G en los próximos años, como ya se realizó en 2021 no será una nueva inversión.

Para el año 2025 no se espera invertir en 5G y para el año 2026 se proyecta sin crecimiento, por lo tanto, en 2024 y 2025 las nuevas inversiones a realizar por la compañía son 0, puesto que si bien es cierto hay un crecimiento en 2025 en PPE se compensa con la menor inversión en el despliegue de 5G, todo lo anterior considerando que la inversión para el crecimiento de ingresos del año siguiente (t+1), se debe realizar en el año en curso (t).

7.3 Inversión o liberación de CTON

En esta sección se busca analizar si la empresa debe agregar o liberar capital de trabajo, esto en base a si la compañía va a tener crecimiento en los ingresos proyectados, como en el caso de Entel se proyecta un aumento de ingresos, se espera que los resultados indiquen que la compañía debería invertir en capital de trabajo, para ello se utiliza como base los valores obtenidos en la tabla 77, donde se muestra el RCTON que representa el capital de trabajo neto sobre los ingresos operacionales recurrentes.

Sin embargo, y de acuerdo con lo indicado por Entel dentro de sus estados financieros, las necesidades de capital para el financiamiento de las inversiones son cubiertas tanto con recursos propios, como también aquellos provenientes de la colocación de acciones y de la retención de beneficios, como también con recursos proveniente de endeudamiento de largo plazo con terceros, por lo tanto, se trabaja bajo el supuesto que el capital de trabajo neto (CTON) a utilizar es 0, teniendo como antecedente que en 2019 y 2020 fueron negativos como se muestra en la tabla 78.

7.4 Valor Terminal

En esta sección se va a definir el valor terminal utilizado para la proyección de la valorización de Entel, esto ya que como se planteó en un inicio, se realiza a perpetuidad. Lo primero es definir si se realizará con o sin crecimiento, en este caso, se realiza sin crecimiento desde el año 2026, ya que Entel si bien es cierto en el año en curso va a aumentar sus ingresos, desde el 2022 en adelante el crecimiento es menor y en 2025 se hace muy cercano a 0.

Por lo anterior, para efectos del cálculo, se considera que el flujo de caja libre (FCL) del año 2026 será igual al del 2025, ya que se proyecta a perpetuidad sin crecimiento.

$$\text{Supuesto: Valor terminal (desde 2026)} = \frac{FCL\ 2025\ (\text{sin crecimiento})}{WACC}$$

7.5 Flujos de caja libre proyectados.

En esta sección se consolida la información proyectada en todos los ítems anteriores de la sección 7, ya que se muestra el flujo de caja libre proyectado hasta el año 2026 considerando los supuestos explicados.

En la tabla 113 se presentan los flujos de caja libre proyectados por periodo.

Tabla 113. Proyección de flujos de caja libre.

En MUF	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Ingresos Operacionales (recurrentes)	55.012	75.352	75.908	76.319	76.583	76.583
Costos Operacionales	-31.531	-43.360	-43.674	-43.933	-44.091	-44.091
Margen Bruto	23.481	31.992	32.233	32.386	32.492	32.492
Gastos de administración y venta	-6.759	-9.099	-9.164	-9.219	-9.252	-9.252
EBITDA	16.721	22.893	23.069	23.168	23.240	23.240
Depreciación, amortización y deterioro	-12.313	-16.526	-16.648	-16.738	-16.796	-16.796
Resultado Operacional (EBIT)	4.408	6.368	6.421	6.430	6.444	6.444
Impuesto corporativo	-1.190	-1.719	-1.734	-1.736	-1.740	-1.740
EBIT (después de impuestos)	3.218	4.648	4.687	4.694	4.704	4.704
Depreciación y amortización (+)	12.313	16.526	16.648	16.738	16.796	16.796
Inversión de reposición (-)	-10.395	-16.526	-16.648	-16.738	-16.796	-16.796
Nuevas inversiones (-)	-454	-71	-41	0	0	0
Liberación (Inversión) de CTON (+/-)	-	-	-	-	-	-
Flujo de caja libre	4.683	4.577	4.647	4.694	4.704	4.704

Fuente: Elaboración propia

La tabla 113 muestra que los flujos de caja libre se mantendrán creciendo desde el 2022 en adelante, lo cual es consistente con lo que se ha mencionado anteriormente, ya que aumentan los ingresos y las inversiones para realizar este incremento se generan el 2021.

Respecto al 2021, como se mencionó en la tabla 110, las inversiones de reposición desde abril a diciembre serán menores a la depreciación y amortización, esto principalmente por que la inversión más importante del año ya se realizó el primer trimestre, esto genera que el flujo de caja libre de los 9M 2021 sea de 4.683 MUF.

Cabe señalar que el monto de inversión en reposición para abril – diciembre 2021 que es de -10.395 MUF fue explicado en la sección 7.1 y corresponde a la resta entre la inversión total 2021 (18.024 MUF) menos lo ya invertido en el primer trimestre (7.629 MUF), es por esto que no corresponde a los 12.313 MUF de la depreciación, porque en ese caso estaríamos sobre estimando la inversión que va a realizar la compañía en 2021 en 1.918 MUF lo que no es posible ni viable, ya que el plan de inversiones está basado en lo presentado por Entel a sus accionistas.

Sección 8: Precio estimado de la acción.

En esta sección el objetivo es estimar el precio de la acción de acuerdo con los flujos de caja libre presentados en la sección 7 y considerando la tasa WACC obtenido en la sección 4, específicamente en el capítulo 4.7 costo de capital que es de 4.28%.

8.1 Cálculo del valor presente

En esta sección se va a calcular el valor presente de los flujos de caja libres presentados en la tabla 113, considerando que el 2025 incluye el valor terminal obtenido mediante el flujo de caja libre del año 2026 sobre la tasa de costo de capital (WACC) presentada en la sección 4 que es de un 4.28%. La forma en la cual se van a traer a valor presente los flujos se muestra en la siguiente fórmula:

$$VP = \frac{FCL_{T9_2021}}{(1 + k_0)^{0.75}} + \frac{FCL_{2022}}{(1 + k_0)^{1.75}} + \frac{FCL_{2023}}{(1 + k_0)^{2.75}} + \frac{FCL_{2024}}{(1 + k_0)^{3.75}} + \frac{FCL_{2025} + Valor\ terminal}{(1 + k_0)^{4.75}}$$

En la tabla 114 se presenta el valor presente total calculado de acuerdo con la fórmula anterior, esto considerando el flujo de caja libre del 2025 a perpetuidad y sin crecimiento.

Tabla 114. Cálculo del valor presente de Entel.

En MUF	9M2021	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Flujos de caja libre	4.683	4.577	4.647	4.694	4.704	4.704
Valor terminal al 2025	-	-	-	-	109.970	-
Valor presente FCL	4.538	4.254	4.141	4.011	93.984	-
Valor presente total	110.928					

Fuente: Elaboración propia

8.2 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

En esta sección se va a calcular el déficit o exceso de CTON comparando el que se obtuvo al final del primer trimestre, es decir al 31 de marzo, respecto al proyectado para el cierre del año 2021, lo anterior porque

En la tabla 115 se presentan los resultados de esta comparación donde se muestra que existe un exceso de CTON al 31 de marzo de 2021.

Tabla 115. Cálculo de exceso de CTON en 2021 para Entel

En MUF	9M2021
CTON real al 31 de marzo de 2021	1.065
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2021	-
Exceso o deficit de CTON	1.065

Fuente: Elaboración propia

Como se mencionó en la sección 7.3, Entel plantea no incurrir en gastos de capital de trabajo ya que son cubiertos tanto con recursos propios, como también aquellos provenientes de la colocación de acciones y de la retención de beneficios, como también con recursos proveniente de endeudamiento de largo plazo con terceros que pueden sustentar el valor de los activos operacionales corrientes, si bien es cierto al 31 de marzo el cálculo del CTON indicaba que los activos eran superiores a los pasivos, ya al 30 de abril del 2021, de acuerdo a los estados financieros presentados por la compañía, los pasivos corrientes son muy similares a los activos corrientes, por lo que se mantiene el supuesto que Entel no va a invertir en capital de trabajo neto el 2021 al igual que el año 2019 y 2020 donde obtuvo un CTON negativo como se muestra en la tabla 77, y por lo tanto, existe un exceso de CTON al 31 de marzo del 2021.

8.3 Activos prescindibles y otros activos.

En esta sección se presentan los activos prescindibles y otros activos que tiene la compañía al 31 de marzo de 2021, para ello se utiliza como referencia el análisis realizado en las tablas 69 y 70 que muestran el detalle de activos corrientes y no corrientes de Entel respectivamente, además explicando si estos son activos operacionales o no operacionales, para efecto de lo que se considera activos prescindibles se utilizan los no operacionales, ya que los operacionales están considerados dentro de los flujos.

En la tabla 116 se presenta la tabla con los activos prescindibles al 31 de marzo.

Tabla 116. Detalle de activos prescindibles al 31 de marzo.

En MUF	Activo	1T2021
Corrientes	Efectivo y equivalentes al efectivo	1.721
	Otros activos financieros corrientes	14.383
No corrientes	Otros activos financieros no corrientes	5.156
Total activos prescindibles		21.259

Fuente: Elaboración propia

En la tabla 116 se muestran los 3 activos considerados como prescindibles, estos están correctamente alocados ya que el efectivo puede representar flujo para la compañía, si bien es cierto no se puede vender, se puede reutilizar en caso de que se requiera. Por otro lado, los activos financieros corrientes y no corrientes corresponden principalmente a derivados de cobertura de riesgo cambiario y de tasas de interés, por lo que son activos de los cuales Entel podría prescindir si así lo determina.

Por otro lado, se debe considerar la inversión que debe hacer en propiedad, planta y equipo para el crecimiento de ingresos de los 9 meses del 2021, para ello se calcula la diferencia entre la proyección al 31 de diciembre de 2021 con el real anualizado, es decir considerando 12 meses, esto será lo que se denominará otros activos.

En la tabla 117 se presenta el cálculo de los otros activos, donde las referencias vienen de la tabla 112 y la tabla 78 que muestran el detalle al 31 de diciembre (18.364 mil UF) y al 31 de marzo 2021 (18.018 mil UF) respectivamente.

Tabla 117. Detalle de otros activos.

En MUF	
PPE e Intangible estimado al 31/12/21	18.024
PPE e Intangible real al 31/03/21	18.018
Otros activos	-6

Fuente: Elaboración propia

Dicho lo anterior, la tabla 118 muestra el consolidado entre el total de activos prescindibles y otros activos que fueron presentados en la tabla 116 y 117 respectivamente.

Tabla 118. Detalle de activos prescindibles y otros activos.

En MUF	
Activos prescindibles	21.259
Otros activos	-6
Total	21.253

Fuente: Elaboración propia

8.4 Valoración económica de la empresa.

En esta sección se presenta la consolidación de los cálculos realizados en los ítems anteriores de la sección 8 para calcular el precio estimado de la acción y compararlo con el real al 31 de marzo de 2021.

En la tabla 119 se presenta la valorización económica del precio de la acción de Entel en base al método de flujos de caja descontados.

Tabla 119. Valorización económica de Entel.

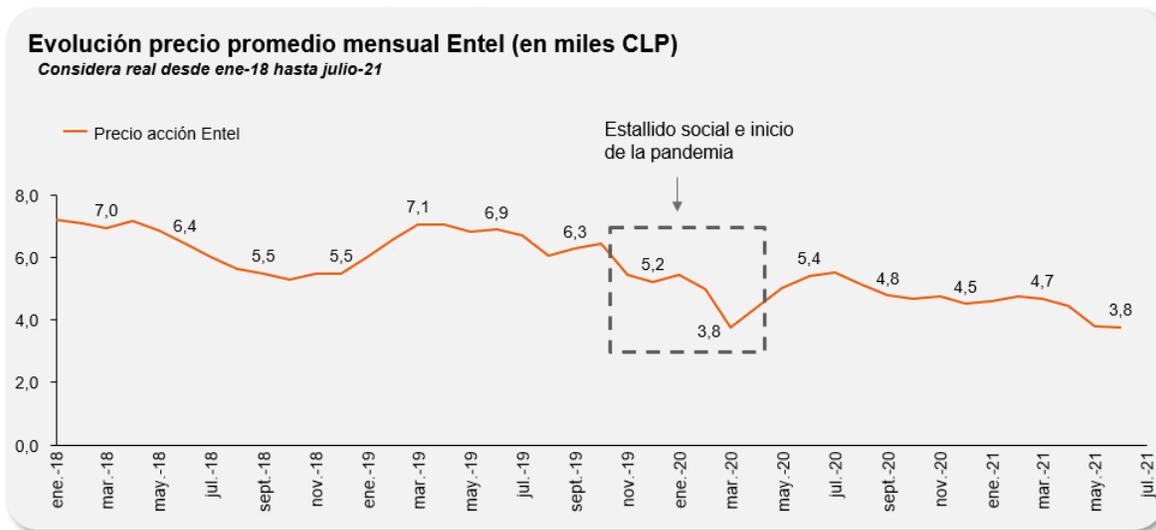
Al 31 de marzo de 2021	
Valor presente FCL (en MUF)	110.928
Exceso CTON (en MUF)	1.065
Activos prescindibles y otros activos (en MUF)	21.253
Valor total de activos (en MUF)	133.246
Deuda financiera (en MUF)	64.884
Patrimonio económico (en MUF)	68.363
Número de acciones	302.017.113
Precio acción estimado (en UF)	0,226354
Precio acción estimado (en CLP)	\$6.654
Precio acción real (en CLP)	\$4.525
Diferencia de precios (en %)	31,99%

Fuente: *Elaboración propia*

En la tabla 119 se ve que existe una diferencia importante entre el precio de la acción estimado respecto al real al 31 de marzo de 2021 de alrededor del 32%, lo anterior se puede atribuir principalmente a la sobre reacción negativa del mercado desde el inicio del estallido social en octubre 2019 y continuo una caída importante en 2020 por la pandemia, la cual se ha sostenido en 2021, ya que el precio de la acción 3 meses posterior a la fecha de valorización continuo bajando respecto al valor del 31 de marzo de \$4.525, pero esto no está alineado con los números que se han visto en la compañía desde esa fecha, ya que en 2019 y 2020 los ingresos de Entel fueron superiores al 2018, y se espera que en 2021 exista un crecimiento en ingresos como lo presenta Entel en sus estados financieros al cierre del primer trimestre, por otro lado, inversiones security plantea que el precio objetivo de Entel debería ser \$6.390 en su informe del 11 de marzo de 2021, muy cercana a la fecha de valorización y es un valor muy similar a los \$6.462 calculados en la tabla 119, por lo tanto, esto afirma que la caída en el precio de Entel no tiene relación con sus estados financieros, si no con una caída en el índice general de precios de acciones de Chile (IGPA) que ha repercutido en el valor bursátil de Entel y una sobre reacción del mercado.

En la figura 7 se presenta el evolutivo del precio de Entel considerando el promedio mensual del valor de la acción de la compañía desde enero 2018 hasta julio 2021 (3 meses post valorización), para poder explicar los principales efectos que generan esta diferencia entre el valor real de la acción y el estimado en la tabla 119.

Figura 7. Gráfico evolutivo de los precios promedio mensuales de la acción Entel.



Fuente: Elaboración propia

El precio de Entel en 2018 inicia con un valor promedio de \$7.199, pero sufre una caída importante desde mayo 2018 hasta octubre del mismo año, principalmente por la disminución de ingresos en Chile, ya que en Perú aumentaron ligeramente en 2018 respecto a 2017, luego se mantuvo estable en noviembre y diciembre 2018 llegando alrededor de los \$5.500. Por lo tanto, para este año los efectos de la acción están alineados con la caída en los ingresos consolidados, que fueron principalmente en Chile.

Al inicio del año 2019, los precios de la acción de Entel tuvieron un alza importante, tanto así que lograron alcanzar un precio promedio mensual en marzo y abril de \$7.053, valor más alto del 2019, sin embargo tuvieron una baja que hizo tener un promedio desde mayo a septiembre de \$6.543, este efecto no era tan negativo, ya que estaba volviendo a niveles de precios de mediados del año 2018, pero en octubre 2019 fue donde comenzaron los problemas para Entel, ya que con el estallido social, los efectos negativos se comenzaron a ver después del 18 de octubre, puesto que se comenzó el mes con un precio de \$6.301 y finalizó con \$5.801, posteriormente los precios fueron cayendo sistemáticamente en noviembre y diciembre 2019 por este mismo efecto, sin embargo, este año Entel Perú tuvo un crecimiento en sus ingresos importantes, pero no se vio ningún efecto en los precios, por lo

que se puede deducir que los precios de la acción de Entel están muy influenciados por los efectos de su operación en Chile y el mercado no tuvo una reacción positiva ante el aumento de ingresos en Perú. Por lo tanto, en 2019 la disminución en el valor de la acción se debe a una caída en el IGPA y una sobre reacción negativa del mercado debido al estallido social, ya que los ingresos consolidados de la compañía se mantuvieron similares al 2018.

Para el año 2020 la situación no fue mejor para Entel, ya que si bien es cierto enero tuvo una ligera mejora respecto a diciembre 2019, en febrero su valor promedio mensual fue inferior a los \$5.000, lo cual no había ocurrido nunca. Sin embargo, en marzo con la expansión del COVID-19, el mercado chileno tuvo una nueva reacción negativa que afectó a Entel y a todo el rubro de telecomunicaciones, alcanzando un histórico precio promedio de \$3.754, posteriormente el mercado se estabilizó logrando un crecimiento en el precio de la acción desde abril hasta julio, pero desde agosto en adelante el valor de la acción de continuo disminuyendo hasta diciembre donde el promedio fue de \$4.518, el problema es que esta caída en los precios del año 2020 no está alineada con los ingresos que tuvo Entel, ya que los ingresos operacionales en Chile y Perú fueron ligeramente mejores que en 2019, por lo que teóricamente los valores deberían haber sido muy similares a los que se tenían antes del inicio del estallido social que es alrededor de \$6.400.

Para el año 2021, en los primeros meses parecieron existir mejoras, en enero y febrero el precio promedio fue superior que diciembre 2020, pero el promedio de marzo fue de \$4.683 y al 31 de marzo fue de \$4.525, dado que los primeros días del mes el precio estaba alrededor de los \$4.800. Debido al análisis presentado, se esperaría que los precios de Entel vayan aumentando puesto a que se espera un crecimiento en EBITDA para el 2021 por la llegada del 5G y la continuación de extensión nacional en Chile en fibra, sin embargo, en los 3 meses posteriores a la fecha de valoración los precios continúan cayendo, alcanzando como promedio mensual en junio 2021 un valor de \$3.766, que es similar al peor precio histórico que se obtuvo en marzo 2020 con la masificación del COVID-19.

De acuerdo a todo lo explicado anteriormente, se puede concluir que la diferencia se debe principalmente a que luego de la caída de precios del estallido social Entel nunca pudo volver a niveles de precios como los tenía antes a pesar de ir mejorando sus estados financieros consolidados en 2020, esto explicado por 2 grandes motivos, sobre reacción del mercado negativa antes efectos externos (estallido social y pandemia) y que se consideran principalmente efectos de la operación de Chile dentro del precio de la acción de Entel, esto ya que Entel Perú ha venido con un crecimiento importante pero no se refleja en el precio.

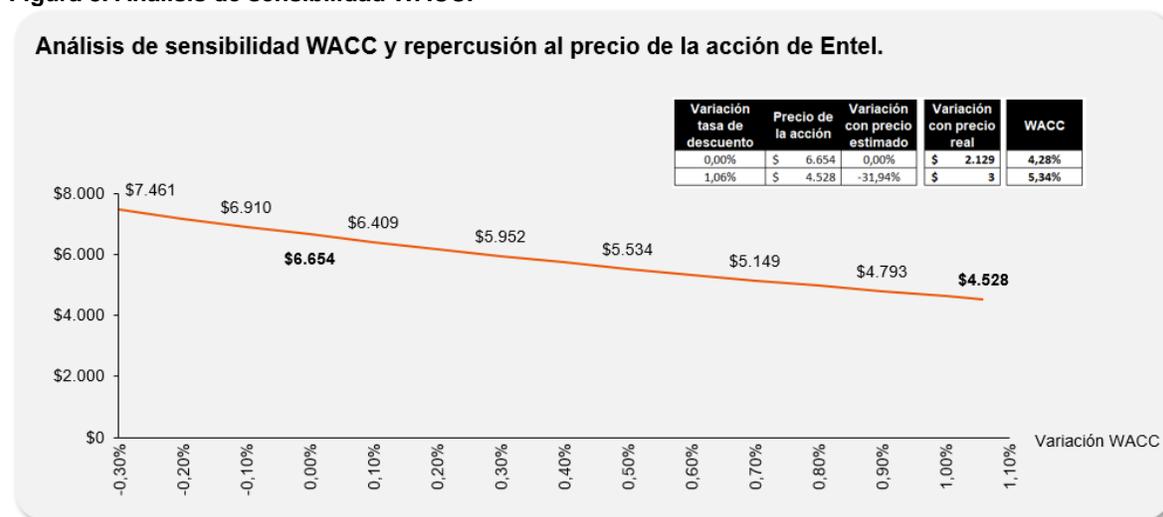
8.5 Análisis de sensibilidad

En esta sección se analizarán las variables consideradas más críticas para la valoración de Entel y que podrían tener mayor repercusión en la estimación del precio de la acción. En este caso en particular, se van a sensibilizar 3 variables que son WACC, crecimiento en los flujos de caja libre desde 2022 a 2025 y valor terminal.

WACC

En la tabla figura 8 se presenta el análisis de sensibilidad de la tasa de descuento (WACC) y como repercute en el precio de la acción.

Figura 8. Análisis de sensibilidad WACC.



Fuente: Elaboración propia

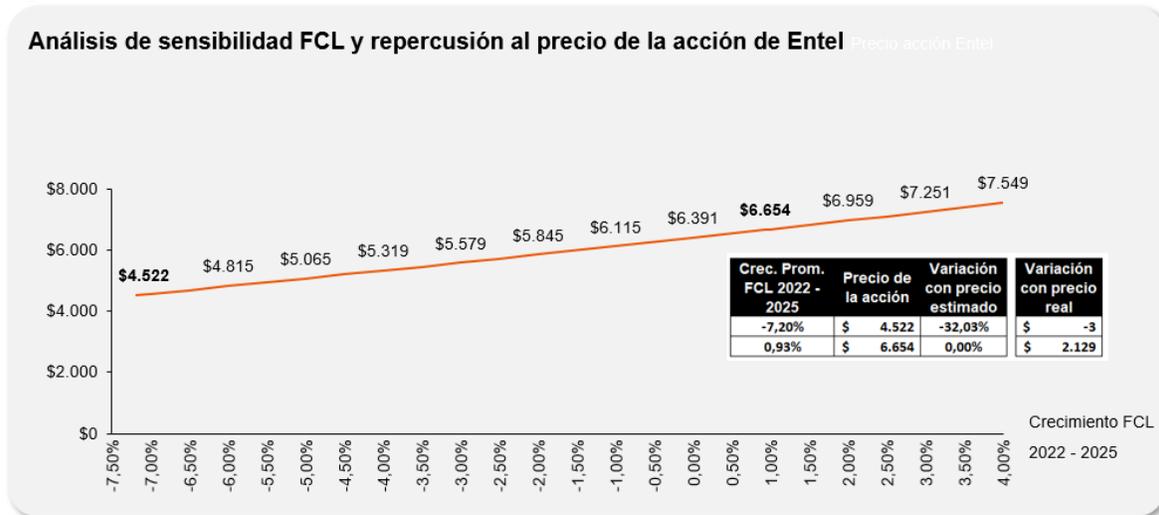
Es importante sensibilizar la tasa de descuento (WACC), ya que esta tasa tiene muchos supuestos tales como el premio por riesgo de mercado, la tasa libre de riesgo y la estructura de capital objetivo, en el caso de las primeras 2 variables se utilizan como supuestos los valores asociados a Chile, sin embargo, Entel opera también en Perú, por lo que podrían no estar captándose todos los riesgos u oportunidades considerando que en 2020 cerca del 32% de los ingresos del grupo consolidado Entel vienen desde la operación de Perú. En la figura 8 se muestra que una modificación en la tasa WACC podría ser muy relevante en el precio de la acción estimado, y para alcanzar el precio real al 31 de marzo de 2021, la tasa WACC debería ser de un 5.34% y no un 4.28% como fue calculada, dado lo anterior es que al considerar el premio por riesgo de mercado solo de Chile se dejan de lado los riesgos propios del negocio y país de Perú, esto repercute en una mayor rentabilidad exigida por los accionistas, provocando un aumento en la tasa WACC y por lo tanto genera una disminución en el precio de la acción de Entel como se ve en la figura 8.

Flujo de caja libre

Se presenta el análisis de sensibilidad del crecimiento de los flujos de caja libre en promedio de los años 2022 a 2025, en la proyección, el promedio de crecimiento entre estos 3 años es de 0.93%, en el cálculo no se considera el crecimiento del año 2021 y 2022, puesto que ya se están ejecutando los planes de acción para este crecimiento en 2021, y para el 2022 la inversión más importante respecto al crecimiento del año, ya se realizó al 31 de marzo 2021, por lo que no se consideran en el análisis estos periodos.

En la figura 9 se presenta el análisis de sensibilidad de los FCL, lo que permite determinar cómo repercute en el precio de la acción.

Figura 9. Análisis de sensibilidad FCL.



Fuente: Elaboración propia

Este análisis permite evaluar si el crecimiento proyectado desde 2022 a 2025 podría estar influenciado en la variación del precio teórico y el precio estimado.

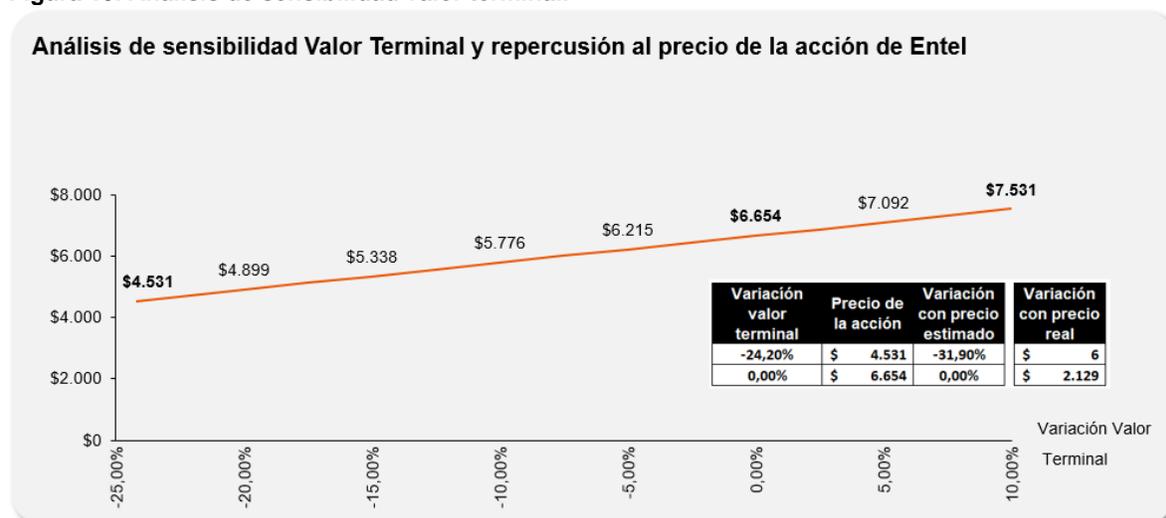
Como se muestra en la tabla 118, para lograr obtener un precio similar al real del 31 de marzo 2021, y dejando "ceteris paribus" el resto de las variables, el crecimiento de Entel entre 2022 y 2025 debería ser negativo y de -7.2% en promedio, lo cual no es muy coherente de acuerdo con los estados financieros de Entel para el 2021 y 2022. Por lo anterior, se afirma lo mencionado en la explicación de la diferencia entre el precio real y el teórico que la baja no se debe a sus estados financieros, ya que ha venido con un crecimiento importante, si no que a un problema en la estimación del WACC al considerar algunos supuestos como considerar el premio por riesgo de mercado solo de Chile.

Valor Terminal

Finalmente, la última variable a sensibilizar será el valor terminal, está dentro del cálculo tiene involucradas ambas variables revisadas anteriormente, ya que se incluye el FCL del año 2026, que se considera igual al 2025, la tasa WACC y la tasa de crecimiento a perpetuidad desde el 2026 en adelante que se considera como 0 dentro del análisis.

En la figura 10 se muestra la variación en el valor terminal en porcentaje, y como esto repercute en el precio de la acción, además de comparar los resultados con el precio estimado y la variación con el precio real de \$4.525 al 31 de marzo 2021.

Figura 10. Análisis de sensibilidad valor terminal.



Fuente: Elaboración propia

El análisis presentado en la figura 10 permite confirmar que los supuestos utilizados para el cálculo del valor terminal son importantes para la valorización, ya que su variación repercute en la estimación del precio de manera importante, el valor terminal debería tener una baja de 22% para que el precio estimado sea igual al real (\$4.525), por lo que puede ser que dentro del análisis no estén correctamente utilizados los supuestos de crecimiento en FCL o alguna variable del cálculo del WACC por lo mencionado de cada variable anteriormente. Es importante esto último, ya que el valor terminal representa más del 80% del valor presente estimados para Entel con el método de flujos de caja descontado.

Si bien es cierto esto podría explicar la diferencia entre el precio real y el estimado, el supuesto más relevante de esta variación tiene relación con que los inversionistas exigen una mayor rentabilidad por el riesgo país generado en Chile y Perú y por lo tanto se castiga el precio de la acción como se ve desde 2019 en la figura 7.

Conclusiones

Las conclusiones obtenidas luego de realizada la valorización de Entel por el método de flujo de caja descontado al 31 de marzo del 2021 son que el resultado del precio de la acción estimado es de \$6.654 tiene una variación del 32% respecto al precio real de la acción a la fecha de valorización que es de \$4.525, el alto valor estimado se debe principalmente a que los estados financieros de Entel han sido estables y se espera tener un crecimiento durante los próximos años principalmente por la llegada del 5G a Chile, lo que va a permitir tener ingresos superiores a los últimos 4 años, esto va de la mano con el plan de inversiones planteado por la compañía a sus accionistas, por lo que se espera que en el corto plazo tenga buenos resultados financieros, sin embargo, esto no se ha visto reflejado en el precio de la acción que ha venido con constantes caídas desde el año 2019 específicamente desde octubre posterior al estallido social en Chile.

Dicho lo anterior, la explicación del 32% de variación tiene relación directa con los supuestos utilizados para el cálculo del precio, pero principalmente por los que son considerados para obtener el WACC como lo son la estructura de capital definida, la tasa libre de riesgo y el premio por riesgo de mercado, este último es el de mayor relevancia ya que se considera el valor de Chile al 01 de enero del 2021 planteado por Damodaran, por lo que se dejan de lado todos los riesgos operacionales, del propio país y políticos posteriores a esa fecha en Chile y además no toma en consideración los riesgos asociados a la operación misma de Perú o del país, por lo que si existe un mayor riesgo lo que ocurre es que los inversionistas exigen una mayor rentabilidad y por lo tanto provoca un incremento en el WACC que finalmente castiga al precio de la acción de manera importante como se ha visto a la fecha, además, al ser una empresa altamente regulada tanto en Chile como en Perú, tiene dependencia directa de los factores que ocurran en el país, por lo tanto estos efectos son importantes y afectan directamente a la valorización.