



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

**Mediante Método de Flujo de Caja Descontado**

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

**Alumno: Felipe Acosta**

**Profesor: Mauricio Jara**

**Santiago, diciembre 2022.**

## Tabla de contenido

1. RESUMEN EJECUTIVO .....	4
2. METODOLOGÍA.....	5
2.1. Principales métodos de valoración .....	5
2.1.1. Método de flujos de caja descontados .....	5
2.1.2. Método de múltiplos .....	7
2.1.2.1. Múltiplos de ganancias.....	8
2.1.2.2. Múltiplos de valor libro .....	9
2.1.2.3. Múltiplos de ventas.....	9
3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA .....	10
3.1. Descripción de la Empresa .....	10
3.1.1. Antecedentes del negocio e historia .....	10
3.1.2. Principales accionistas .....	11
3.1.3. Filiales.....	12
3.1.4. Riesgos del negocio .....	13
3.2. Descripción de la industria.....	15
3.2.1. Estado actual .....	15
3.2.2. Regulación y fiscalización .....	17
3.2.3. Empresas comparables.....	18
4. ANÁLISIS DEL NEGOCIO .....	22
4.1. Análisis de crecimiento de la empresa.....	22
4.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa .....	25
4.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa .....	27
4.4. Análisis de márgenes de la empresa .....	28
4.5. Análisis de los activos de la empresa .....	30
4.5.1. Activos operacionales y no operacional .....	30
4.5.2. Capital de trabajo operativo neto.....	35
4.5.3. Inversiones .....	35
4.6. Análisis de crecimiento de la industria.....	37
5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	41
5.1. Ingresos operacionales proyectados.....	41

5.2.	Costos y gastos operacionales proyectados .....	44
5.3.	Resultado no operacional proyectado .....	46
5.4.	Impuesto corporativo proyectado .....	47
5.5.	Estado de resultados proyectado en MUF .....	48
5.6.	Estado de resultados proyectado porcentual .....	48
6.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE .....	50
6.1.	Inversión en reposición.....	50
6.2.	Nuevas inversiones de capital.....	50
6.3.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto .....	51
6.4.	Flujos de caja libre proyectados.....	51
6.5.	Valor terminal .....	52
7.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO.....	53
7.1.	Valor presente de los flujos de caja libre .....	53
7.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	53
7.3.	Activos prescindibles y otros activos.....	53
7.4.	Valorización económica de la empresa .....	54
7.5.	Análisis de sensibilidad .....	55
7.6.	Análisis de los resultados .....	55
8.	CONCLUSIÓN.....	56
9.	BIBLIOGRAFÍA.....	57

## 1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo tiene por objetivo determinar el valor de la acción de Entel S.A. al 31 de diciembre 2021, mediante el método de Valoración por Múltiplos/ Valoración por Flujo de Caja Descontado, según concentración.

Entel es una empresa chilena, constituida en 1964 como una entidad de carácter público para asegurar las telecomunicaciones, pasando a ser en una empresa privada en 1992. Es una empresa líder de tecnología y telecomunicaciones con operaciones en Chile y en Perú (desde el 2014), la cual ofrece distintos servicios, manteniendo actualmente 11 líneas de negocio, tanto para personas como para empresas, corporaciones y mayoristas.

Para valorar mediante la metodología de Múltiplos (concentración 1) se consideraron como comparables América Móvil, TIM y Telefónica Brasil, ya que la primera corresponde a la Matriz que consolida a Claro, uno de los principales competidores en Chile y Perú. Por otro lado, las otras empresas comparables no participan en los mismos países que Entel, pero son las mejores opciones, considerando que otros competidores directos no mantienen información pública. Si bien se calcularon los múltiplos más utilizados para conocer la valoración obtenida por todos ellos, solo se va a ocupar el múltiplo sugerido por la literatura para la industria de las Telecomunicaciones, correspondiente a Enterprise Value/EBITDA, obteniendo así un precio de \$ 3.712, lo que corresponde a un precio 28,93% mayor al valor de mercado de la acción para el 31 de diciembre 2021, interpretando que la acción estaría subvalorada.

Para valorar por la metodología de Flujo de Caja Descontado (concentración 2) se proyectaron los ingresos por venta desde el año 2022 al año 2026, basados en el crecimiento histórico de cada negocio de Entel y las perspectivas del mercado, tanto para Chile y Perú, como para Latinoamérica, estableciendo una perpetuidad desde 2026, además, se proyectaron las distintas cuentas operacionales y no operacionales de la empresa. Junto a esto, se calculó la WACC, el FCB, el RCTON, el FCL y el valor presente de los flujos, para finalmente obtener el precio de la acción, el cual alcanza a \$ 3.273, valor un 13,67% mayor al precio de mercado al 31 de diciembre de 2021, interpretando que la acción estaría subvalorada.

## **2. METODOLOGÍA**

### **2.1. 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) en 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 se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel & Mitto, 2014; Fernández P. , 2012; Palepu, Healy, & Peek, 2019; Pinto, Robinson, & Stowe, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados.

#### **2.1.1. 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 P. , 2012; Maquieira & 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 P. , 2012; Damodaran, 2002; Maqueira & Espinosa, 2019; Palepu, Healy, & Peek, 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 (Maqueira & 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 P. , 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019; Palepu, Healy, & Peek, 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 & 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 & 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 P. , 2012).

### **2.1.2. Método de múltiplos**

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y

el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Fernández P. , 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Fernández P. , 2012; Damodaran, 2002; Maquieira & Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira & Espinosa, 2019).

#### **2.1.2.1. Múltiplos de ganancias**

- Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, “EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

### **2.1.2.2. Múltiplos de valor libro**

- Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio
- Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

### **2.1.2.3. Múltiplos de ventas**

- Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción
- Enterprise Value to Sales (EVS)= Valor de la empresa / Ventas

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández P. , 2012).

### **3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA**

#### **3.1. Descripción de la Empresa**

##### **3.1.1. Antecedentes del negocio e historia**

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (ENTEL) se constituye en 1964 como una entidad de carácter público para asegurar la comunicación interurbana e internacional posterior al terremoto de 1960. Actualmente es una compañía privada de telecomunicaciones, con operaciones en Chile, y desde 2014 en Perú, ofreciendo servicios a personas, empresas y corporaciones.

A Dic-21 el capital social de Entel S.A. se distribuye en 302.017.113 acciones de única serie, con derecho a voto totalmente suscritas y pagadas por sus 19.965 accionistas, las que transan en el mercado nacional.

En primera instancia, la compañía proveía servicios de larga distancia, pero posteriormente fue sumando nuevos servicios. Actualmente en Chile provee servicios de telecomunicaciones móviles, incluyendo voz, valor agregado, banda ancha e internet móvil, así como servicios de red fija, que comprende servicios de redes de datos, telefonía local, acceso a internet, telefonía pública de larga distancia, servicios de TV, servicios de tecnologías de la información (data center, Externalización de procesos de negocios y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. Además, ofrece servicios de call center para el mercado corporativo y para las empresas del propio grupo. Mientras que, en Perú, sus actividades se centran en red fija, call center y servicios de telefonía móvil.

A continuación, en la Tabla 1, se presentan los principales antecedentes de Entel S.A. en modo resumen, mientras que en la Tabla 2 se detallan los ingresos y EBITDA por negocio y país para el año 2021.

**Tabla 1. Antecedentes de Entel S.A.**

Tipo de información	Descripción
Ticker o Nemotécnico	ENTEL
Clase de acción	Comunes.
Derechos de cada clase	Derecho a Voto.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa electrónica de Chile.
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	Compañía dedicada a las telecomunicaciones a través de las comunicaciones móviles, y fijas. Además, ofrece soluciones tecnologías de información digital. Los servicios se ofrecen en los segmentos personas, empresas, corporación y mayoristas, tanto en servicio prepago como pospago. Actualmente Entel opera en Chile y en Perú.
Rubros y países donde opera	Industria de las Telecomunicaciones en Chile y Perú.

Fuente: Página Web de Entel S.A.

**Tabla 2. Ingresos y EBITDA de Entel S.A.**

Países y rubros donde opera 2021	Ingresos (MM\$)	%	EBITDA (MM\$)	%
<b>Chile</b>	<b>1.678.428</b>	<b>68,23%</b>	<b>638433</b>	<b>82,65%</b>
Personas	1.069.418	43,47%	395.954	51,26%
Empresas	266.250	10,82%	111.481	14,43%
Corporaciones	250.489	10,18%	74.407	9,63%
Otros negocios	956.929	38,90%	58.411	7,56%
Eliminaciones	-864.658	-35,15%	-1.820	-0,24%
<b>Perú</b>	<b>781.691</b>	<b>31,77%</b>	<b>134.019</b>	<b>17,35%</b>
Telef. Móvil	766.725	31,17%	127.723	16,53%
Telef. Fija	14.966	0,61%	6.296	0,82%
<b>Total</b>	<b>2.460.119</b>	<b>100,00%</b>	<b>772.452</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: EEFF de Entel Dic-2021.

### 3.1.2. Principales accionistas

En la Tabla 3 se observan los 12 principales accionistas a Dic-21, destacando al controlador Inv. Altel Ltda., controlada (directa e indirectamente) en un 99,9% por Almendral S.A., siendo esta controlada por los grupos Matte, Fernández León, Hurtado

Vicuña, Consorcio, Izquierdo y Gianoli, quienes convinieron un Pacto de Actuación Conjunta en 2005.

**Tabla 3. 12 principales accionistas**

Accionistas	N° Acciones suscritas	Propiedad %
INV ALTEL LTDA	165.674.102	54,86%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	11.803.175	3,91%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	10.689.614	3,54%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	8.241.635	2,73%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	7.552.724	2,50%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	6.537.258	2,16%
LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	5.817.984	1,93%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	5.386.174	1,78%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	5.016.764	1,66%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	4.549.485	1,51%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	4.481.729	1,48%
AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO C	3.486.123	1,15%

Fuente: CMF.

### 3.1.3. Filiales

Entel mantiene a Dic-21 un total de 16 filiales domiciliadas en Chile y en el extranjero, las cuales se presentan con mayor detalle en la Tabla 4. En el caso de las filiales chilenas, estas están representadas por Sociedades Anónimas Cerradas, no sujetas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF); sus acciones no se transan, ni se encuentran inscritas en el Registro de Valores, a excepción de Entel PCS Telecomunicaciones S.A., ya que por su condición de concesionaria de servicios públicos de telecomunicaciones, está sometida a las mismas normas de las sociedades anónimas abiertas, salvo a la presentación obligatoria de EEFF trimestrales intermedios.

**Tabla 4. Filiales de Entel S.A.**

RUT	Nombre Sociedad	País de origen	Participación Directa	Participación Indirecto
96806980-2	ENTEL PCS TELECOMUNICACIONES S.A.	CHILE	99,99%	0,01%
76479460-5	ENTEL COMERCIAL S.A.	CHILE	-	100,00%
96561790-6	ENTEL INVERSIONES SpA.	CHILE	99,99%	0,01%
96554040-7	ENTEL SERVICIOS TELEFONICOS S.A.	CHILE	91,42%	8,58%
96563570-K	ENTEL CALL CENTER S.A.	CHILE	90,00%	10,00%
96697410-9	ENTEL TELEFONIA LOCAL S.A.	CHILE	99,00%	1,00%
77088124-2	EPH 1	CHILE	99,00%	1,00%
96548490-6	MICARRIER TELECOMUNICACIONES S.A.	CHILE	99,99%	0,01%
96672640-7	ENTEL SERVICIOS EMPRESARIALES S.A.	CHILE	-	100,00%
79637040-8	SOC.DE TELECOMUNICACIONES INSTABEEP	CHILE	99,99%	0,01%
96652650-5	TRANSAM COMUNICACIÓN S.A.	CHILE	-	100,00%
96833480-8	WILL S.A.	CHILE	-	100,00%
76942869-0	ENTEL INTERNACIONAL SpA.	CHILE	100,00%	-
0-E	AMERICATEL PERU S.A.	PERU	25,01%	72,00%
0-E	SERVICIOS DE CALL CENTER DEL PERÚ S.	PERU	0,04%	99,96%
0-E	ENTEL DEL PERU S.A.	PERU	54,12%	45,88%

Fuente: EEFF de Entel Dic-2021.

### 3.1.4. Riesgos del negocio

Entel, al igual que la industria, está expuesta a distintos riesgos, siendo los más destacados los 6 factores que se presentan en la Tabla 5.

**Tabla 5. Riesgos del negocio de Entel S.A.**

Riesgo	Detalles
Evolución Tecnológica	La evolución de la tecnología, hace necesaria la revisión permanente de los proyectos de inversión de manera que estén alineados en satisfacer las necesidades de conectividad de los mercados. Estos cambios ocurren tanto por la modificación en los hábitos de la demanda como en los desarrollos de las nuevas formas de conectarse.
Regulatorio	Los servicios de telecomunicaciones en Chile se rigen principalmente por la Ley General de Telecomunicaciones, sus Reglamentos y normativa técnica complementaria. Dichos cuerpos legales y normativos establecen como principio general un régimen de Libre Competencia en el cual se otorgan concesiones a través de normas preestablecidas y objetivas.
Tipo de Cambio	Los pasivos de Entel están denominados mayoritariamente en moneda extranjera como consecuencia de créditos bancarios y bonos emitidos en los mercados internacionales de deuda. Adicionalmente parte de los proveedores de Entel generan obligaciones por pagar en moneda extranjera.
Tasa de Interés	Generalmente existe una correlación positiva entre el negocio de la compañía, el ciclo económico y el nivel de tasas de interés, lo que genera una cobertura natural entre los flujos del negocio y los gastos financieros. Sin embargo en algunas situaciones se pueden producir desfases en el tiempo respecto de esta.
Crédito	Corresponde al riesgo de crédito relacionado con los saldos en bancos, instrumentos financieros, valores negociables y derivados, es administrado por la Gerencia de Finanzas en conformidad con políticas dictadas para mantener el capital invertido.
Liquidez	Con el fin de minimizar el riesgo, se mantiene una política de liquidez consistente con una adecuada gestión de los activos y pasivos, que permite a la empresa cumplir a cabalidad con los compromisos de pagos en el corto y mediano plazo.

Fuente: Memoria Corporativa anual 2021.

## 3.2. Descripción de la industria

### 3.2.1. Estado actual

Entel se enfrenta a distintos escenarios en Chile y Perú, dada la madurez del mercado y la participación de la empresa en cada país, teniendo en común que ambos mercados son altamente competitivos, concentrados y con un continuó avance tecnológico.

Los principales rubros en ambos países corresponderían a la telefonía e internet, tanto móvil como fija, además de la TV paga.

#### **Chile:**

En el caso nacional, el sector de las Telecomunicaciones y Servicios de Información alcanzó Ingresos Brutos por MM\$ 5.993.927 en 2021, correspondiente a un 2,49% del PIB total, rango relativamente estable, aunque decreciente en los últimos años.

Como es posible visualizar en la Tabla 6, la industria se destaca por una alta penetración en los servicios móviles, tanto por telefonía como por internet, con una penetración muy por sobre la de los servicios fijos. Por otro lado, la participación se distribuye entre 4 o 5 competidores, donde Entel destaca en los servicios móviles.

**Tabla 6. Penetración cada 100 Hab. por negocio en Chile en 2021**

Penetración cada 100 Hab.	Móvil		Fijo		Tv paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
	132	114	12	21	60

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Subtel.

Mientras que en la Tabla 7 se puede observar la participación de mercado por empresa y tipo de negocio en Chile.

**Tabla 7. Participación de mercado por empresa y negocio en Chile**

Participación de Mercado	Móvil		Fijo		TV paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
Entel	32,20%	34,70%	19,00%	6,50%	-
Movistar	24,90%	21,30%	-	29,50%	17,90%

Claro	21,30%	18,30%	9,50%	10,50%	10,60%
Wom	20,00%	24%	-	-	-
VTR	0,90%	1%	20,00%	28,50%	30,70%
Mundo Pacífico	-	-	-	14,30%	-
Grupo GTD	-	-	12,70%	7,80%	-
Virgin	0,40%	0,50%	-	-	-
DIRECTV	-	-	-	-	21,20%
Telefónica	-	-	36,70%	-	-
Otros	0,30%	0,20%	2,10%	2,90%	19,60%

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Subtel.

### **Perú:**

Por otro lado, en Perú el Sector de las Comunicaciones y Servicios de Información alcanzó a MM S/ 28.408 durante 2021, equivalente a un 5,15% del PIB.

En cuanto a la penetración por servicios, en el país vecino se observa una tendencia similar en la preferencia por servicios móviles, aunque con menores penetraciones en los distintos segmentos, a excepción del internet fijo, donde se alcanza una mayor penetración que en Chile.

A continuación, en la Tabla 8 se presenta la penetración por servicio y en la Tabla 9 la participación de mercado por empresa y tipo de negocio en Perú.

**Tabla 8. Penetración cada 100 Hab. por negocio en Perú 2021**

Penetración cada 100 Hab.	Móvil		Fijo		Tv paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
	130	80	7	33	

Fuente: Elaboración propia en base a información de la Ospitel.

**Tabla 9. Participación de mercado por negocio en Perú 2021**

Participación de Mercado	Móvil		Fijo		TV paga
	Telefonía	Internet	Telefonía	Internet	
Entel	21,30%	16,90%	3,20%	3,70%	-
Claro	28,40%	36,50%	28,30%	27,60%	9,90%
DirecTV	-	-	-	-	17,80%

Telefónica	30,70%	29,40%	64,20%	59,60%	61,40%
Bitel	19,20%	16,90%	-	-	-
Flash Móvil	-	0,20%	-	-	-
Otros	0,40%	0,10%	4,30%	9,10%	10,90%

*Fuente: Elaboración propia en base a información de la Osiptel.*

### **3.2.2. Regulación y fiscalización**

En Chile el principal regulador de Entel es la Subsecretaría de Telecomunicaciones (SUBTEL), ente dependiente del Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones que coordina, promueve, fomenta y desarrolla las telecomunicaciones en Chile, mediante la Ley general de las Telecomunicaciones, dictada el 2 de octubre de 1982, que permitió desregular el sector, impulsar la entrada de nuevas empresas y promover la competencia.

Una de las modificaciones a destacar es la ley N°19.724, de 11 de marzo del 2001, posibilitándose la existencia de subsidios directos del Estado a los distintos servicios de telecomunicaciones que se instalen en las áreas rurales y urbanas de bajos ingresos.

Actualmente, uno de los temas más importantes que involucra a la SUBTEL son los límites de espectro, los cuales se reparten mediante licitaciones para otorgar las concesiones, siendo la última licitación del 5G.

Por otra parte, las empresas en Chile están sujetas a la legislación de N°211 que protege la libre competencia cuyos entes fiscalizadores corresponden al Tribunal de Libre Competencia y la Fiscalía Nacional Económica.

Cabe destacar producto de la participación en Perú, la empresa también está sujeta a la regulación peruana, destacando al Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (OSIPTEL).

Por otro lado, Entel S.A., al ser un emisor de valores de oferta pública, está regulado por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), en la que se encuentra registrada bajo el número 162. La CMF tiene entre sus principales objetivos velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública,

velando porque entidades fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos, estatutos y otras disposiciones que las rigen, desde su inicio hasta su liquidación; pudiendo ejercer la más amplia fiscalización sobre todas sus operaciones.

### 3.2.3. Empresas comparables

Al momento de buscar comparables es posible observar que los principales competidores chilenos y peruanos, no se pueden considerar para la comparación, ya sea porque no mantienen información pública o porque mantienen operaciones en más países, volviendo sus mercados distintos a los de la región.

En el caso de Chile, los principales competidores son Claro, Movistar y Wom. Sin embargo, solo es posible utilizar como comparable la empresa matriz de la primera, América Móvil, ya que en el caso de Movistar forma parte de un gran conglomerado, Telefónica S.A, la cual agrupa filiales de telecomunicaciones en todo el mundo, difiriendo de la realidad latinoamericana, y si bien su filial Telefónica Chile S.A. transa en el mercado local, esta solo incluye los ingresos de telefonía fija, perdiendo su comparabilidad con Entel. Finalmente, no se puede comparar con Wom debido a que esta no mantiene información pública.

Por otro lado, en Perú, la situación es similar ya que los principales competidores también con Claro (América Móvil) y Movistar (Telefónica).

Considerando la anterior, y acorde a lo sugerido por *Bloomberg*, los comparables a considerar serán Telefónica Brasil, América Móvil y TIM Participacoes.

En las Tablas 10, 11 y 12 se presentan los antecedentes de cada empresa.

**Tabla 10. Antecedentes de Telefónica Brasil S.A.**

Antecedentes	
Ticker o Nemotécnico	VIVT3 (Brasil) y VIV (EE.UU.).
Mercado donde transa sus acciones	Bovespa, Brasil y NYSE, EE.UU. Acciones corresponden a acciones comunes de única clase.

<p>Descripción de la empresa (<i>profile</i>)</p>	<p>Telefónica, S.A. es una empresa española de telecomunicaciones totalmente privada, que cuenta con más de 1,3 millones de accionistas y cotiza en varios de los principales mercados bursátiles del mundo, en Europa, América y Asia.</p> <p>Telefónica Brasil S.A., una subsidiaria de Telefónica S.A., brinda servicios de telecomunicaciones fijas y móviles a clientes residenciales y corporativos en Brasil. Su cartera de servicios de línea fija incluye llamadas locales, de larga distancia nacional e internacional, mientras que la cartera móvil comprende acceso a Internet de banda ancha y voz a través de 3G, 4G, 4.5G y 5G, así como servicios móviles de valor agregado y servicios de roaming inalámbrico. La compañía también ofrece servicios de datos, incluidos servicios de datos móviles y de banda ancha. Además, brinda servicios de TV paga a través de tecnología satelital directo al hogar, IPTV y cable, así como servicios de pago por evento y video bajo demanda; servicios de red, como alquiler de instalaciones; otros servicios que comprenden acceso a internet, conectividad a redes privadas, arrendamiento de equipos, servicio extendido, identificación de llamadas, correo de voz, bloqueador de celulares y otros; servicios mayoristas, incluidos los servicios de interconexión a usuarios de otros proveedores de red; y servicios digitales, como entretenimiento, nube y seguridad y servicios financieros. Por otra parte, la empresa ofrece servicios de comunicación multimedia, que incluyen audio, datos, voz y otros sonidos, imágenes, textos y otra información, y vende dispositivos, como teléfonos inteligentes, módems USB de banda ancha y otros dispositivos. Adicionalmente, brinda soluciones de telecomunicaciones y soporte de TI a diversas industrias, como minorista, manufactura, servicios, instituciones financieras, gobierno, etc.</p> <p>Los ingresos al a Dic-21 alcanzan a MM R\$ 44.033 y provienen de:</p> <table border="1" data-bbox="634 1455 1356 1837"> <thead> <tr> <th></th> <th>MM R\$</th> <th>% del total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Servicio Móvil Pospago</td> <td>21.683</td> <td>49,24%</td> </tr> <tr> <td>Servicio Móvil Prepago</td> <td>5.049</td> <td>11,47%</td> </tr> <tr> <td>Venta de Equipos</td> <td>2.643</td> <td>6,00%</td> </tr> <tr> <td>Fibra Óptica</td> <td>5.357</td> <td>12,17%</td> </tr> <tr> <td>IPTV</td> <td>1.378</td> <td>3,13%</td> </tr> <tr> <td>Datos Corporativos, TIC y otros</td> <td>3.207</td> <td>7,28%</td> </tr> <tr> <td>Voz fija, xDSL y DTH</td> <td>4.714</td> <td>10,71%</td> </tr> <tr> <td><b>Total</b></td> <td><b>44.033</b></td> <td><b>100,00</b></td> </tr> </tbody> </table>		MM R\$	% del total	Servicio Móvil Pospago	21.683	49,24%	Servicio Móvil Prepago	5.049	11,47%	Venta de Equipos	2.643	6,00%	Fibra Óptica	5.357	12,17%	IPTV	1.378	3,13%	Datos Corporativos, TIC y otros	3.207	7,28%	Voz fija, xDSL y DTH	4.714	10,71%	<b>Total</b>	<b>44.033</b>	<b>100,00</b>
	MM R\$	% del total																										
Servicio Móvil Pospago	21.683	49,24%																										
Servicio Móvil Prepago	5.049	11,47%																										
Venta de Equipos	2.643	6,00%																										
Fibra Óptica	5.357	12,17%																										
IPTV	1.378	3,13%																										
Datos Corporativos, TIC y otros	3.207	7,28%																										
Voz fija, xDSL y DTH	4.714	10,71%																										
<b>Total</b>	<b>44.033</b>	<b>100,00</b>																										

	Mientras que el Ebitda alcanza los MM R\$ 19.007.
Rubros y países donde opera	Telecomunicaciones y Soporte TI en Brasil.
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings: AAA con perspectiva en evolución.

Fuente: Página Web y EEFF 2021 de Telefónica Brasil S.A.

**Tabla 11. Antecedentes de América Móvil de S.A.B. de S.V.**

Antecedentes													
Ticker o Nemotécnico	AMERICA MOVIL S.A.B. de S.V.												
Mercado donde transa sus acciones	AMXA, AMXL. AMX, AMOV. Se mantiene 2 tipos acciones, siendo las de Serie A acciones preferentes y las de Serie L acciones comunes.												
Descripción de la empresa (profile)	<p>América Móvil es el proveedor líder de servicios integrados de telecomunicaciones en América Latina. Excluyendo a China e India, es la compañía más grande en términos de suscriptores inalámbricos. Mediante el desarrollo de una plataforma de telecomunicaciones integrada de clase mundial, ofrecen a sus clientes una cartera de servicios de valor agregado y soluciones de comunicaciones mejoradas en 25 países de América Latina, los Estados Unidos y Europa Central y del Este. Presta servicios de telefonía móvil, fija, banda ancha y televisión.</p> <p>Los ingresos al a Dic-21 alcanzan a MM MXN 855.534 y provienen de:</p> <table border="1" data-bbox="695 1304 1297 1476"> <thead> <tr> <th></th> <th>MM MXN</th> <th>% del total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Servicios</td> <td>714.244</td> <td>83,49%</td> </tr> <tr> <td>Venta de bienes</td> <td>141.290</td> <td>16,51%</td> </tr> <tr> <td><b>Total</b></td> <td><b>855.534</b></td> <td><b>100,00%</b></td> </tr> </tbody> </table> <p>Mientras que el Ebitda alcanzó los MM MXN \$89.800.</p>		MM MXN	% del total	Servicios	714.244	83,49%	Venta de bienes	141.290	16,51%	<b>Total</b>	<b>855.534</b>	<b>100,00%</b>
	MM MXN	% del total											
Servicios	714.244	83,49%											
Venta de bienes	141.290	16,51%											
<b>Total</b>	<b>855.534</b>	<b>100,00%</b>											
Rubros y países donde opera	Telecomunicaciones y Soporte TI en América Latina, Estados Unidos y Europa Central y del Este.												
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings: AAA con perspectiva estable.												

Fuente: Página Web y EEFF 2021 de América Móvil de S.A.B. de S.V.

**Tabla 12. Antecedentes de TIM Participacoes S.A.**

Antecedentes																
Ticker o Nemo-técnico	TIMP3. TSU															
Mercado donde transa sus acciones	Bovespa, Brasil. NYSE, EE.UU. Acciones de único tipo, comunes.															
Descripción de la empresa ( <i>profile</i> )	<p>TIM Participacoes S.A. (TIM), constituida el 22 de mayo de 1998, es una sociedad de cartera. La empresa brinda servicios de telecomunicaciones móviles en Brasil. La Compañía, a través de sus subsidiarias en varios mercados de telecomunicaciones, opera telefonía móvil, telefonía fija y de larga distancia, transmisión de datos y servicios de banda ultra ancha. Las subsidiarias directas de la Compañía incluyen TIM Celular SA, que proporciona servicios de telefonía fija (STFC), servicios de llamadas de larga distancia nacional e internacional, servicio móvil personal (SMP) y servicio de comunicación multimedia (SCM) en todos los estados brasileños y en el Distrito Federal. También incluye Intelig Telecomunicacoes Ltda., que proporciona servicios de llamadas locales STFC y servicios SCM en todos los estados brasileños y en el Distrito Federal.</p> <p>Los ingresos al a Dic-21 alcanzan a MM R\$ 25.357y provienen de:</p> <table border="1" data-bbox="634 1121 1357 1335"> <thead> <tr> <th></th> <th>MM R\$</th> <th>% del total</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Ingresos por servicio - Móvil</td> <td>22.433</td> <td>88,47%</td> </tr> <tr> <td>Ingresos por servicio - Fijo</td> <td>1.831</td> <td>7,22%</td> </tr> <tr> <td>Bienes vendidos</td> <td>1.093</td> <td>4,31%</td> </tr> <tr> <td><b>Total</b></td> <td><b>25.357</b></td> <td><b>100,00%</b></td> </tr> </tbody> </table> <p>Mientras que el Ebitda alcanza a MM R\$ 8.738.</p>		MM R\$	% del total	Ingresos por servicio - Móvil	22.433	88,47%	Ingresos por servicio - Fijo	1.831	7,22%	Bienes vendidos	1.093	4,31%	<b>Total</b>	<b>25.357</b>	<b>100,00%</b>
	MM R\$	% del total														
Ingresos por servicio - Móvil	22.433	88,47%														
Ingresos por servicio - Fijo	1.831	7,22%														
Bienes vendidos	1.093	4,31%														
<b>Total</b>	<b>25.357</b>	<b>100,00%</b>														
Rubros y países donde opera	Telecomunicaciones y Soporte TI en Brasil.															
Clasificación de riesgo	Fitch Ratings: AAA con perspectiva estable.															

Página Web y EEFF 2021 de TIM Participacoes S.A.

## 4. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

### 4.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Los ingresos de Entel están referidos fundamentalmente a servicios, siendo el principal negocio la telefonía móvil, tanto en Chile como Perú, y los Servicios privados. A través del tiempo la empresa se ha diversificado, alcanzando 11 líneas de negocios a la fecha, con un crecimiento del 9% en los ingresos durante 2021, sin considerar otros ingresos, asociado principalmente a la venta de activo fijo (venta de torres).

A continuación, en la Tabla 13 se presentan los ingresos anuales por tipo de negocio.

**Tabla 13. Ingresos anuales por tipo de negocio**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
<b>Telefonía Móvil-Chile</b>	39.196	36.338	33.678	34.965	38.323
<b>Telefonía Móvil-Perú</b>	17.054	17.157	20.525	21.569	24.740
<b>Servicios Privados (incluye servicios IT)</b>	7.050	7.126	7.196	7.004	7.055
<b>Telefonía Local (incluye NGN - IP)</b>	2.136	1.917	1.802	1.559	1.126
<b>Servicio de Televisión</b>	1.237	1.325	1.367	1.457	1.430
<b>Larga Distancia</b>	462	380	285	193	125
<b>Internet</b>	1.636	1.791	2.061	2.280	2.644
<b>Servicios a Otros Operadores</b>	1.620	1.256	1.047	1.108	1.331
<b>Negocios de Tráfico</b>	746	858	891	762	607
<b>Americatel Perú</b>	885	742	785	616	483
<b>Servicios Call Center y Otros</b>	485	515	477	473	454
<b>Total Ingresos Ordinarios</b>	72.508	69.404	70.114	71.986	78.318

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

Los mayores ingresos son impulsados por la operación móvil en Chile (+9,60%) y Perú (+14,70). En el caso de Chile se mantenían decreciente hasta 2019. Sin embargo, durante 2020 y 2021 se mantuvieron creciente, motivado principalmente por la pandemia que generó la necesidad de conexión para el trabajo, educación y entretenimiento, que a su vez fue favorecido por distintas promociones y las ayudas estatales que permitieron una mayor venta de teléfonos móviles y un mayor número de contrataciones. Dado esto, los clientes pospago crecieron un 12,00%.

En el caso de Perú, los ingresos han crecido de forma sostenida, acorde al crecimiento de Entel posterior a su ingreso en 2014, con un crecimiento del 18% en clientes de pospago.

Cabe destacar que los mayores ingresos se deben en gran medida a un aumento en la venta de equipos móviles en Chile y Perú (42,00% y 110,00%, respectivamente), tal como se muestra en la Tabla 14, pasando a representar un 34,71% de los ingresos de telefonía móvil de ambos países, por lo que, de considerar los ingresos netos de venta de equipos móviles, es posible observar que estos incluso decrecen un 1,40%.

**Tabla 14. Ingresos anuales por tipo de negocio**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Ingresos por venta de móvil	8.466	13.414	14.638	14.772	21.886
% total de ventas	15,05%	25,08%	27,01%	26,13%	34,71%
Ingresos neto de venta de móvil	39.318	26.667	24.926	26.990	19.290

*Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.*

En cuanto a los servicios privados (incluyendo servicios TI), los ingresos se mantienen relativamente estables, representando en promedio un 9,80% del total de ingresos de la firma, los que son impulsados por los servicios TI y negocios digitales.

En cuanto a los otros negocios se puede observar que siguen tendencias esperadas por la compañía. La telefonía fija presenta una disminución del 27,79%, lo cual es compensando con la evolución positiva de servicios préstamos a través de fibra óptica.

En el caso de la TV se observa un decrecimiento del 1,85% correspondiente tanto a servicios de televisión satelital, como por el servicio de fibra lanzado a finales del 2020, aunque estos efectos decrecientes serían principalmente causados por la inflación y el análisis en términos reales, ya que en términos de nominales, los ingresos se mantuvieron crecientes, aumentando así su participación en un mercado relativamente nuevo para Entel y que le permite diversificar sus negocios para generar nuevos clientes.

En el caso de los servicios de internet, presentaron un crecimiento del 16,00%, por una mayor actividad tanto corporativa como de hogares, donde destaca un aumento del 86,00% en la suscripción de fibra óptica.

Es importante mencionar que los ingresos peruanos se ven desfavorecidos por la desvalorización del sol frente al peso chileno, por un promedio del 14,00% respecto a 2020.

Los otros negocios mantienen participaciones menores al 3,00%, presentando variaciones acordes a la industria y los avances de la tecnología. Un claro ejemplo, es la telefonía de larga distancia, la cual ha sido remplazada por la telefonía Móvil (tanto de voz como de datos móviles).

En la Tabla 15 se presentan la variación en los ingresos por negocio, mientras que en la Tabla 16 se presenta el peso histórico de cada negocio en los ingresos.

**Tabla 15. Variación en ingresos por tipo de negocio**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Promedio
Telefonía Móvil-Chile	-4,57%	-7,29%	-7,32%	3,82%	9,60%	-1,15%
Telefonía Móvil-Perú	29,01%	0,61%	19,62%	5,09%	14,70%	13,81%
Servicios Privados (incluye servicios IT)	5,97%	1,08%	0,99%	-2,67%	0,73%	1,22%
Telefonía Local (incluye NGN - IP)	-11,41%	-10,26%	-6,00%	-13,48%	-27,79%	-13,79%
Servicio de Televisión	17,60%	7,07%	3,20%	6,58%	-1,85%	6,52%
Larga Distancia	-25,85%	-17,75%	-24,86%	-32,21%	-35,22%	-27,18%
Internet	22,89%	9,46%	15,06%	10,63%	16,00%	14,81%
Servicios a Otros Operadores	-19,12%	-22,49%	-16,60%	5,80%	20,12%	-6,46%
Negocios de Tráfico	-26,81%	15,03%	3,89%	-14,54%	-20,31%	-8,55%
Americatel Perú	-3,07%	-16,16%	5,79%	-21,51%	-21,60%	-11,31%
Servicios Call Center y Otros	-17,69%	6,09%	-7,36%	-0,88%	-3,97%	-4,76%
<b>Total Ingresos Ordinarios</b>	<b>2,29%</b>	<b>-4,28%</b>	<b>1,02%</b>	<b>2,67%</b>	<b>8,80%</b>	<b>2,10%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

**Tabla 16. Participación de ingresos por negocio sobre ingresos totales**

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Telefonía Móvil-Chile	54,06%	52,36%	48,03%	48,57%	48,93%
Telefonía Móvil-Perú	23,52%	24,72%	29,27%	29,96%	31,59%
Servicios Privados (incluye servicios IT)	9,72%	10,27%	10,26%	9,73%	9,01%
Telefonía Local (incluye NGN - IP)	2,95%	2,76%	2,57%	2,17%	1,44%
Servicio de Televisión	1,71%	1,91%	1,95%	2,02%	1,83%
Larga Distancia	0,64%	0,55%	0,41%	0,27%	0,16%

<b>Internet</b>	2,26%	2,58%	2,94%	3,17%	3,38%
<b>Servicios a Otros Operadores</b>	2,23%	1,81%	1,49%	1,54%	1,70%
<b>Negocios de Tráfico</b>	1,03%	1,24%	1,27%	1,06%	0,78%
<b>Americatel Perú</b>	1,22%	1,07%	1,12%	0,86%	0,62%
<b>Servicios Call Center y Otros</b>	0,67%	0,74%	0,68%	0,66%	0,58%

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

## 4.2. Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

Dentro del Estado de Resultado Consolidado de Entel, los costos operacionales se agrupan en cuatro líneas principales: Gastos por Beneficios a los Empleados, Gasto por Depreciación y Amortización, Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto y Otros Gastos.

En la Tabla 17 podemos observar estos costos y gastos durante los últimos 5 años, mientras que le Tabla 18 podemos observar su peso en relación con los ingresos de cada año.

**Tabla 17. Costos operacionales**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Gastos por Beneficios a los Empleados	9.298	9.438	9.219	8.826	8.303
Gasto por Depreciación y Amortización	12.906	12.028	14.975	16.079	15.065
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	1.944	2.488	2.485	2.741	3.181
Otros Gastos	45.550	42.507	39.000	38.916	43.332
<b>Total de costos operacionales</b>	<b>69.698</b>	<b>66.461</b>	<b>65.679</b>	<b>66.563</b>	<b>69.881</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

**Tabla 18. Costos operacionales sobre ingresos**

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Gastos por Beneficios a los Empleados	13,60%	13,15%	12,26%	10,60%	12,82%
Gasto por Depreciación y Amortización	17,33%	21,36%	22,34%	19,24%	17,80%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	3,58%	3,54%	3,81%	4,06%	2,68%
Otros Gastos	61,25%	55,62%	54,06%	55,33%	62,82%
<b>Total de costos operacionales</b>	<b>95,76%</b>	<b>93,67%</b>	<b>92,47%</b>	<b>89,23%</b>	<b>96,13%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

- **Gastos por Beneficios a los Empleados:**

Estos consisten en los gastos que están relacionados de manera directa con los empleados de la empresa, en su mayoría por sueldos, con una tasa de incremento salarial del 3,00%. Además, beneficios de corto plazo a los empleados (bonos), indemnizaciones al personal por años de servicios (beneficio post-empleo y por terminación) y otros gastos de personal (vacaciones).

Los beneficios se otorgan a través de “Corporación Mutual Entel-Chile” y tanto el derecho a acceder a los beneficios, como el monto están regulados por convenios, siendo relevante la antigüedad, permanencia y remuneración.

- **Costos por Depreciación y Amortización:**

Correspondiente a la depreciación de activo fijo y derecho de uso por NIIF 16, además de la amortización de intangibles, destacando las concesiones de Banda en Chile y Perú.

- **Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto:**

Esta cuenta considera principalmente el deterioro de las Cuentas por Cobrar Comerciales, con vencimientos atrasados y/o aquellos servicios prestados, pero no facturados, alcanzando una provisión por deterioro cercano al 25%. Además, el deterioro de Propiedad, Planta y Equipos, afectados por cambios tecnológicos o disminuciones en sus valores recuperables debido a disminuciones de precios en determinados servicios, equipamiento con escasa probabilidad de ser reutilizados o enajenados. Cabe destacar que entre 2017 y 2021 los valores entregados en los EERR solo consideran deterioro en las CXC.

- **Otros Gastos:**

Esta categoría de los costos operacionales es la que tiene mayor peso dentro del total, ya que incluye una amplia gama de costos. Según las notas de los EEFF, los principales montos corresponderían a: Publicidad, comisiones y Costo de Venta de Equipo (56%), Arriendos y Mantenciones (11%), Cargo de Acceso y Participaciones a Corresponsales (7%). Además, se incluyen Outsourcing, materiales, participaciones a otros operadores de servicios, Servicios profesionales y consultorías, energía, otros consumos y otros.

### 4.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Dentro de los ingresos y costos no operacionales, la mayoría son recurrentes, por lo que se deben considerar para las proyecciones de Entel, los cuales se muestran a modo resumen en la Tabla 19.

**Tabla 19. Ingresos anuales por tipo de negocio**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Ingresos financieros	193	69	310	375	159
Costos Financieros	-2.987	-2.819	-3.457	-3.527	-3.677
Diferencia de Cambio	-260	-36	161	-4	8
Resultado por Unidad de Reajuste	-358	-594	-689	-920	-2.161

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

Mientras que, en las Tablas 20, 21, 22 y 23 se muestra con detalle cada una de estas cuentas.

**Tabla 20. Ingresos Financieros**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Intereses sobre depósitos a plazo	114	41	49	183	111
Interés devengados (Netos )	61	28	0	192	47
Variación del Valor razonable Derivados	17	-	261	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>193</b>	<b>69</b>	<b>310</b>	<b>375</b>	<b>159</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

**Tabla 21. Costos Financieros**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	-273	-367	-423	-83	-61
Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado	-2.149	-1.890	-2.163	-2.479	-2.162
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	-159	-78	-143	-102	-173
Coberturas de tasas (CCS)	-175	-195	-32	-9	-1
Derivados de tasas- no designados de Cobertura	-	-83	-	-	-
Gasto por Intereses, Arrendamiento	-6	-2	-500	-662	-635

Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	-25	-27	-29	-29	-26
Gasto por Intereses, Otros	-91	-68	-61	-59	-29
Otros Costos Financiero	-109	-110	-107	-104	-589
<b>Total</b>	<b>-2.987</b>	<b>-2.819</b>	<b>-3.457</b>	<b>-3.527</b>	<b>-3.677</b>

Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

**Tabla 22. Diferencias de Cambio**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Otros activos	-44	100	13	-293	243
Acreedores Comerciales y otras cuentas por pagar	310	-187	33	-151	-403
Obligaciones con público-Bonos	3.675	-5.225	-3.442	2.340	-7.742
prestamos que devengan interés	479	-671	-262	142	-187
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FW)	-1.083	1.310	393	631	571
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-3.267	4.645	3.432	-2.340	7.768
Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FW)	-290	-96	-66	-48	-8
Otros Pasivos	-42	89	61	-286	-233
<b>Total</b>	<b>-260</b>	<b>-36</b>	<b>161</b>	<b>-4</b>	<b>8</b>

Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

**Tabla 23. Resultados por Unidades de Reajuste**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Otros activos	5	57	12	23	81
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-275	-456	-432	-436	-1.030
Obligaciones con el Público - Bonos	-117	-194	-267	-422	-993
Otros Pasivos	29	-0	-2	-86	-219
<b>Total</b>	<b>-358</b>	<b>-594</b>	<b>-689</b>	<b>-920</b>	<b>-2.161</b>

Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.

#### 4.4. Análisis de márgenes de la empresa

En la Tabla 24, se observan los márgenes operacionales, Ebitda y Neto desde el año 2017 al 2021.

**Tabla 24. Márgenes de Entel**

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Margen operacional	6,04%	4,75%	17,38%	10,15%	12,13%
Margen Ebitda	22,30%	22,08%	38,74%	32,49%	31,36%
Margen neto	2,23%	-1,23%	7,79%	4,04%	3,09%

*Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.*

Es importante destacar que no es posible reconocer un margen bruto como tal, ya que las cuentas que pueden ser consideradas como costos no se presentan separados de los gastos de administración. Un claro ejemplo, son los costos de equipos, los cuales están en la misma cuenta que los gastos de publicidad.

En cuanto a los márgenes, se observa que la empresa no mantiene una tendencia clara, presentando un 2018 decreciente, el cual se recupera considerablemente en 2019, para finalmente mantenerse más acotado durante 2020 y 2021.

En el caso de 2018, se observa que los márgenes se aprecian disminuidos a causa de la menores márgenes en algunos negocios en Chile, destacando los menores ingresos por telefonía móvil por la nueva norma de reconocimiento de ingresos implementada ese año (NIIF 15), además de mayores costos por arriendo de infraestructura de red a otros operadores y distintos gastos no recurrentes asociados a iniciativas de eficiencia de la operación, lo que finalmente llevó a que la empresa presentara pérdidas finales.

Durante el 2019 se ve un incremento en los márgenes, lo cual se asocia en una pequeña parte a mayores ingresos pero que tiene como fondo la venta de torres que alcanzó una ganancia de MUF 7.123, elevando los ingresos y los márgenes, además aumentando los gastos por depreciación y amortización producto de un mayor Derecho por uso, con una consiguiente amortización (NIIF 16). De considerar el margen operacional y margen Ebitda netos de la ganancia por venta de torres, estos alcanzarían a 7,22% y 28,58%.

Finalmente, 2020 y 2021 se mantienen con un crecimiento acotado, acorde a ingresos levemente crecientes y con una venta de torres menor, la cual alcanzó a MUF 1.470 y MUF 407, respectivamente. Para los próximos años no se espera venta de torres ya que el proceso finalizó durante 2021.

A continuación, en la Tabla 25 se presentan los márgenes sin las ganancias por venta de Torres.

**Tabla 25. Márgenes sin ganancias por venta de Torres**

En %	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Margen operacional	6,04%	4,75%	7,22%	8,11%	11,61%
Margen Ebitda	22,30%	22,08%	28,58%	30,45%	30,84%

*Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.*

## 4.5. Análisis de los activos de la empresa

### 4.5.1. Activos operacionales y no operacional

En la Tabla 26, se presentan los activos de Entel S.A. a Dic-21, clasificados en operacionales y no operacionales.

**Tabla 26. Clasificación de los activos de Entel S.A.**

Tipo de activos en MUF	Dic-21	Operacional	No operacional
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	3.504		X
Otros Activos Financieros Corrientes	10.546		X
Otros Activos No Financieros Corrientes	3.075		X
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por	20.020	X	
Cuentas por Cobrar a Entidades	7	X	
Inventarios	3.908	X	
Activos por Impuestos Corrientes	802		X
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>41.862</b>		
Otros Activos Financieros No Corrientes	12.813		X
Otros Activos No Financieros No	3.180	X	
Cuentas por Cobrar No Corrientes	280		X
Activos Intangibles	12.521	X	
Plusvalía	1.525		X
Propiedades, Planta y Equipo	66.147	X	
Derechos de Usos por Arriendos	14.266	X	
Activos por Impuestos, No Corrientes	21		X
Activos por Impuestos Diferidos	22.215		X
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>132.966</b>		
<b>Total</b>	<b>174.828</b>		

*Fuente: Estados Financieros de Entel 2021.*

De los Activos no operacionales de ENTEL, las cuales no tienen relación directa con la operación de Telecomunicaciones, podemos encontrar en forma resumida los siguientes:

- **Efectivo y Equivalentes al efectivo:** Se compone de saldos en bancos, Depósitos a Corto Plazo, Fondos Mutuos de Renta fija y otros Efectivos y Equivalentes al efectivo<sup>1</sup>. Se clasifica como no operacional debido a que no es relevante para el funcionamiento de las operaciones de ENTEL. En la Tabla 27 se presenta con detalle su composición.

**Tabla 27. Detalle de Efectivo y Equivalente al efectivo**

En MUF	2021
Efectivos en Caja	5
Saldos en Banco	2.067
Depósitos a Corto Plazo	1.369
Fondos Mutuos de Renta Fija	63
Otros Efectivos y Equivalentes al Efectivo	1
<b>Total</b>	<b>3.504</b>

Fuente: Estados Financieros de Entel 2021.

- **Otros Activos Financieros Corrientes/No corrientes:** Corresponde principalmente a depósitos a Plazo mayores a 90 días en el mercado local y en pesos chilenos (76% del total de otros activos financieros corrientes). Por otro lado, se registran Derivados corrientes, tanto de cobertura como no designados en cobertura.

En el caso Derivados de cobertura, están orientados a contratos de derivados que han sido designados de cobertura de riesgos cambiarios y de tasa de interés, Cross Currency Swap (CCS) en bonos colocados en el mercado internacional (sustitución de obligaciones en USD por obligaciones en UF).

Los no designados de cobertura, se encuentran derivados a valor razonable con cambio en resultado, correspondiente a los contratos de compra y venta de moneda extranjera

<sup>1</sup> Al 2018 tenían vigentes instrumentos del Banco Central.

a futuro (Forwards), que comprenden la obligación de compra de USD 259 millones y S/ 698 millones. En la Tabla 28 se presenta con detalle su composición.

**Tabla 28. Detalle de Activos Financieros**

En MUF	Corrientes	No Corrientes
Derivados No-Cobertura	69	-
Derivados Cobertura	2.498	12.813
DP >90 días	7.979	-
<b>Total</b>	<b>10.546</b>	<b>12.813</b>

Fuente: Estados Financieros de Entel 2021.

- **Activos por Impuestos Corrientes y No corrientes:** Por el lado corriente está el impuesto a la renta que debe pagar la compañía, que es compensado con los pagos que se realizan provisionalmente de forma mensual (de forma obligatoria) y otros créditos, generando saldos a favor para la compañía. Por otro lado, en los no corriente se encuentran los saldos netos de periodos anteriores. En la Tabla 29 se presenta con detalle su composición.

**Tabla 29. Detalle de Activos por Impuestos**

En MUF	Corrientes	No Corrientes
Pagos Provisionales Mensuales Neto de Impto. Renta	308	2.102
Pago Provisional por Utilidades Absorbidas	135	1.055
PPM Netos Periodos Anteriores, Otros créditos.	359	644
<b>Total</b>	<b>802</b>	<b>3.801</b>

Fuente: Estados Financieros de Entel 2021.

- **Cuentas por Cobrar, No Corrientes:** Esta cuenta es clasificada como no operacional debido a que las cuentas por cobrar de Entel corresponden, en su gran mayoría, a servicios los cuales debiesen ser pagados en el corto plazo. Por lo tanto, deudores a más largos plazos pertenecen en su mayoría a deudores con problemas de morosidad. En la Tabla 30 se presenta con detalle su composición.

**Tabla 30. Detalle de Cuentas por Cobrar no Corrientes**

En MUF	Dic-21
Deudores Comerciales, Neto, No corriente	68
Cuentas por Cobrar al Personal, Neto, No	175
Otras Cuentas por Cobrar, Neto, No	40
<b>Totales</b>	<b>284</b>

Fuente: Estados Financieros de Entel 2021.

- **Activos por Impuestos Diferidos:** Ante las variaciones de la norma financiera y la tributaria que genera una diferencia temporal y/o permanente, la cual es registrada en los activos. En la Tabla 31 se presenta con detalle su composición.

**Tabla 31. Detalle de Activos por Impuestos Diferidos**

En MUF	Dic-21
Depreciaciones Propiedades	333
Amortizaciones Intangibles	17
Acumulaciones (o devengos)	825
Provisiones	728
Deterioro Cuentas por Cobrar	1.416
Activos/Pasivos a Costo Amortizado	24
Ingresos/Costos Diferidos	533
Pasivos Contratos de Arrendamiento	5.492
Pérdidas Fiscales	12.730
Otros	116
<b>Totales</b>	<b>22.215</b>

Fuente: Estados Financieros de Entel 2021.

- **Plusvalía:** La cuenta corresponde a la plusvalía por la inversión en 5 filiales: Entel PCS telecomunicaciones S.A, Cientec Computación S.A, Entel Perú S.A, Transam Comunicaciones S.A. y Will S.A. En la Tabla 32 se presenta con detalle su composición.

**Tabla 32. Detalle de Plusvalía**

En MUF	Dic-21
Entel PCS Telecomunicaciones S.A.	1.400
Cientec Computación S.A.	78
Entel Perú S.A.	44
Transam Comunicaciones S.A.	4

Will S.A	0
Totales	1.525

Fuente: Estados Financieros de Entel 2021.

El resto de los activos fue clasificado como operacional. A continuación, se presenta un resumen del detalle de cada Activo Operacional:

- **Otros Activos No Financieros Corrientes y No Corrientes:** Se compone principalmente por Iva Crédito fiscal, costos diferidos de cliente y gastos pagados por anticipados (arriendos, mantenciones, publicidad, seguros y otros) impuestos.
- **Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar (corrientes):** Correspondiente a la cuenta de clientes no relacionados en distintos tramos de morosidad que corresponde en un 51% a segmentos personas, mayoritariamente por servicios móviles.
- **Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas:** Corresponde en su totalidad a servicios prestados, formando parte los servicios la telefonía móvil y fija, Internet, servicios privados y Call Center que se realiza de parte de Entel a algún relacionado.
- **Inventarios:** Corresponden principalmente a los teléfonos móviles y sus accesorios, además, a trabajos en curso y otros inventarios.
- **Activos Intangibles:** Se encuentran las licencias, patentes, marcas registradas, concesiones por bandas y activos por servidumbre.
- **Propiedades, Planta y Equipo:** Esencial para el funcionamiento de la compañía ya que incluye tanto propiedades como equipo tecnológico clave.
- **Derechos de Usos por Arriendos:** Activo basado en la adopción de la NIIF 16, donde se origina un activo por los conceptos de los contratos de arriendos, claves para el funcionamiento de Entel, incluyendo uso de bienes para emplazamiento de nodos técnicos y arriendo de redes a otros operadores de telecomunicaciones y Servicios de Datacenter.

#### 4.5.2. Capital de trabajo operativo neto

A continuación, en la Tabla 33, se presenta la necesidad histórica de la empresa en capital de trabajo en relación con el ingreso por ventas (RCTON).

**Tabla 33. CTON y RCTON**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Activos operacionales					
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	12.928	15.916	17.964	16.830	20.020
Inventarios	3.617	4.362	2.918	2.674	3.908
<b>Total Activos Operacionales</b>	<b>16.545</b>	<b>20.278</b>	<b>20.883</b>	<b>19.504</b>	<b>23.928</b>
Pasivos operacionales					
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	20.343	20.088	23.400	22.788	24.079
<b>Total Pasivos Operacionales</b>	<b>20.343</b>	<b>20.088</b>	<b>23.327</b>	<b>22.788</b>	<b>24.079</b>
<b>CTON</b>	<b>-3.797</b>	<b>190</b>	<b>-2.445</b>	<b>-3.284</b>	<b>-150</b>
<b>Ingresos operacionales</b>	<b>72.508</b>	<b>69.404</b>	<b>70.114</b>	<b>71.986</b>	<b>78.318</b>
<b>RCTON (%)</b>	<b>-5,24%</b>	<b>0,27%</b>	<b>-3,49%</b>	<b>-4,56%</b>	<b>-0,19%</b>
<b>RCTON Promedio</b>	<b>-2,64%</b>				

*Elaboración propia en base a los EEFF de 2017 al 2021.*

En el caso de los activos operaciones corrientes se reconocen los inventarios, las cuentas por cobrar a clientes y empresas relacionadas, dado que ambas provienen de la actividad operacional.

Por otro lado, en los pasivos operacionales corrientes se reconocen las cuentas por pagar, tanto a proveedores como a empresas relacionadas, producto que ambas provienen de la actividad comercial.

A partir de esto, se puede observar que entre el 2017 y 2021 los pasivos corrientes, principalmente los proveedores, eran capaces de financiar la inversión en capital de trabajo mostrando un RCTON negativo.

#### 4.5.3. Inversiones

En la Tabla 34, es posible observar las inversiones históricas de la empresa en PPE y activos intangibles.

**Tabla 34. Inversiones en Activo fijo e intangibles**

En MUF	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21
Compras de propiedad, planta y equipos	18.714	18.439	16.904	13.846	9.841
Compras de activos intangibles	28	21	45	30	3.254
<b>Total inversiones</b>	18.742	18.461	16.948	13.876	13.095
Ingresos operacionales	72.508	69.404	70.114	71.986	78.318
<i>% inversiones sobre los ingresos</i>	25,85%	26,60%	24,17%	19,28%	16,72%
Depreciación y amortización	11.787	12.028	12.538	13.354	12.656
<i>% dep. y amor. sobre inversiones</i>	62,89%	65,16%	73,98%	96,24%	96,64%

Elaboración propia en base a los EEEF de 2017 al 2021.

Cabe destacar que la empresa desde 2019 incorpora NIIF 16, reconociendo una mayor amortización por Derecho de uso, por lo que, para analizar la relación entre depreciación y amortización sobre inversión, esta se hará neta de amortización por Derecho de uso sobre las inversiones.

En cuanto a las inversiones, estas se mantienen decrecientes, especialmente por una menor compra de PPE asociada directamente a la crisis económica vivida en Chile y Perú en los últimos años, tanto por las crisis sociales como por la pandemia, a lo que se sumaba la espera de la licitación del 5G. Cabe señalar que durante 2021 se realizó un aumento considerable de intangible, asociado directamente al 5G y a la adjudicación de espectro de la Concesión de Banda 3,5 GHz.

Considerando lo anterior y pese al aumento de intangibles, la relación con los ingresos operacionales se mantiene decreciente, mientras que la relación con la depreciación y amortización se mantiene creciente, con lo que se puede concluir que la empresa mantuvo menores niveles de inversión.

Con respecto a las próximas inversiones, los planes más importantes están asociados a continuar con el despliegue de la red 5G, para lo cual la empresa fijó una inversión cercana a los MMUS\$ 660 para 2021 (MUF 16.800 aprox.), respondiendo así a los requerimientos de infraestructura de telecomunicaciones.

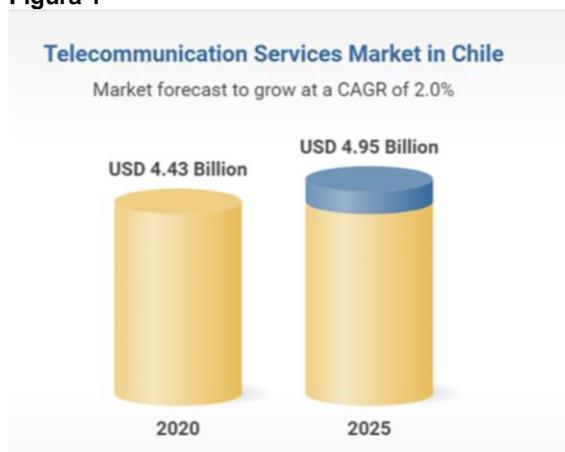
#### 4.6. Análisis de crecimiento de la industria

Es importante señalar que post pandemia la industria de las telecomunicaciones se vio favorecida por la obligada transformación digital, dándole un lugar clave en la realización de actividades cotidianas como el trabajo y estudio, pero desde lugares remotos.

Una de las tendencias que se debería mantener es una constante innovación tecnológica, destacando la búsqueda por mantener un papel de liderazgo en una industria altamente competitiva, favoreciendo al consumidor, pero con altas inversiones por parte de las TELCOS. Actualmente los desafíos están en el internet, tanto fijo como móvil.

Particularmente, en Chile se espera que los ingresos totales del sector de telecomunicaciones alcancen los USD\$ 4,95 mil millones dentro de 5 años, lo que representaría una tasa de crecimiento anual compuesto (CGAR, por sus siglas en inglés) de 2,00% en el periodo comprendido entre los años 2020 y 2025. Lo anterior, significaría una ralentización en comparación a la CAGR de 4,70% que mostró entre el periodo 2015-2020 (Research and Markets, 2021).

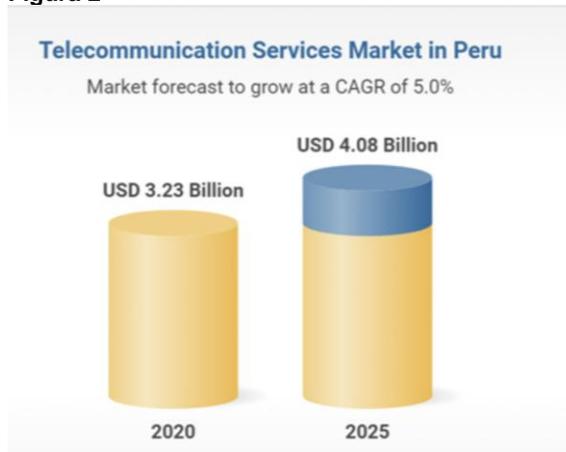
Figura 1



Fuente: Research and Markets.

Por otra parte, las proyecciones para las telecomunicaciones en Perú son ligeramente más optimistas, ya que se espera que los ingresos totales en el sector alcancen los USD\$ 4,08 mil millones en 2025, lo que equivale a una CAGR de 5,00% considerando ingresos de USD\$ 3,23 mil millones en el 2020 (Research and Markets, 2021).

**Figura 2**

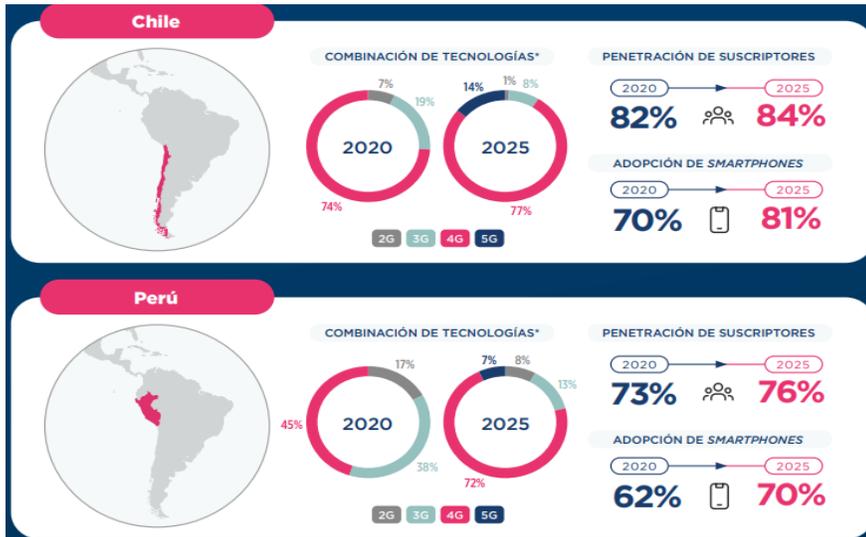


*Fuente: Research and Markets.*

Pensando en el negocio clave de Entel, respecto en los servicios móviles, especialmente el internet, encontramos que la tecnología 5G llegó a un panorama transformado, respondiendo a la creciente demanda por conectividad, pese a que aún el 4G no alcanza una completa madurez en América latina, volviendo así esta conexión más bien atractiva para las redes de industrias, dando aún espacio al 4G dentro de los consumidores móviles.

En Chile y Perú el 4G representa un 74,00% y 45,00% de las conexiones en 2020, alcanzando un 77,00% y 72,00% para el 2025, respectivamente, mientras que el 5G, alcanzaría un 14,00% en Chile y un 7,00% en Perú de las conexiones al cierre 2025. En cuanto a la inversión, su implementación alcanzaría a cerca USD\$ 73 miles de millones en toda América Latina, equivalente a un 66,00% de la inversión de la industria, equivalente a 19,00% de los ingresos móviles, presentando un peak del 20,00% en 2024 (GSM Association, 2020).

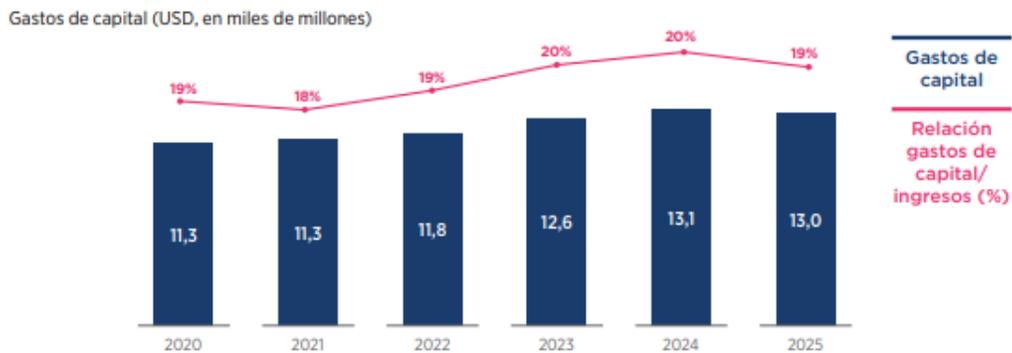
**Figura 3**



Fuente: GSM Association.

Por otro lado, la penetración por servicios móviles (% de la población suscrita), aumentaría levemente en Chile y Perú, pasando desde 82,00% y 73,00% en 2020 a 84,00% y 76,00% en 2025, respectivamente (GSM Association, 2020).

**Figura 4**  
**Los gastos de capital alcanzarán su punto máximo en 2024 en América Latina a medida que los despliegues 5G comienzan a ganar terreno**



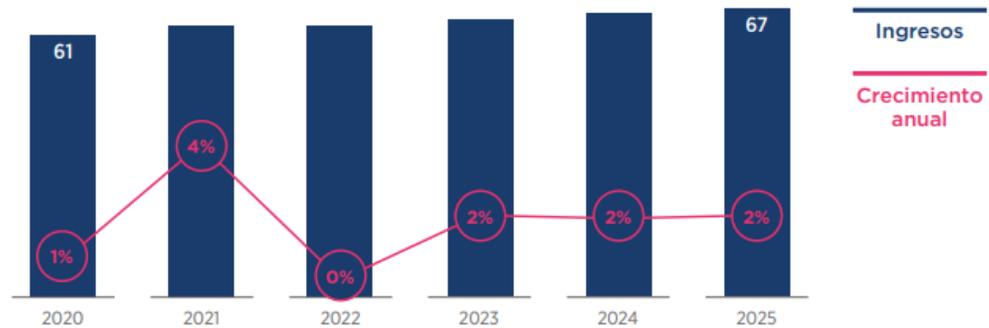
Fuente: GSM Association.

En cuanto a los ingresos móviles van a reflejar el efecto de la pandemia, viendo 3 efectos claros durante 2020. El primero, correspondería a menores precios por servicios, producto de descuentos o distintas promociones en apoyo a los consumidores; en

segundo lugar, un menor uso de servicios móviles potenciados por las cuarentenas que favorecieron la banda ancha fija y finalmente, una menor compra de Smartphones, asociado al cierre de tiendas y a la ralentización de la economía, generando menores ingresos por venta de equipos y una consecuente disminución en nuevas contrataciones. Luego del crecimiento alcanzado en 2021, se espera una estabilización en el crecimiento de los ingresos en 2022. Mientras que, a partir del 2023 se espera que las ventas aumenten en 2,00% cada año hasta el 2025.

**Figura 5**  
**Un pronóstico de ingresos estables tras el impacto del COVID-19 en 2020**

USD, en miles de millones



Fuente: GSM Association.

## 5. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

### 5.1. Ingresos operacionales proyectados

Para proyectar los ingresos de Entel se van a considerar sus valores históricos y las perspectivas de mercado, haciendo ajustes según corresponda, por criterios como la participación de mercado de Entel dentro del negocio, tendencias en la industria y la pandemia, presentando así los ingresos proyectados en la Tablas 35 y 36.

- **Telefonía Móvil-Chile:** Dada la tendencia a mantener los precios, pese a las mejoras que se observa en la industria, es que se espera que los ingresos no se eleven mucho más, ya que, si bien el 2021 los ingresos fueron un 9,60% más elevados en términos reales, esto se debería a la pandemia y aumento en la demanda debido a que en Chile la compra de smartphones, y por ende contrataciones de servicios, se vio altamente favorecida por distintas ayudas estatales, a diferencia de la industria latinoamericana en general. De todos modos, se espera que Entel pueda mejorar levemente sus ganancias al estar en la vanguardia con la implementación del 5G, la cual le permitiría continuar mejorando su participación de mercado, por lo que se va a considerar ingresos crecientes en un 2,00% CAGR, considerando la reactivación económica y la perceptivas de crecimiento en servicios móviles en Latinoamérica y de las telecomunicaciones en Chile (Research and Markets, 2021).
- **Telefonía Móvil-Perú:** Se observa un aumento del 13,81% promedio en los últimos 5 años, a pesar de que durante la pandemia la ley que prohibía cortes de servicios pese al no pago de los clientes en 2020, generando el no pago y a la desvalorización del sol peruano frente al peso chileno en 2021. Dado esto, se va a considerar el crecimiento sugerido de 5,00%, acorde al CAGR de Perú, pero decreciente a la mitad, dado que durante 2021 se vivió un crecimiento explosivo, al igual que en Chile, el cual se debería normalizar, acorde a que Entel ha alcanzado durante los últimos años un alto nivel de participación, manteniendo un crecimiento más conservador para los siguientes años.

- **Servicios Privados (incluye servicios IT):** Es una industria relativamente estable y al alza, aunque disminuida en 2020 producto de la pandemia y el receso económico, que llevó a una disminución en los ingresos en términos reales. No obstante, se observa un negocio en recuperación en 2021, por lo que se proyecta un leve crecimiento en 2022, acorde al crecimiento promedio de los últimos 5 años, considerando que aún se mantendría un segmento levemente impulsado, para posteriormente mantenerse sin crecimiento, considerando que históricamente es un segmento volátil.
- **Telefonía Local (Incluye NGN - IP):** La telefonía local espera caídas ante la preferencia de servicios móviles y otras soluciones tecnológicas, por lo que se espera una disminución del 13,79% por año, acorde a su promedio de los últimos 3 años.
- **Servicio de Televisión:** Los servicios de televisión han presentado un aumento debido a la cuota de mercado que ha debido buscar Entel en este nuevo segmento por la disminución de su principal negocio. El crecimiento promedio ha sido del 6,52% en los últimos 5 años, por lo que se va a considerar el promedio para partida inicial. Sin embargo, acorde al avance que ha tenido dentro de la industria, que ya presenta madurez en Chile y gran competencia por plataformas como Netflix, HBO, Disney plus, entre otros, es que su crecimiento se va a ir disminuyendo en 100 puntos base.
- **Larga Distancia:** Se espera que sea una cifra que disminuya por la poca necesidad actual ante la posibilidad de comunicación sin cobro extra al extranjero mediante aplicaciones. Se esperan decrecimientos del 27,18% anualmente en base al promedio de los últimos 5 años.
- **Internet:** Al igual que la TV paga, es un segmento donde Entel debió entrar en búsqueda de nuevos mercados, aumentando fuertemente en 2016 y 2017 acorde al ingreso al mercado. Para los próximos años se espera que Entel, de la mano con el despliegue de la fibra óptica, pueda continuar aumentando sus ingresos en este segmento, por lo que se va a mantener como crecimiento inicial el promedio de los 5 años, pero decreciente en un 2,00%, hasta alcanzar un crecimiento de 4,81% en 2026.

- **Servicios a Otros Operadores:** Es un servicio que ha decaído en gran manera producto de una mayor competencia y globalización, presentando una tendencia decreciente, con un promedio histórico de -6,46% en los últimos 5 años, manteniendo esto en la proyección.
- **Negocios de Tráfico:** Es un negocio con alzas y bajas por los cambios tecnológicos, sin embargo, sigue siendo útil y pese a una gran caída tuvo una rápida recuperación, por lo que se va a considerar que el negocio tendrá crecimiento ante la poca información.
- **Americatel Perú:** Producto de su tendencia más bien negativa es que se va a considerar que los ingresos se mantengan decreciente, acorde al promedio histórico de los últimos 3 años, disminuyendo un 11,31% anualmente.
- **Servicios Call Center y Otros:** Dada la poca relevancia y la incertidumbre del marco producto de otras soluciones, tales como los asistentes virtuales es que se va a considerar el promedio de los últimos 5 años, con ingresos disminuyendo cerca de un 4,76% por año.

Con esto, los ingresos de Entel tendrían un crecimiento de 10,92% desde el Dic-21 a Dic-26 (8,60% en Chile y del 15,83% en Perú para los mismos años), lo cual sería cercano a las perspectivas de mercado, ya que el CARG de Chile sería de 1,66%, disminuido por negocios distintos a la telefonía y por el crecimiento explosivo de 2020, mientras que el 2,98% de Perú acorde a la situación específica de Entel.

**Tabla 35: Proyección de ingresos**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Telefonía Móvil-Chile	39.089	39.871	40.668	41.482	42.311
Telefonía Móvil-Perú	25.977	27.016	27.826	28.383	28.950
Servicios Privados (incluye servicios IT)	7.141	7.141	7.141	7.141	7.141
Telefonía Local (Incluye NGN - IP)	971	837	721	622	536
Servicio de Televisión	1.509	1.577	1.633	1.674	1.700
Larga Distancia	91	66	48	35	26
Internet	2.983	3.305	3.597	3.841	4.026
Servicios a Otros Operadores	1.245	1.165	1.090	1.019	953
Negocios de Tráfico	607	607	607	607	607
Americatel Perú	428	380	337	299	265

Servicios Call Center y Otros	432	412	392	374	356
<b>Total Ingresos Ordinarios</b>	<b>80.474</b>	<b>82.377</b>	<b>84.061</b>	<b>85.477</b>	<b>86.871</b>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 36: Proyección de ingresos por país**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Ingresos Chile	54.069	54.982	55.898	56.795	57.656
Ingresos Perú	26.405	27.396	28.163	28.681	29.215
<b>Total Ingresos Ordinarios</b>	<b>80.474</b>	<b>82.377</b>	<b>84.061</b>	<b>85.477</b>	<b>86.871</b>

Fuente: Elaboración propia.

Junto a lo anterior, se va a considerar otros ingresos, cuenta recurrente asociada principalmente a subarriendos de locales y puntos de ventas. Para proyectar la cuenta se va a considerar su promedio de los últimos 5 años, correspondiente a 0,57%, lo que obedece que la cuenta se mantiene siempre cerca del 0,50% de los ingresos ordinarios, obteniendo la proyección de la Tabla 37.

**Tabla 37: Proyección otros ingresos**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Otros ingresos	458	469	478	486	494

Fuente: Elaboración propia.

## 5.2. Costos y gastos operacionales proyectados

En cuanto a los costos de operación, se van a considerar los siguientes supuestos:

- **Costos por Beneficio a los empleados:** En comparación a los ingresos esta cuenta siempre está muy cerca del 12,49% promedio de los últimos 5 años, de los con una desviación estándar del 1,16%, ocupando el promedio como punto inicial. Ante esto, y ante los dos últimos periodos atípicos producto de la pandemia, que incorporó una rebaja en gastos por remuneración asociado a la ley de protección del empleo es que la política a ocupar será muy conservadora y constante, pero con una leve disminución, basado en la tendencia leve por las economías de escala que se van dando, por lo que se fijará que su porcentaje respecto a los ingresos ira

disminuyendo en 0,50% durante cada año, pasando desde un 12,49% en Dic-22 a 10,49% en Dic-26.

- **Gastos por Depreciación y Amortización:** Es una cuenta estable a lo largo del tiempo, siendo su principal cambio el recambio de instalaciones, nuevos derechos de espectros o normas contables, como la incorporación de la NIIF 16 en 2019. Dado esto, y considerando que cualquier instalación o activo intangible siempre va a ser remplazado es que la cuenta tiene un peso importante dentro de los costos operacionales. Para proyectar se van a analizar sus tres componentes por separado: depreciación de activo fijo, amortización de intangibles y amortización de Derecho de uso. En el caso de intangibles y derecho de uso el monto es menor y se mantiene constante, por lo que se va a utilizar su promedio, equivalente a un 0,52% y 3,45% de los ingresos, respectivamente, mientras que la depreciación se va a estimar levemente creciente en cuanto a monto, pero decreciente respecto a los ingresos, siendo un 2,00% mayor respecto al año anterior (acorde al crecimiento promedio), manteniendo un % respecto a los ingresos promedio del 15,6%, lo cual sería levemente inferior al promedio de los últimos 5 años, acorde a los cambios que ha tenido Entel, buscando reducir los activos fijos.
- **Pérdidas por deterioro:** Es una cuenta levemente creciente, pasando en 5 años de representar un 2,68% de los ingresos a un 4,06% de los ingresos, lo que representa una tasa de crecimiento anual compuesta de 10,94%, por ende, se plantea que esta cuenta seguirá creciendo en dicha proporción hacia 2026.
- **Otros gastos:** Por la naturaleza de esta cuenta, las cifras son muy relativas, pero se ha mantenido una tendencia decreciente durante los últimos años en cuanto a su relación con los ingresos, representando en promedio un 55,00% de los ingresos desde 2019. Dado lo anterior, se espera que la proporción de estos gastos en relación con los ingresos se mantenga durante los próximos años.

Dado lo anterior, los costos operacionales representarían en promedio un 91,02% de los ingresos durante los próximos 5 años, acorde al promedio y a una tendencia levemente decreciente en proporción a los ingresos. A continuación, en la Tabla 38 se presentan los costos y gastos operacionales.

**Tabla 38: Proyección de costos y gastos**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Gastos por Beneficios a los Empleados	10.048	9.874	9.656	9.391	9.110
Gasto por Depreciación y Amortización	15.764	16.091	16.414	16.732	17.054
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	3.510	3.840	4.171	4.498	4.831
Otros Gastos	44.264	45.311	46.237	47.016	47.783
<b>Total</b>	<b>73.586</b>	<b>75.116</b>	<b>76.477</b>	<b>77.636</b>	<b>78.778</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 5.3. Resultado no operacional proyectado

Las 4 cuentas no operaciones de Entel son cuentas recurrentes, con una relación menor en relación con los ingresos, y se van a proyectar considerando lo siguiente:

- **Ingresos Financieros:** Se mantienen en constante movimiento, relativo a los intereses ofrecidos por los DP y a los derivados, por ende, se ocupará el promedio de los últimos 5 años, correspondiente a un 0,31% de los ingresos.
- **Costos Financieros:** La empresa ha mantenido costos financieros sobre ingresos crecientes entre 2017 y 2021. Sin embargo, estos costos financieros están directamente relacionados con el Capex de la empresa, los cuales deberían mantenerse más bien elevados, pese a que la compañía en los últimos años ha mencionado la idea de disminuir las inversiones, algo muy difícil de llevar a cabo debido al alto requerimiento de inversión de la industria, por lo que se va a considerar el promedio de los últimos 5 años, correspondiente a un 4,5% sobre ingresos.
- **Diferencias de Cambio:** Es una cuenta menor, con variaciones entre lo positivo y negativo, acorde a los tipos de cambio que afectan principalmente la deuda y las cifras peruanas. Dado esto, y que Entel está cubierto, la cuenta se mantendrá como un gasto de 0,04% de los ingresos, acorde a su promedio.
- **Resultado por unidades de Reajuste:** Finalmente, el reajuste por unidad de cambio de ha visto fuertemente afectado en los últimos dos periodos por la inflación, por lo que considerando que el panorama para los siguientes años viene incierto es que se va a considerar el promedio de los últimos 2 años dado que estos reflejan la incertidumbre y los reajustes que se han llevado a cabo.

Es importante mencionar que se es conservador en las cuentas no operacionales, ya que, si bien estas han ido aumentando levemente, el aumento se debería a principalmente al fuerte aumento en los resultados por unidad de reajuste, especialmente en 2021, por lo que para los siguientes años esto se vería aumentando en menor manera. Dado esto y que el promedio de los gastos no operacionales promedia un 5,16% en los últimos años, es que para los próximos años van a ser un 6,29% de los ingresos, reflejando así el aumento por reajuste de cambio.

En consecuencia, las cuentas no operacionales a considerar serán las presentadas en la Tabla 39.

**Tabla 39: Proyección resultado no operacional**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
<b>Resultado Operacional</b>	<b>7.345</b>	<b>7.730</b>	<b>8.061</b>	<b>8.327</b>	<b>8.587</b>
Ingresos financieros	246	252	257	262	266
Costos financieros	-3.654	-3.741	-3.817	-3.882	-3.945
Diferencia de cambios	-28	-29	-30	-30	-31
Resultado por reajuste	-1.625	-1.663	-1.697	-1.726	-1.754
<b>Resultado antes de impuesto</b>	<b>2.284</b>	<b>2.549</b>	<b>2.775</b>	<b>2.951</b>	<b>3.124</b>

Fuente: Elaboración propia.

#### 5.4. Impuesto corporativo proyectado

Los impuestos a considerar serán del 27% que es lo que corresponde a la actual ley vigente en Chile. Cabe destacar que solo se va a considerar la tasa impositiva de Chile, ya que es la tasa que Entel utiliza en sus cálculos, haciendo un pequeño ajuste por las tasas impositivas de otras jurisdicciones, como Perú (Nota 15 de EEFF). A continuación, en la Tabla 40 se presentan los impuestos estimados.

**Tabla 40: Proyección de impuestos corporativos**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Resultado antes de impuesto	2.284	2.549	2.775	2.951	3.124
Impuesto a las ganancias	617	688	749	797	843
<b>Resultado Neto</b>	<b>1.667</b>	<b>1.861</b>	<b>2.025</b>	<b>2.154</b>	<b>2.280</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 5.5. Estado de resultados proyectado en MUF

Considerando lo anterior, en la Tabla 41 se presenta el Estado de Resultado proyectado.

**Tabla 41: Proyección del Estado de Resultados**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Ingresos ordinarios	80.474	82.377	84.061	85.477	86.871
Costos de Venta	-	-	-	-	-
<b>Resultado Bruto</b>	<b>80.474</b>	<b>82.377</b>	<b>84.061</b>	<b>85.477</b>	<b>86.871</b>
Costos de distribución	-	-	-	-	-
Gastos de administración	-13.558	-13.714	-13.826	-13.888	-13.941
Otros ingresos	458	469	478	486	494
Otros gastos por función	-44.264	-45.311	-46.237	-47.016	-47.783
Otras ganancias (pérdidas)	-	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>23.109</b>	<b>23.820</b>	<b>24.475</b>	<b>25.059</b>	<b>25.641</b>
Depreciación y amortización	-15.764	-16.091	-16.414	-16.732	-17.054
<b>EBIT</b>	<b>7.345</b>	<b>7.730</b>	<b>8.061</b>	<b>8.327</b>	<b>8.587</b>
Ingresos financieros	246	252	257	262	266
Costos financieros	-3.654	-3.741	-3.817	-3.882	-3.945
Diferencia de cambios	-28	-29	-30	-30	-31
Resultado por reajuste	-1.625	-1.663	-1.697	-1.726	-1.754
<b>Resultado antes de impuesto</b>	<b>2.284</b>	<b>2.549</b>	<b>2.775</b>	<b>2.951</b>	<b>3.124</b>
<b>Impuesto a las ganancias</b>	<b>617</b>	<b>688</b>	<b>749</b>	<b>797</b>	<b>843</b>
<b>Resultado Neto</b>	<b>1.667</b>	<b>1.861</b>	<b>2.025</b>	<b>2.154</b>	<b>2.280</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 5.6. Estado de resultados proyectado porcentual

A continuación, en la Tabla 42 se presentan los EERR en términos porcentuales.

**Tabla 42: Proyección del Estado de Resultados**

En %	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Ingresos ordinarios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Costos de Venta	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Resultado Bruto</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
Costos de distribución	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Gastos de administración	-16,85%	-16,65%	-16,45%	-16,25%	-16,05%
Otros ingreso	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%
Otros gastos por función	-55,00%	-55,00%	-55,00%	-55,00%	-55,00%
Otras ganancias (pérdidas)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>EBITDA</b>	<b>28,72%</b>	<b>28,92%</b>	<b>29,12%</b>	<b>29,32%</b>	<b>29,52%</b>
Depreciación y amortización	-19,59%	-19,53%	-19,53%	-19,57%	-19,63%
<b>EBIT</b>	<b>9,13%</b>	<b>9,38%</b>	<b>9,59%</b>	<b>9,74%</b>	<b>9,89%</b>
Ingresos financieros	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%	0,31%
Costos financieros	-4,54%	-4,54%	-4,54%	-4,54%	-4,54%
Diferencia de cambios	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%	-0,04%
Resultado por reajuste	-2,02%	-2,02%	-2,02%	-2,02%	-2,02%
<b>Resultado antes de impuesto</b>	<b>2,84%</b>	<b>3,09%</b>	<b>3,30%</b>	<b>3,45%</b>	<b>3,60%</b>
Impuesto a las ganancias	0,77%	0,84%	0,89%	0,93%	0,97%
<b>Resultado Neto</b>	<b>2,07%</b>	<b>2,26%</b>	<b>2,41%</b>	<b>2,52%</b>	<b>2,62%</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 6. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

A continuación, se van a realizar ajustes al flujo de caja para proyectar el flujo de caja libre y el valor terminal.

### 6.1. Inversión en reposición

Para estimar la inversión en reposición se va a considerar lo mencionado en el punto 4.5.3, correspondiente a la inversión futura informada por MMUS\$ 660 millones para 2022 (MUF 16.800 aprox.), los cuales están destinados principalmente a la inversión de móvil y hogar. Además, se espera que solamente el despliegue de la red 5G en Chile alcance una inversión cercana a MMUS\$ 350 en los próximos años. Dado lo anterior, es que la inversión anual de la empresa se va a considerar igual para todos los años proyectados, dejando la inversión anual total en MUF 16.800, similar a la cifra del 2019 pero inferior a la inversión del 2021.

Dentro de la inversión, se debe considerar inversión en reposición, destinada a responder el uso de activo fijo e intangible. Debido a que los EEFF no señalan directamente la parte de inversión destinada a reposición es que se va a considerar la reinversión histórica, la cual siempre ha sido mayor a la depreciación y amortización, por lo tanto, se va a considerar que la inversión en reposición equivale al 100% de la depreciación y amortización, siendo los montos estimados los presentados en la Tabla 43.

**Tabla 43: Proyección de Inversión en reposición**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Inversión en reposición	15.764	16.091	16.414	16.732	17.054

Fuente: Elaboración propia.

### 6.2. Nuevas inversiones de capital

Considerando lo del punto 6.1 y la inversión final estimada, es que la nueva inversión va a ser la diferencia entre la inversión total y la inversión en reposición, presentando la estimación en la Tabla 44.

**Tabla 44: Proyección de Nueva Inversión**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Nueva Inversión	3. 813	3.813	3.813	3.813	-

Fuente: Elaboración propia.

### 6.3. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

Del punto 4.5.3 pudimos observar que la empresa mantiene un exceso en capital de trabajo, obteniendo RCTON promedio de -2,64%, equivalente a que los pasivos corrientes han sido históricamente mayores que los activos corrientes, por lo que no han requerido invertir de forma adicional en capital de trabajo ya que este es cubierto con proveedores.

A continuación, en la Tabla 45 se presenta el cálculo de capital de trabajo requerido aplicando el promedio de los RCTON.

**Tabla 45: Inversión en Capital de trabajo**

En MUF	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Dic-25	Dic-26
Total Ingresos Ordinarios	80.474	82.377	84.061	85.477	86.871
Crecimiento proyectado	-2.121	-2.172	-2.216	-2.253	-2.290
Inversión en Capital de Trabajo	0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia.

Considerando que la empresa mantiene un exceso de capital de trabajo para la proyección del flujo de caja libre la inversión en capital de trabajo se va a considerar 0.

### 6.4. Flujos de caja libre proyectados

Para calcular el flujo de caja libre se deben ajustar algunas cuentas, como sumar la depreciación y amortización y contrarrestar las cuentas de Ingresos financieros, costos financieros, participación en asociadas, diferencias de cambio y resultados por unidades de reajuste, y así, en primer lugar, obtener el flujo de caja bruto proyectado en la Tabla

46, para posteriormente restar las cuentas proyectadas de inversión en reposición y nuevas inversiones, llegando finalmente al flujo de caja libre proyectado en la Tabla 47.

**Tabla 46: Proyección flujo de caja bruto**

En MUF	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
<b>Ganancias (pérdida)</b>	<b>1.667</b>	<b>1.861</b>	<b>2.025</b>	<b>2.154</b>	<b>2.280</b>
Depreciación y amortización	15.764	16.091	16.414	16.732	17.054
Otros ingresos (después de impuestos)	-334	-342	-349	-355	-361
Ingresos financieros (después de impuestos)	-180	-184	-188	-191	-194
Costos financieros (después de impuestos)	2.668	2.731	2.787	2.834	2.880
Diferencia de cambio (después de impuestos)	21	21	22	22	22
Resultado por reajuste (después de impuestos)	1.186	1.214	1.239	1.260	1.280
<b>Flujos de caja bruto</b>	<b>20.792</b>	<b>21.391</b>	<b>21.950</b>	<b>22.455</b>	<b>22.962</b>

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 47: Proyección flujo de caja libre**

En MUF	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
<b>Flujos de caja bruto</b>	<b>20.792</b>	<b>21.391</b>	<b>21.950</b>	<b>22.455</b>	<b>22.962</b>
Inversión en reposición	-15.764	-16.091	-16.414	-16.732	-17.054
Nueva inversión	-3.813	-3.813	-3.813	-3.813	0
Inversión en capital de trabajo	0	0	0	0	0
<b>Flujos de caja libre</b>	<b>1.215</b>	<b>1.488</b>	<b>1.723</b>	<b>1.911</b>	<b>5.908</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 6.5. Valor terminal

Para el valor terminal se descuenta el flujo de caja libre a perpetuidad proyectado de MUF 5.908 a la tasa de costo de capital (4,83%). Esto nos entrega un valor terminal de la empresa de MUF 125.367.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{5.908}{4,83\%} = \text{MUF } 122.364$$

## 7. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

### 7.1. Valor presente de los flujos de caja libre

En este punto se descuentan los flujos de caja libre a la tasa de costo de capital de 4,83%, obteniendo el valor de estos al cierre 2021. Los resultados se muestran en la Tabla 48, donde el valor presente de los flujos a Dic-21 asciende a MUF 106.922.

**Tabla 48: Valor presente de los flujos de caja libre**

En MUF	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26
Flujos de cajas libre		1.215	1.488	1.723	1.911	5.908
Valor terminal					122.364	
<b>Valor presente FCL</b>		1.159	1.354	1.496	102.913	
<b>Valor presente total</b>	106.922					

Fuente: Elaboración propia.

### 7.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

Considerando la información de los puntos anteriores, se va a calcular el exceso/déficit de capital de trabajo comparando el CTON de 2021 con el de 2022, obteniendo como resultado un déficit de capital de trabajo de MUF 150, presentando en la Tabla 49.

**Tabla 49: Exceso de capital de trabajo**

En MUF	
CTON real al 31 de diciembre de 2021	-150
CTON proyectado al 31 de diciembre de 2022	0
<b>Exceso o Déficit de CTON</b>	<b>-150</b>

Fuente: Elaboración propia.

### 7.3. Activos prescindibles y otros activos

A continuación, en la Tabla 50 se presentan los activos prescindibles a Dic-21, correspondientes a los activos no destinados a la operación del negocio que podrían ser liquidados. Cabe destacar que en la cuenta de otros activos financieros corrientes solo fueron considerados los depósitos a plazo.

**Tabla 50: Activos prescindibles**

En MUF	Dic-21
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	3.504
Otros Activos Financieros	7.979
Corrientes	
Plusvalía	1.525
<b>Total</b>	<b>13.007</b>

Fuente: Elaboración propia.

#### 7.4. Valorización económica de la empresa

Finalmente, considerando el valor presente de los flujos de caja libre, el déficit de CTON, el total de los activos prescindibles y la deuda financiera, la cual se presenta resumida en la Tabla 51, se obtiene, el valor del patrimonio económico de MUF 31.892. Al dividir este valor por el número de acciones en circulación es posible calcular un precio de la acción de UF 0,11, equivalente a \$ 3.273, concluyendo que la acción de Entel S.A estaría subvalorada en un 13.67% al contrastarla con el precio de cotización registrado al 30-12-21 de \$ 2.879.

**Tabla 51: Valorización económica de la empresa**

Al Dic-21	
Valor presente FCL (en M UF)	106.922
Exceso (déficit) CTON (en M UF)	-150
Activos prescindibles u otros activos (en M UF)	13.007
<b>Valor total de activos (en M UF)</b>	<b>119.779</b>
Deuda financiera (en M UF)	87.887
<b>Patrimonio económico (en M UF)</b>	<b>31.892</b>
Número de acciones	302.017.113
Precio acción proyectado (en UF)	0,11
<b>Precio acción proyectado en pesos chilenos (CLP)</b>	<b>3.273</b>
Precio acción real en CLP	2.879
<b>Diferencia de precios (en %)</b>	<b>13,67%</b>

Fuente: Elaboración propia.

## 7.5. Análisis de sensibilidad

En la Tabla 52 se va a realizar un análisis de sensibilidad de las variables críticas, específicamente de la tasa de descuento y el crecimiento de los ingresos, y así conocer el impacto que tendría un aumento o disminución de estas variables ante cambios en los escenarios de la empresa como de la industria.

Es posible observar que los cambios de tasa afectarían de mayor manera que un cambio en la perpetuidad creciente.

**Tabla 52: Análisis de sensibilidad**

	4,41%	4,51%	4,61%	4,71%	4,81%	4,91%	5,01%
-0,03%	3.427	3.172	2.927	2.692	2.466	2.249	2.040
-0,02%	3.640	3.375	3.122	2.878	2.644	2.419	2.203
-0,01%	3.862	3.587	3.324	3.071	2.829	2.596	2.373
0,00%	4.094	3.808	3.535	3.273	3.021	2.780	2.549
0,01%	4.336	4.039	3.754	3.482	3.222	2.972	2.732
0,02%	4.589	4.280	3.984	3.701	3.431	3.171	2.922
0,03%	4.855	4.532	4.224	3.930	3.648	3.379	3.121

Fuente: Elaboración propia.

## 7.6. Análisis de los resultados

Los resultados obtenidos de la valoración por FCD permiten concluir que la acción de Entel S.A. se encontraría subvalorada, estimando un valor de \$ 3.273, lo que equivale a una diferencia de 13,67%. Es importante señalar, que el mercado bursátil chileno presenta un alto descuento, principalmente por la incertidumbre que ha estado presente luego del estallido social y la pandemia. Es por esto, que las acciones en general se estarían transando a valores muy por debajo de lo esperado.

## **8. CONCLUSIÓN**

Esta tesis tuvo por objetivo determinar el valor de Entel S.A. a través de la valoración del precio de su acción al 31 de diciembre de 2021, usando el método de valoración de Flujo de Caja Descontado.

Entel es una compañía líder en el sector telecomunicaciones, que entrega servicios de telefonía móvil y operaciones de redes fijas (incluye datos, integración TI, internet, telefonía local, larga distancia y servicios relacionados), para los segmentos de personas, empresas, corporaciones y mayoristas. La compañía cotiza en la Bolsa de Valores de Santiago bajo el nemotécnico “ENTEL” y cuenta con una capitalización bursátil de MM\$ 869.507 al 31 de diciembre de 2021, siendo una de las mayores sociedades que cotizan en la Bolsa de Santiago y un constituyente del índice local IPSA.

Mediante este trabajo fue posible determinar que la acción de Entel se encontraría subvalorada. Lo anterior, ya que al valorar por el método Flujo de Caja descontando, pudimos encontrar un precio de \$ 3.273. Al compararlo con el precio que tenía el papel a la fecha de valoración, la empresa estaría transando con un descuento de 13,67%, ya que el precio de cierre para el año 2021 fue de \$ 2.879. Cabe destacar que, este método de valoración constituye el único conceptualmente correcto, ya que se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos. Por lo tanto, el valor de las acciones de una empresa proviene de su capacidad para generar flujos para los propietarios de estas, por lo que es importante conocer el posicionamiento en el mercado de la compañía, así como también sus perspectivas de medio y largo plazo. Además, para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. Es por esto que se debe tomar en cuenta la estructura financiera y la tasa impositiva a la que esta afecta la empresa.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

- Bakhat, H. (2019). *Total Fixed Voice Subscription and Revenue Forecast: 2019–24*.
- Bancel, F., & Mittoo, U. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation :Tools and Techniques for Determining the Value*. Wiley Finance.
- Férrnandez, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Barcelona: IESE Business School - Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Fernández, P. (2013). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* Madrid: IESE Business School, University of Navarra.
- GSM Association. (2020). *La Economía Móvil en América Latina 2020*. GSM Association.
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Editorial Lainu.
- Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Pinto, J., Robinson, T., & Stowe, J. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. *Review of Financial Economics*, 37(2), 219-233.
- Research and Markets. (2021). *Telecommunication Services in Chile - Market Summary, Competitive Analysis and Forecast to 2025*. Research and Markets.
- Research and Markets. (2021). *Telecommunication Services in Peru - Market Summary, Competitive Analysis and Forecast to 2025*. Research and Markets.

TelesSemana. (2018). *TeleSemana*. Obtenido de

<https://www.telesemana.com/panorama-de-mercado/peru/>

Tett, D. (2019). *Mobile Broadband Subscription Forecast: 2019–24*.