



**VALORACIÓN EMPRESA NACIONAL DE
TELECOMUNICACIONES**

(ENTEL S.A.)

Mediante método de flujos de caja descontados

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Juan Domeyko André

Profesor Guía: Carlos Maquieira Villanueva

Índice General

Resumen Ejecutivo.....	4
1. METODOLOGÍA.....	5
1.1. Principales métodos de valoración.....	5
1.2. Método de flujos de caja descontados.....	5
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA.....	8
2.1. Reseña Histórica.....	8
2.2. Descripción de Entel S.A.....	10
2.3. Principales Accionistas.....	16
2.4. Estructura Corporativa.....	17
3. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA.....	18
3.1 Estado Actual.....	18
3.2. Regulación y fiscalización.....	19
3.3. Empresas Comparables.....	19
4. ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	24
4.1 Deuda Financiera.....	24
4.2. Patrimonio Económico.....	24
4.3 Valor Económico de la Empresa.....	25
4.4. Estructura de capital objetivo.....	26
5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL.....	27
5.1. Costo de la deuda (K_b).....	27
5.2 Beta de la deuda (β_d).....	27
5.3. Estimación del beta patrimonial ($\beta_p^{c/d}$).....	28
5.4 Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$).....	28
5.5. Beta patrimonial ($\beta_p^{c/d}$) con estructura de capital objetivo.....	29
5.6. Costo patrimonial (K_p).....	29
5.7. Costo de capital (K_0).....	30
6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO.....	31
6.1. Análisis de crecimiento de la empresa.....	31

6.2.	Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa.....	33
6.3.	Análisis del resultado no operacional de la empresa.....	35
6.4.	Análisis de márgenes de la empresa.....	36
6.5.	Análisis de los activos de la empresa.....	37
6.5.1.	Activos operacionales y no operacionales.....	37
6.5.2.	Capital de trabajo operativo neto.....	41
6.5.3.	Inversiones.....	42
6.6.	Análisis de crecimiento de la industria.....	42
7.	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	46
7.1.	Ingresos operacionales proyectados.....	46
7.2.	Costos operacionales proyectados.....	49
7.3.	Resultado no operacional proyectado.....	49
7.4.	Estado de resultados proyectado e impuesto corporativo.....	51
8.	PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE.....	53
8.1	Ajustes EBIT después de impuestos.....	53
8.3.	Nuevas inversiones de capital (CAPEX).....	54
8.4.	Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto.....	54
8.5.	Valor terminal.....	55
8.6.	Flujos de caja libre proyectados.....	55
9.	PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO.....	57
9.1.	Valor presente de los flujos de caja libre.....	57
9.2.	Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto.....	58
9.3.	Activos prescindibles y otros activos.....	58
9.4.	Valorización económica de la empresa.....	58
9.5	Análisis de Sensibilidad.....	59
10.	CONCLUSIÓN.....	61

Resumen Ejecutivo

El siguiente documento tiene como finalidad estimar el valor económico de la empresa Entel S.A mediante el método de valoración denominado flujo de caja descontado al 30 de Junio de 2021. Entel S.A es una compañía que se desarrolla en la industria de la tecnología y las comunicaciones con operaciones en Chile y Perú. Sus principales negocios son internet móvil (33,8% del mercado), internet fijo (6,7% del mercado) y telefonía móvil (31,5% del mercado), posicionándose como una empresa líder de su industria.

Para la valoración de la compañía, fue necesario determinar la estructura de capital objetivo de la empresa, con la finalidad de establecer el nivel de deuda y patrimonio que tendrá la empresa en el futuro. Junto con esto, se calculó el costo de la deuda y el costo patrimonial de Entel S.A, para poder obtener el costo de capital de la empresa (WACC). Por otro lado, se recopiló información financiera y estratégica tanto de la empresa como de la industria para poder estimar los ingresos correspondientes a cada área de negocio que posee Entel S.A. Las otras cuentas contables fueron estimadas como un promedio histórico de los últimos 5 años como porcentaje de los ingresos. De esta manera, una vez obtenidas las proyecciones del estado de resultados, se procede a realizar los ajustes contables y calcular el valor presente de los flujos futuros mediante el método de flujos de caja descontados.

Como resultado, se obtuvo que el patrimonio económico de Entel S.A al 30 de Junio de 2021, es de UF 34.981.159 con un precio de UF 0,116 por acción equivalente a \$ 3.441. El precio de la acción al 30 de Junio de 2021 fue de \$ 4.000 CLP, por lo que la acción presenta un precio de mercado 16,24% superior al precio estimado en este trabajo.

1. METODOLOGÍA

1.1. Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2000). 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 resultados difieren, dado que cada analista o equipo de *research* utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

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

1.2. Método de flujos de caja descontados

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

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración

por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente

como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Fernández, 2000; Damodaran, 2002; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu *et al.*, 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2000).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

2.1. Reseña histórica

- **La era de la voz (1964-1991)**

En 1964 el Ministerio de Hacienda de Chile creó la Empresa Nacional de Telecomunicaciones (Entel). Entel desarrolló una serie de obras bastante adelantadas para su época: una red de microondas que llegó a cubrir la mayor parte del territorio nacional, la primera estación satelital de Latinoamérica en la localidad de Longovilo (1968), y el que por dos décadas fue el edificio más alto de Chile, la Torre Entel (1974), que albergó al Centro Nacional de Telecomunicaciones. La expansión de la red satelital permitió dar cobertura a todo Chile continental en 1985. Dos años después, Entel digitalizó su red de larga distancia nacional e internacional, e inició la década de los 90 desplegando fibra óptica. En esta primera etapa, los servicios de telefonía local de voz representaban cerca del 60% de los ingresos de la industria y el sector participaba con menos de un 2% en la canasta de consumo. Este escenario estaba próximo a cambiar.

- **Expansión e internalización del negocio (1992-2004)**

En 1986 el Estado chileno inició un proceso de privatización, que en el caso de Entel culminó en 1992. Lo anterior, sumado al desarrollo tecnológico y a la globalización, abrió nuevas oportunidades. En 1993 Entel comenzó a expandirse en el exterior con Americatel Corp., que prestaba servicios de larga distancia en Estados Unidos. Un año más tarde, accedió al control de Americatel Centroamérica (ambas empresas serían vendidas más tarde), y el año 2000, arribó a Perú con la creación de Americatel Perú. Entre tanto, en Chile se había establecido el sistema multicarrier. Con su código 123, Entel conservó su posición en larga distancia en este contexto mucho más competitivo. Su ingreso al mercado de la telefonía móvil tuvo lugar por esta misma época, cuando operadores como Entel fueron autorizados para obtener espectro. Fueron años de importantes adelantos tecnológicos para Entel, que introdujo en Latinoamérica la primera

red GSM (1998), la primera red comercial con tecnología ATM (1997) y el primer servicio de banda ancha móvil a través de la plataforma GPRS (2001).

- **Consolidación de segmentos (2005-2014)**

Esta capacidad de innovación llevó a Entel a ampliar su giro en 2005, para ofrecer servicios en tecnologías de la información. En el mundo móvil, la compañía fue el primer operador de Latinoamérica en lanzar comercialmente una red 3G: bajo la marca Entel PCS, en 2006 inauguró su banda ancha móvil. Posteriormente, incursionó en un nuevo segmento de negocios móviles al proveer servicios de infraestructura de redes a operadores móviles virtuales (OMV). Para atender de mejor forma las necesidades de sus clientes, en 2011 la empresa se reestructuró, reuniendo los negocios fijos y móviles. A partir de entonces, sus actividades se organizaron en unidades acordes con los segmentos de mercado: Personas, Empresas y Corporaciones. En el plano internacional, tras adquirir la tercera compañía móvil del Perú (Nextel), en 2014 lanzó la marca Entel Perú, apoyado por la expansión y modernización de las redes existentes.

- **Transformación digital (actual)**

En 2015 la empresa firmó un acuerdo con Ericsson para desarrollar un proyecto de transformación digital orientado a cambiar todas las plataformas de sistemas de Entel. En 2016 fue la primera empresa del país en habilitar una red 4G en la banda 700 MHz. Es la más moderna de la región, con tecnología LTE- Advanced Carrier Aggregation (4G+). Tan solo un año después, alcanzaba cobertura nacional con esta banda y se adjudicaba licencia 700 MHz en Perú, para brindar servicios 4G también en esa nación. Para capitalizar las nuevas herramientas digitales que están revolucionando el sector productivo, como internet de las cosas, big data, analítica avanzada, inteligencia artificial y la tecnología de nube, en 2018 nació Entel Ocean, unidad dedicada al desarrollo de soluciones digitales avanzadas de alto valor para grandes corporaciones. Su preocupación por aportar a la transformación responsable de la sociedad y al desarrollo sustentable lo llevó en 2016 a ser la primera empresa de telecomunicaciones del país en ingresar al Dow Jones Sustainability Index Chile.

2.2. Descripción de Entel S.A

La Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (en adelante “Entel S.A”, es una compañía líder especializada en tecnología y telecomunicaciones con operaciones en Chile y Perú, mercados en los que suman más de 18,2 millones de abonados móviles e ingresos anuales consolidados por \$2.147.484 millones a diciembre de 2020.

Se encuentra constituida como una Sociedad Anónima Abierta, de duración indefinida, sujeta a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Sus acciones se encuentran inscritas en el Registro de Valores de la citada Comisión y se transan en el mercado nacional.

En Chile ofrecen servicios de telefonía móvil y operaciones de redes fijas integradas de datos, voz, TI/digital, internet y servicios relacionados para los segmentos de personas, empresas, corporaciones y mayoristas. En Perú, a través de sus filiales, brindan servicios de telefonía móvil y una oferta de servicios fijos para empresas. En ambos países prestan servicios de call center. Con cada uno de estos productos y servicios, buscan entregar experiencias simples y eficientes, sostenidas en una infraestructura robusta de última generación.

Los negocios de Entel, se pueden agrupar en los siguientes mercados:

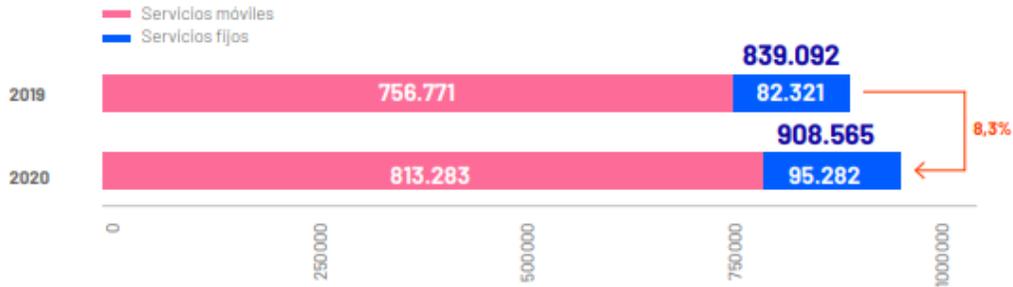
- **Mercado Personas**

Busca entregar una oferta innovadora y distintiva de servicios de voz, datos móviles y valor agregado, además de brindar servicios para el hogar que incluyen internet fijo e inalámbrico, telefonía y televisión.

En el siguiente cuadro se puede ver la evolución de los ingresos para el Mercado Personas entre el año 2019 y 2020:

Cuadro 1. Evolución Ingresos Mercado Personas

Evolución ingresos Mercado Personas
en \$ millones



Fuente: Memoria Integral 2020

Los ingresos móviles del Mercado Personas aumentaron (+ 8,3%) respecto al 2019, impulsados por la expansión del negocio móvil (+ 7,5%) debido a la fuerte recuperación en los ingresos por servicios (+4,8%) y ventas de terminales y accesorios (+17,6%) junto con los ingresos por servicios residenciales (+15,7%). Los ingresos por servicios de línea fija aumentaron, esta expansión fue dada por servicios “Entel Hogar” (+17,3%), impulsado por ingresos de equipos y banda ancha debido a la fuerte demanda de conectividad de alta calidad (+46,5%) junto con servicios de TV paga (+3,3 %) impulsado por IP-TV y compensado en parte por una disminución de la voz fija (-12,4%).

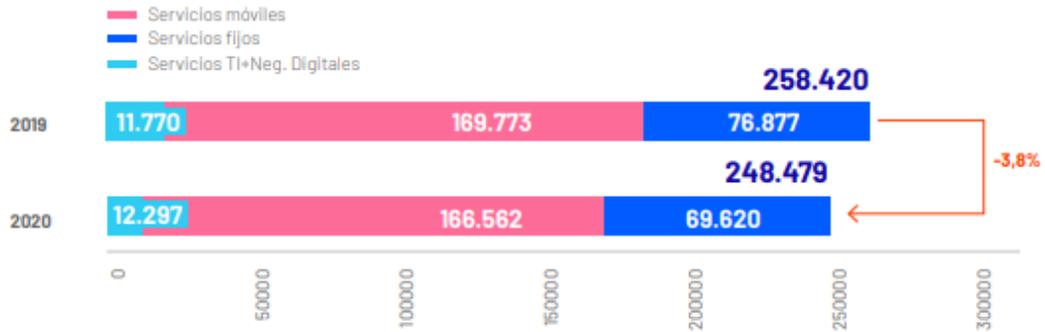
- **Mercado Empresas**

Entel se ha propuesto ser un habilitador de la transformación digital de sus clientes empresas, ofreciendo soluciones flexibles y escalables, que abordan la profunda diversidad de todos los segmentos.

En el siguiente cuadro se puede ver la evolución de los ingresos para el Mercado Empresas entre los años 2019 y 2020:

Cuadro 2. Evolución Ingresos Mercado Empresas

Evolución ingresos Mercado Empresas
en \$ millones



Fuente: Memoria Integral 2020

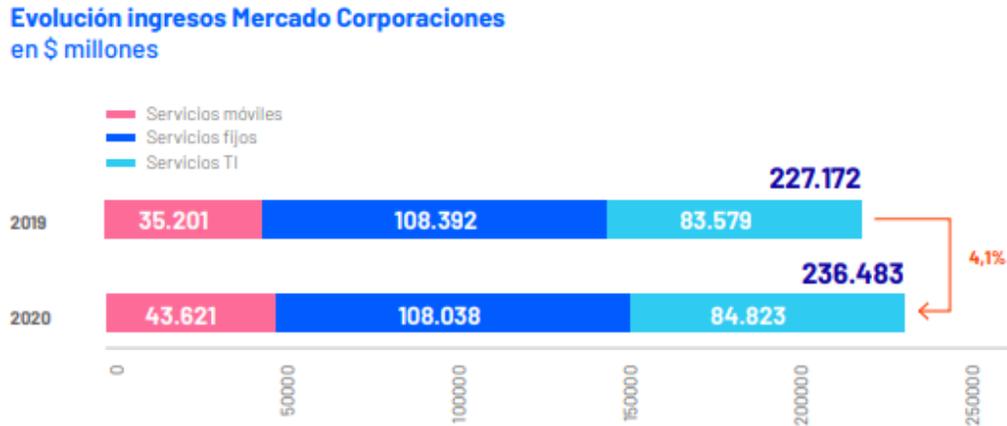
Los ingresos del segmento se vieron impactados disminuyendo (3,8%) por la menor movilidad y la coyuntura económica afectando a las empresas, especialmente en el segmento de PYMES, principalmente en los servicios fijos. Los ingresos fijos bajaron 7,6% durante el año 2020 principalmente asociados con menores ingresos (9,4%) en servicios de voz, datos e Internet y en parte compensado por un aumento en los servicios TI / digitales (+4,5%) por mayores ventas de servicios en la nube y ciberseguridad. Respecto a los servicios móviles estos cayeron (1,9%), principalmente asociado a menores ingresos de servicios (7,1%).

- **Mercado Corporaciones**

La empresa cuenta con una amplia oferta que abarca servicios móviles, de red fija, de tecnologías de la información (TI) y digitales. Cuenta con más de 500 clientes, que corresponden a grandes empresas e instituciones del país, con los cuales actúan como socios estratégicos. La misión de Entel Corporaciones es ayudarlos a integrar soluciones tecnológicas que contribuyan al núcleo de sus actividades y aporten a los resultados de sus negocios.

En el siguiente cuadro se pueden ver la evolución de los ingresos para el Mercado Corporaciones entre los años 2019 y 2020:

Cuadro 3. Evolución Ingresos Mercado Corporaciones



Fuente: Memoria Integral 2020

Los ingresos crecieron un 4,1% respecto a 2019, explicado por un importante aumento en ingresos móviles principalmente asociado a un crecimiento en ingresos de servicios (+31,2%) como resultado de la expansión de la base de clientes (+23,5%) en línea con mayores capturas de grandes clientes, programa afinidad y requerimientos en industria educacional y salud. Los servicios fijos aumentaron levemente (+0,5%)

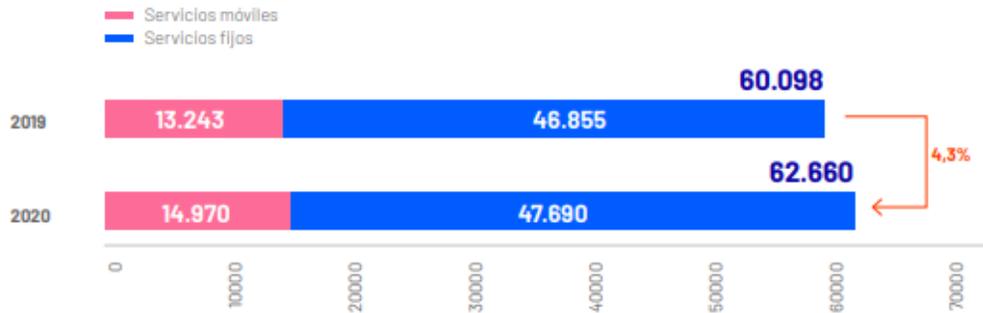
- **Mercado Mayorista**

El trabajo de esta unidad se orienta a satisfacer las necesidades de los operadores de telecomunicaciones nacionales e internacionales, a través del arriendo de servicios de red fija y móvil en zonas donde necesiten complementar su cobertura o no cuentan con cobertura propia.

En el siguiente cuadro se puede ver la evolución de los ingresos para el Mercado Mayorista entre los años 2019 y 2020:

Cuadro 4. Evolución Ingresos Mercado Mayorista

**Evolución ingresos Mercado Mayorista
en \$ millones**



Fuente: Memoria Integral 2020

Los ingresos del Mercado Mayoristas aumentaron un 4,3% en 2020, empujados principalmente por crecimiento de los ingresos de servicios de roaming nacional con otros operadores y en parte compensado por menores ingresos de arriendo de infraestructura.

- **Telefonía Móvil y Fija Perú**

Entel S.A cuenta en Perú con una amplia oferta de servicios dirigidos a personas, empresas de todos los tamaños y corporaciones. Sus servicios se dividen en dos grandes categorías para cubrir diferentes necesidades: Personas y Empresas.

En el siguiente cuadro se puede ver la evolución de los ingresos para el Mercado Personas y Empresas de Perú entre los años 2019 y 2020:

Cuadro 5. Evolución Ingresos Mercado Personas y Empresas Perú



Fuente: Memoria Integral 2020

En Perú, los ingresos en moneda local ascendieron a USD \$825,9 millones, disminuyendo un 8,7% respecto al año 2019 caída que es explicada por la mayor venta de torres efectuada en diciembre de 2019 respecto de las ventas en el 2020 (1.089 torres vs 124). Ajustando por este efecto, los ingresos ordinarios alcanzaron USD \$ 811,3 millones aumentando un 1,6%, debido a una positiva evolución de los ingresos móviles por servicio (+7,3%), producto del crecimiento de la base de abonados de postpago y al mayor nivel de recargas en los servicios de prepago. Además, los ingresos móviles por equipos caen (-10,8%), asociado en parte a las restricciones de movilidad producto de la pandemia.

A continuación se puede ver en resumen las principales cifras asociadas al negocio por países y rubros donde opera:

Cuadro 6. Ingreso y EBITDA Entel S.A

En miles de UF (MUF)	Ingresos	% de los Ingresos	EBITDA	% del EBITDA
Chile	47.936,40	46,32%	17.908,63	75,86%
Personas	31.254,02	30,20%	11.629,48	49,26%
Empresas	8.547,53	8,26%	3.675,76	15,57%
Corporaciones	8.134,85	7,86%	2.603,39	11,03%
Perú	23.397,32	22,61%	3.564,08	15,10%
Telefoni Movil y Fija	23.397,32	22,61%	3.564,08	15,10%
Otros Negocios	32.150,80	31,07%	2.133,61	9,04%
Total	103.484,52	100,00%	23.606,32	100,00%

Fuente: Estados Financiero Entel S.A

2.3. Principales accionistas

A continuación se presenta una tabla con los 12 principales accionistas de Entel S.A.:

Cuadro 7. Principales accionistas Entel S.A

Nombre (Apellido paterno, materno, nombres)	Número de acciones suscritas	Número de acciones pagadas	% de propiedad (*)
INV ALTEL LTDA	165.674.102	165.674.102	54,86%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE STATE STREET	9.644.712	9.644.712	3,19%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE CITI NA NEW YORK CLIE	9.543.762	9.543.762	3,16%
AFP HABITAT S A PARA FDO PENSION C	7.405.162	7.405.162	2,45%
BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	6.915.291	6.915.291	2,29%
BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	6.022.320	6.022.320	1,99%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	5.569.667	5.569.667	1,84%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	5.263.738	5.263.738	1,74%
BANCHILE CORREDORES DE BOLSA S A	3.911.965	3.911.965	1,30%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION B	3.828.394	3.828.394	1,27%
AFP HABITAT S A FONDO TIPO A	3.801.329	3.801.329	1,26%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	3.766.897	3.766.897	1,25%

Fuente: CMF

La presencia bursátil registrada por las acciones de Entel S.A. durante el año 2020 alcanzó al 100%. Al 31 de diciembre de 2020, el capital social de Empresa Nacional de

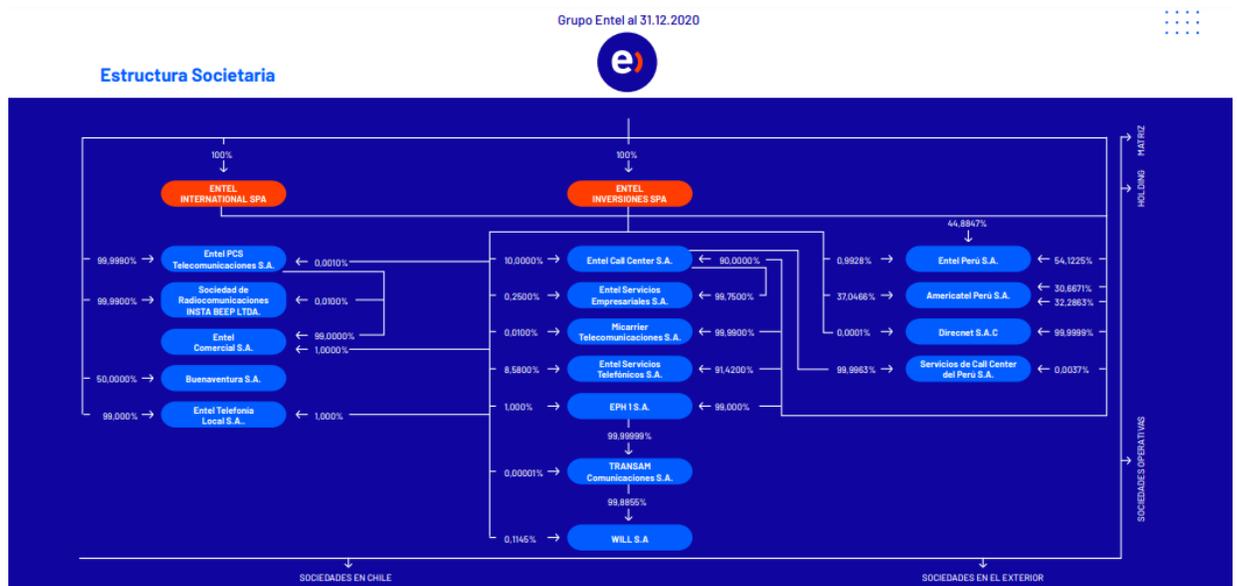
Telecomunicaciones S. A. se distribuye en 302.017.113 acciones de única serie, totalmente suscritas y pagadas por sus 1.956 accionistas.

El único socio controlador de Entel S.A corresponde a sociedad Inversiones Altel Ltda., que es propietaria de 165.674.102 acciones que representan un 54,8559% de la propiedad de Entel. Por su parte, Inversiones Altel Ltda. está constituida por las sociedades Almendral Telecomunicaciones S. A., cuya participación es de un 99,9917% y Almendral S.A., con una participación de 0,0083% y donde Almendral Telecomunicaciones S.A. pertenece en un 100% a Almendral S.A. Esta última, posee un grupo controlador que posee el 78,42% de las acciones y un grupo minoritario con el otro 21,58%. Los principales controladores corresponden al Grupo Matte (32,59%), Grupo Fernández León (12,14%), Grupo Hurtado Vicuña (10,77%), Grupo Consorcio (9,8%), Grupo Izquierdo Menéndez (7,99%) y Grupo Gianoli (5,13%).

2.4. Estructura Corporativa

A continuación se presenta la estructura societaria de Entel S.A:

Cuadro 8. Estructura Organizacional Entel S.A



Fuente: Memoria Integral 2020 Entel.S.A

3. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

3.1. Estado actual

La industria de la tecnología y las comunicaciones está compuesta principalmente por tres grandes negocios: internet móvil, internet fijo y telefonía móvil. Según cifras del tercer trimestre de 2020 recopiladas por la Subtel, el sector llegó a 54 millones de servicios de telecomunicaciones en septiembre de 2020, lo que se traduce en 2,8 servicios por habitante. Actualmente, el mayor desafío de la industria recae en las nuevas tecnologías. En noviembre de 2020 se abrió la licitación para adjudicar en Chile las cuatro bandas que permitirán la implementación de la tecnología 5G, sucesora del actual estándar 4G. La quinta generación de telefonía móvil es 100 veces más rápida, ofrece una capacidad mil veces mayor y reduce al mínimo la latencia. Se espera que alcance su máximo potencial en los próximos cinco a diez años

A continuación se presenta una tabla comparativa con los diferentes rubros dentro de la industria de tecnología y telecomunicaciones:

Cuadro 9: Servicios de la Industria

Servicio	Unidad	3T-2019	3T-2020	Variación interanual
Internet Fija	Miles	3.432,00	3.696,00	7,70%
Internet móvil (3G+4G)	Miles	18.464,00	19.795,00	7,20%
4G	Miles	15.932,00	17.699,00	11,10%
Internet móvil (tráfico)	Miles de Tera Bytes	1.535,00	2.128,00	38,60%
Telefonía fija	Miles	2.824,00	2.597,00	-8,00%
Telefonía móvil	Miles	25.489,00	24.619,00	-3,40%
TV de pago	Miles	3.266,00	3.238,00	-0,90%
Larga distancia internacional	Millones de minutos	19,90	10,30	-48,30%

Fuente: Memoria Integral 2020

3.2. Regulación y fiscalización

Por otro lado, la regulación tiene una incidencia relevante en la industria de las telecomunicaciones. Por eso, es necesario un adecuado seguimiento de la normativa que regula al sector, en especial de la Ley General de Telecomunicaciones (N°18.168) y su normativa complementaria, principales instrumentos reguladores de la industria. Los principales aspectos que contempla esta ley se fundamentan en tres grandes pilares:

- Acceso y concesiones: Se establece como principio general un régimen de acceso libre e igualitario a las telecomunicaciones, en el que cualquier persona puede optar a concesiones y permisos.
- Interconexión: Es obligatoria la interconexión entre los servicios públicos e intermedios de telecomunicaciones que prestan distintas compañías.
- Proceso tarifario: La fijación de precios y tarifas a público para aquellas prestaciones que principalmente se otorgan en las interconexiones son fijados libremente por el proveedor del servicio, salvo calificación del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) en los casos expresamente contemplados en la ley.

Las principales autoridades encargadas de velar por el buen funcionamiento de la industria son la Subsecretaría de Telecomunicaciones (Subtel), el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo y Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones, la Fiscalía Nacional Económica (FNE) y el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC)

3.3. Empresas comparables

Las principales empresas comparables que encontramos en el mercado son: Movistar, Claro, Wom y VTR. Estas pueden variar dependiendo del negocio, tal como se muestra a continuación:

- **Internet Móvil:**

Cuadro 10. Principales Actores Internet Móvil

Principales actores

Internet Móvil (conexiones 3G+4G)
Conexiones por Empresa y Participación de Mercado



Fuente: Memoria Integral 2020

Los accesos móviles (3G+4G) totalizaron 19,79 millones a septiembre 2020, un 7,2% más que en el mismo mes de 2019, aumento impulsado por el desarrollo de la tecnología 4G, que desde 2017 supera a la 3G en conexiones. A septiembre de 2020, la 4G alcanzaba 17,7 millones, un 11,1% más que en el mismo mes de 2019 (1.767 mil nuevos accesos en un año), representando el 89,4% de los accesos de internet móvil.

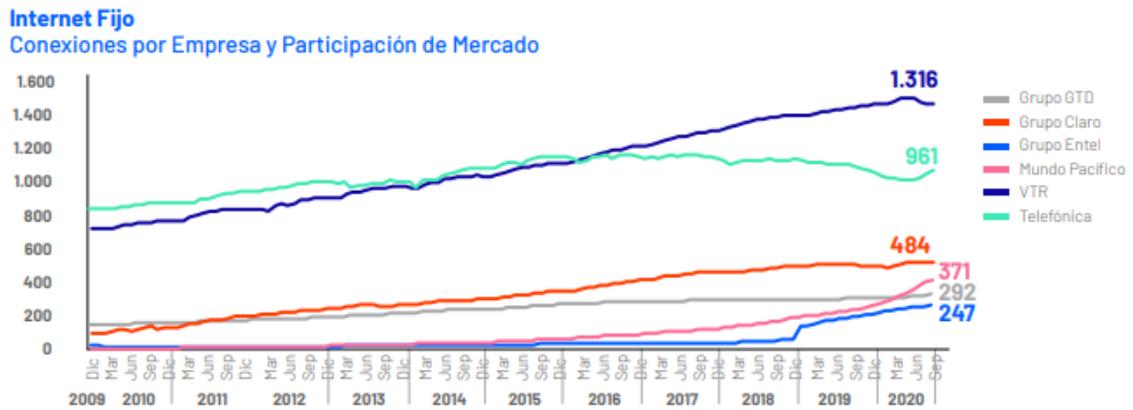
Cuadro 11. % de Participación por Empresas en Internet Móvil

% Particip. Conexiones 3G+4G	Sep 19	Sep 20
Movistar	22,8%	21,7%
Entel	31,7%	33,8%
Claro	21,2%	17,6%
Wom	21,9%	24,7%
VTR Móvil	1,5%	1,4%
Virgin	0,8%	0,7%
Otros	0,1%	0,1%

Fuente: Memoria Integral 2020

- **Internet Fijo**

Cuadro 12. Principales Actores Internet Fijo



Fuente: Memoria Integral 2020

Los accesos fijos llegaron a 3,69 millones en septiembre de 2020, un alza de 7,7% respecto a septiembre de 2019. Su penetración general fue de 19,9 accesos por cada 100 habitantes, 1,1% más que el año anterior, alcanzando el 58,8% de los hogares. Continuó creciendo la fibra óptica, que ya cubre un 36,9% de las conexiones fijas, aunque la tecnología HFC sigue siendo la mayoritaria con el 49,6%, en tanto que la ADSL llega a 7,2%.

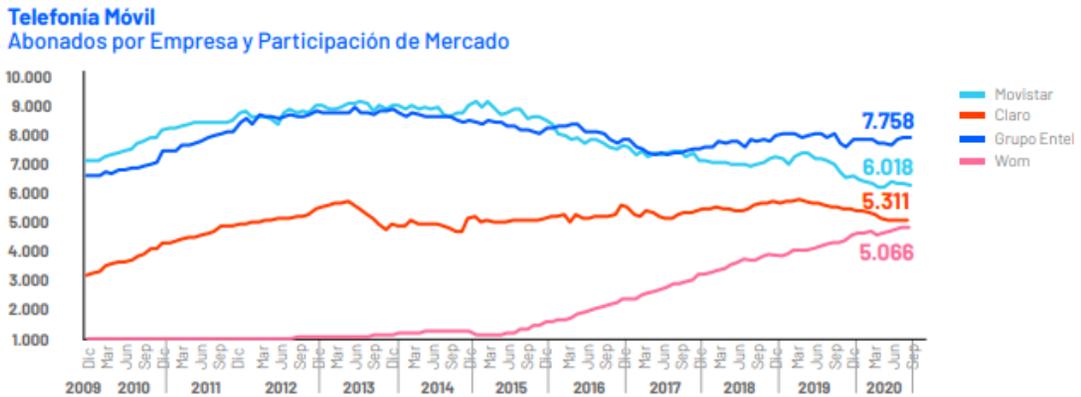
Cuadro 13. % de Participación por Empresas en Internet Fijo

Participación de mercado(*)	Sep 19	Sep 20
Movistar	28,6%	26,0%
VTR	38,0%	35,6%
Claro	13,6%	13,1%
Grupo GTD	7,9%	7,9%
Mundo Pacifico	6,1%	10,0%
Entel	5,2%	6,7%
Otros	0,6%	0,7%

Fuente: Memoria Integral 2020

- **Telefonía Móvil**

Cuadro 14. Principales Actores Telefonía Móvil



Fuente: Memoria Integral 2020

Chile alcanzó en septiembre de 2020 una penetración de 126,2 abonados por cada 100 habitantes, con un total de 24,6 millones. Es destacable el aumento que experimentó el tráfico acumulado de voz, que subió un 21,6% entre septiembre de 2019 y septiembre de 2020. También siguieron creciendo los abonados de contrato, que en el tercer trimestre de 2020 representaron el 56,2% del total, superando por segundo año al prepago.

Cuadro 15. % de Participación por Empresas en Telefonía Móvil

Participación de mercado	Sep 19	Sep 20
Movistar	26,5%	24,4%
Entel	31,1%	31,5%
Claro	23,0%	21,6%
Virgin	0,8%	0,6%
Wom	17,3%	20,6%
VTR Móvil	1,1%	1,1%
Otros	0,2%	0,2%

Fuente: Memoria Integral 2020

4. ESTRUCTURA DE CAPITAL

4.1. Deuda financiera

La deuda financiera corriente de Entel disminuyó entre el 2017 y el 2021 un 12,6% principalmente por la amortización de sus bonos de corto plazo y préstamos que devengan intereses.

Por otro lado, los pasivos financieros no corrientes disminuyeron en un 9,8% para el mismo periodo. Sus principales disminuciones recaen en los bonos de largo plazo, derivados y préstamos que devengan intereses.

Cuadro 16. Deuda Financiera Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2016	2017	2018	2019	2020	2021 S1
Deuda Financiera Corriente	647,34	612,46	654,17	705,92	663,14	1.448,34
<i>Préstamos que Devengan Intereses</i>	<i>17,78</i>	<i>41,39</i>	<i>28,85</i>	<i>17,83</i>	<i>22,07</i>	<i>807,23</i>
<i>Obligaciones con tenedores de Bonos</i>	<i>629,55</i>	<i>571,08</i>	<i>625,32</i>	<i>688,09</i>	<i>641,07</i>	<i>641,11</i>
Deuda Financiera No Corriente	59.755,59	58.478,26	64.919,12	69.484,75	63.647,22	62.872,53
<i>Préstamos que Devengan Intereses</i>	<i>7.546,61</i>	<i>10.615,01</i>	<i>12.961,14</i>	<i>6.027,53</i>	<i>3.791,86</i>	<i>2.967,88</i>
<i>Obligaciones con tenedores de Bonos</i>	<i>52.208,98</i>	<i>47.863,25</i>	<i>51.957,99</i>	<i>63.457,22</i>	<i>59.855,36</i>	<i>59.904,65</i>
Deuda Financiera Total	60.402,92	59.090,72	65.573,30	70.190,67	64.310,36	64.320,87

Fuente: Estados Financiero Entel S.A.

4.2. Patrimonio económico

Durante los años 2017 y 2018, Entel logró mantener una participación de mercado estable y líder en la portabilidad neta de suscripción sobre todos los participantes de la industria. Sin embargo, durante el año 2018, se produjo un escenario global inestable provocado por la guerra comercial entre Estados Unidos y China lo cual afectó el crecimiento del país y que se extendió durante el 2019. Adicionalmente, ese año, se desata el estallido social en el país, lo que afectó a la economía nacional, creciendo menos que las proyecciones esperadas. Lo ocurrido significó para Entel que 27 tiendas, a lo largo de todo Chile, resultaran con algún daño en su infraestructura. Esto generó

que la acción cerrara el año bajo lo esperado. Luego el año 2020, la pandemia sanitaria causo el cierre de tiendas y call centers lo que afectó la actividad y la calidad de atención durante un tiempo, requiriendo de una gran adecuación en la operación de estos. Por otra parte, los negocios fijos del segmento Empresas en Chile se vieron muy afectados, situación que ocurrió de manera más pronunciada en las pequeñas empresas y ciertos rubros puntuales. Esto explica la baja que experimento el precio de la acción al cierre del año 2020 y que perdura actualmente.

A continuación se muestra en detalle el precio de las acciones al cierre de cada año:

Cuadro 17. Patrimonio Económico Entel S.A

En UF	2016	2017	2018	2019	2020	2021 S1
Número de acciones	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113	302.017.113
Precio de la acción	0,270	0,258	0,195	0,189	0,152	0,136
Total patrimonio económico	81.464.903	77.910.045	58.955.469	57.053.725	45.805.928	41.068.870
Total patrimonio económico (MUF)	81.465	77.910	58.955	57.054	45.806	41.069

Fuente: Estados Financiero Entel S.A

4.3. Valor económico de la empresa

A continuación se muestra en detalle el valor económico de Entel S.A de los últimos 5 años:

Cuadro 18. Valor Económico Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2016	2017	2018	2019	2020	2021 S1
Valor deuda financiera (B)	60.403	59.090,72	65.573,30	70.190,67	64.310,36	64.320,87
Patrimonio económico (P)	81.465	77.910,05	58.955,47	57.053,72	45.805,93	41.068,87
Valor económico de la empresa (V)	141.867,82	137.000,77	124.528,77	127.244,39	110.116,29	105.389,74

Fuente: Estados Financiero Entel S.A

4.4. Estructura de capital objetivo

La estructura de capital histórica de Entel S.A durante los últimos cinco años ha mostrado una tendencia alcista de la deuda, y por ende, una baja de su patrimonio. Por su parte, la estructura de capital objetivo fue calculada como un promedio de los últimos cuatro años. El primer semestre del año 2021 no fue considerado debido a la fuerte tendencia hacia la deuda que la crisis sanitaria COVID 19 viene afectando a Entel S.A. Como consecuencia, se optó por utilizar un criterio más conservador, pero al mismo tiempo representativo, ya que se incluyen los años 2019-2020, donde ya se incorpora este shock. Lo anterior se muestra en la siguiente tabla:

Cuadro 19. Valor Económico Entel S.A

En %	2017	2018	2019	2020	E.C. Histórica	E.C. Objetivo
B/V	43,80%	52,76%	55,30%	58,53%	52,60%	52,60%
P/V	56,20%	47,24%	44,70%	41,47%	47,40%	47,40%
B/P	77,95%	111,69%	123,69%	141,12%	113,61%	113,61%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

5.1. Costo de la deuda (K_b)

El costo de la deuda para Entel S.A fue calculado utilizando la información financiera respecto a los bonos emitidos por la empresa. El criterio para seleccionar el instrumento financiero fue el tiempo al vencimiento, donde se encuentra que aquel con mayor madurez corresponde al bono BENTE-M, emitido el día 30 de mayo de 2014 con un plazo de 15 años. Este se transa en UF y posee una tasa de mercado (TIR) al día 30 de junio de 3,15%.

$$K_b = 3,15\%$$

5.2. Beta de la deuda (β_d)

Para calcular el beta de la deuda, se considera como tasa libre de riesgo un bono del gobierno de Chile con la misma madurez. En este sentido, se utiliza la tasa al 30 de Junio de 2021 para un bono de tesorería en UF con vencimiento de 15 años, donde la tasa asciende a 1,9%. Por su parte, se utiliza un premio por riesgo de mercado, obtenido de Damodaran, equivalente a 6,2%. Mediante CAPM se obtiene el beta de la deuda como se detalla a continuación:

$$K_b = R_f + \beta_d \cdot PRM$$

$$K_b = 3,05\%$$

$$3,15\% = 1,9\% + \beta_d \cdot 6,7\%$$

$$\beta_d = 0,187$$

5.3. Estimación del beta patrimonial ($\beta\rho^{c/d}$)

Para calcular el beta patrimonial, se obtuvieron los precios semanales de la acción de Entel S.A desde el 1 de julio de 2019 al 30 de junio de 2021 y los precios del índice más representativo (IGPA) para este mismo periodo de tiempo. Estos se utilizaron en la siguiente regresión:

$$(R_{t,i} = \alpha + \beta\rho^{c/d} * R_{t,m} + \varepsilon_{t,i})$$

$$\beta\rho^{c/d} = 1,167$$

Luego, se realiza el ajuste del beta por medio de la siguiente ecuación

$$\beta\rho^{c/d} = 0,33 + 0,67 * 1,167$$

$$\beta\rho^{c/d} = 1,112$$

Cuadro 20. Resumen Regresión Entel S.A

2021 S1	
Beta	1,167
Beta Ajustado	1,112
P-Value	0
N Observaciones	104
R2	58%
Presencia Bursatil	100%

Fuente: Elaboración Propia

5.4. Beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$)

Para calcular el beta patrimonial sin deuda, se desapalanca el beta patrimonial con deuda calculado previamente. La estructura de capital utilizada se calculó como el promedio de los años 2019, 2020 y 2021 S1 ya que el $\beta_p^{c/d}$ obtenido previamente se obtuvo utilizando los rendimientos de esos años.

Cuadro 21. Estructura de Capital Histórica y Objetiva Entel S.A

En %	2019	2020	2021S1	E.C. Histórica
B/V	55,30%	58,53%	61,02%	54,28%
P/V	44,70%	41,47%	38,98%	45,72%
B/P	123,69%	141,12%	156,53%	122,20%

Fuente: Elaboración Propia

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

$$1,112 = \beta_p^{s/d} \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 1,4057] - 0,187 \cdot (1 - 0,27) \cdot 1,4057$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,644$$

5.5. Beta patrimonial ($\beta_p^{c/d}$) con estructura de capital objetivo

Para calcular el beta patrimonial con deuda, se utiliza la estructura de capital objetiva calculada y fundamentada previamente en el ítem 4.4:

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

$$\beta_p^{c/d} = 0,644 \cdot [1 + (1 - 0,27) \cdot 1,1361] - 0,187 \cdot (1 - 0,27) \cdot 1,1361$$

$$\beta_p^{c/d} = 1,023$$

5.6. Costo patrimonial (K_p)

Para la estimación del costo patrimonial de largo plazo se ha utilizado una tasa libre de riesgo más larga. Esta corresponde a un bono de tesorería en UF con vencimiento a 30 años, cuya tasa asciende a 2,25% al 30 de Junio de 2021. Para este caso se utiliza un premio por riesgo de mercado de 6,4% ya que la tasa libre de riesgo es menor a la utilizada para calcular la deuda. El costo patrimonial se calculó mediante CAPM por medio de la siguiente ecuación:

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} \cdot PRM$$

$$K_p = 0,0225 + 1,023 \cdot 0,064$$

$$K_p = 8,8\%$$

5.7. Costo de capital (K_0)

El costo de capital se calculó mediante la ecuación propuesta en la Preposición III del modelo de Modigliani y Miller (M&M 1963), presentada a continuación:

$$K_0 = K_p \cdot \frac{P}{V} + K_b \cdot (1 - t_c) \cdot \frac{B}{V}$$

$$K_0 = 0,088 \cdot 0,4766 + 0,0315 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,5234$$

$$K_0 = 5,4\%$$

6. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

6.1. Análisis de crecimiento de la empresa

Alineado con la estructura organizacional, para efectos de información financiera por segmentos, y conforme a sus respectivas magnitudes de ingresos y resultados, se distinguen los siguientes segmentos: “Personas”, “Empresas”, “Corporaciones”, “Telefonía Móvil y Fija Perú” y “Todos los demás segmentos”.

Los factores que han servido para identificar cada segmento se relacionan con funciones operacionales separadas para cada segmento de mercado, en lo que se refiere a desarrollo e innovación de productos, precios, marketing, ventas y servicio al cliente. De igual forma, se considera su demanda sobre las disponibilidades de infraestructura técnica común y de servicios compartidos.

En el siguiente cuadro se muestra la variación de los ingresos por segmentos anualmente. El año 2021 considera hasta el 31 de junio.

Cuadro 22. Ingresos Ordinarios por Segmentos Entel S.A

Miles de UF (MUF)	2017	2018	2019	2020	2021 S1
Personas	33.236,80	31.243,90	29.639,47	31.254,02	17.567,05
Empresas	10.965,40	10.208,93	9.128,25	8.547,53	4.408,11
Corporaciones	8.461,34	8.155,29	8.024,46	8.134,85	3.896,03
T.Móvil Perú	17.560,64	17.741,30	24.940,91	23.397,32	12.455,75
Otros Negocios	29.388,34	31.768,55	34.110,87	32.150,80	16.004,35
Total Ingresos Ordinarios	99.612,52	99.117,97	105.843,96	103.484,52	54.331,30

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

El segmento “Personas” está representado por personas naturales, usuarias terminales de los servicios y equipos transados. Servicios relevantes del segmento, son los de

telefonía móvil voz, datos y equipos, larga distancia internacional, internet, telefonía fija y fija inalámbrica y televisión, estos últimos asociados al segmento Hogar.

Por su parte, el segmento “Empresas”, corresponde generalmente a personas jurídicas, en las cuales los bienes y servicios adquiridos son utilizados en sus procesos productivos, o bien comercializados. Servicios relevantes del segmento corresponden a telefonía móvil voz, datos y equipos, datos, internet, arriendo de redes y telefonía local, TI, servicios digitales y de ciberseguridad.

El segmento “Corporaciones” tiene similares características al segmento “Empresas”, pero referido a grandes empresas, públicas o privadas, organismos estatales, Bancos y todo tipo de organizaciones de gran tamaño. Servicios relevantes del segmento son los de telefonía móvil voz, datos y equipos, TI, telefonía local, internet, servicios digitales y de ciberseguridad.

El segmento “Telefonía Móvil y Fija Perú”, corresponde a los servicios de telefonía móvil y fija (larga distancia, negocios de tráfico, redes integradas de voz, datos e Internet, conjuntamente con los servicios de TI), prestados a través de las filiales Entel Perú S.A, Americatel Perú y Direcnet tanto a personas como empresas.

El segmento “Otros Negocios” corresponde básicamente a servicios de infraestructura de redes prestados a otras empresas operadoras de telecomunicaciones, tanto nacionales como internacionales y negocios de tráfico

A continuación se presenta el crecimiento porcentual de uno año respecto al otro. Para el caso de 2021 y 2020 se compara las cifras equivalentes al mes de Junio.

Cuadro 23. Variación Anual de Ingresos Ordinarios Entel S.A

Crecimiento % por Negocio	18 vs 17	19 vs 18	20 vs 19	21 vs 20
Personas	-6,00%	-5,14%	5,45%	23,99%
Empresas	-6,90%	-10,59%	-6,36%	7,86%
Corporaciones	-3,62%	-1,60%	1,38%	4,39%
T.Móvil Perú	1,03%	40,58%	-6,19%	18,91%
Otros Negocios	8,10%	7,37%	-5,75%	5,09%
Total Ingresos Ordinarios	-0,50%	6,79%	-2,23%	13,92%

Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo a la tabla, se puede observar que el año 2019 fue de gran crecimiento para Entel, sobre todo en el segmento de Telefonía Móvil Perú. Por otro lado, se puede apreciar que para junio del año 2021 ha habido un significativo crecimiento respecto a junio del 2020. Esto se debe principalmente al positivo avance en relación a la pandemia sanitaria que está experimentando Chile y el mundo.

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

Dentro de los costos y gastos operacionales de ENTEL, podemos identificar tres grandes cuentas principalmente: **Gasto por beneficio a empleados, Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto y Otros Gastos**. Estos corresponden al 77,75% del total de los gastos operacionales. La cuenta Depreciaciones y Amortizaciones, aporta el otro 22,25% restante de los costos operacionales. A continuación se detallaran cada uno de estos costos y sus respectivas cuentas:

- **Gasto por beneficio a empleados**

Este gasto corresponde a todos los desembolsos que se realizan para los empleados de Entel S.A. Dentro de los gastos operacionales, los gastos por beneficio a empleados corresponden a un 12,45% del total. El desglose de este gasto se muestra a continuación:

- Sueldos y Salarios
- Beneficios a Corto Plazo a los Empleados
- Gasto por Obligación por Beneficios Post-Empleo
- Beneficios por Terminación
- Otros Gastos de Personal

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

Las pérdidas por deterioro de Entel S.A corresponden a un 4,2% de los gastos operacionales totales. A continuación se presenta el desglose:

- Pérdidas por Deterioro, Propiedades, Planta y Equipo
- Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Cuentas por Cobrar Comerciales

- **Otros Gastos**

Otros gastos corresponden a un 61,1% de los gastos operacionales totales. A continuación se presenta el desglose:

- Publicidad, Comisiones y Costo de Venta Equipos
- Arriendos y Mantenciones
- Otros
- Cargos de Acceso y Participaciones a Corresponsales
- Outsourcing y Materiales
- Servicios Profesionales y Consultoría
- Participaciones a Otros Operadores de Servicios
- Participaciones a Otros Operadores de Servicios

- **Gasto por Depreciación y Amortización**

Los gastos por depreciación y amortización corresponden a un 22,25% sobre los gastos operaciones totales. A continuación se presenta el desglose:

- Activos Intangibles
- Propiedad Planta y Equipo
- Arrendamientos

A continuación se muestran los costos/gastos operacionales históricos de Entel S.A:

Cuadro 24. Gastos/Costos Operacionales Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2017	2018	2019	2020	2021 S1
Gastos por Beneficios a los Empleados	-9.297,79	-9.437,55	-9.189,99	-8.826,25	-4.302,22
Gasto por Depreciación y Amortización	-11.786,92	-12.028,16	-14.929,44	-16.079,48	-7.722,64
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-19,44	-2.488,03	-2.477,30	-2.741,08	-1.439,57
Otros Gastos	-45.550,35	-42.507,13	-38.879,43	-38.916,43	-21.104,52

6.3. Análisis del resultado no operacional de la empresa

Dentro del resultado no operacional de la empresa, encontramos cuatro grandes cuentas: **Ingresos Financieros, Costos Financieros, Diferencias de Cambio y Resultados por Unidades de Reajuste**. Todas estas cuentas son de carácter recurrente, a continuación se presenta cada una de estas cuentas con su respectivo desglose:

- **Ingresos Financieros**
 - Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado
 - Coberturas de Tasas de Interés (CCS)

- **Costos Financieros**
 - Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado
 - Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado
 - Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo
 - Coberturas de Tasas de Interés (CCS)
 - Gasto por Intereses, Arrendamientos
 - Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo
 - Gasto por Intereses, Otros
 - Otros Costos Financieros

- **Diferencias de Cambio**
 - Otros Activos
 - Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar
 - Obligaciones con el Público - Bonos
 - Préstamos que Devengan Intereses
 - Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FW)
 - Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS)
 - Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FW)
 - Otros Pasivos

- **Resultados por unidades de reajuste**
 - Otros Activos
 - Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)
 - Obligaciones con el Público - Bonos
 - Otros Pasivos

A continuación se presenta un cuadro con la información histórica respectiva de las cuentas no operacionales de Entel S.A.:

Cuadro 25. Cuentas No Operacionales Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2017	2018	2019	2020	2021 S1
Ingresos Financieros	195,00	68,55	308,97	374,76	37,19
Costos Financieros	-2.986,62	-2.819,12	-3.446,10	-3.527,17	-1.555,25
Diferencia de Cambio	-260,23	-36,07	160,77	-3,96	-73,48
Resultados por Unidades de Reajuste	-358,25	-593,79	-686,90	-920,47	-717,43
Ganancias (Perdidas) No Operacionales	-3.410,10	-3.380,42	-3.663,26	-4.076,84	-2.308,97

Fuente: Elaboración Propia

6.4. Análisis de márgenes de la empresa

A continuación se muestran los distintos márgenes históricos de Entel S.A.:

Cuadro 26. Márgenes de Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2017	2018	2019	2020	2021 S1
Margen Bruto	26.957,34	26.896,80	31.017,99	33.069,14	17.845,51
Margen Operacional	4.380,35	3.298,04	7.505,10	7.308,79	5.054,71
EBITDA	16.310,93	15.487,34	27.213,45	23.537,12	12.854,32
Margen Neto	1.619,87	-856,64	5.445,16	2.905,58	2.086,73

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

6.5. Análisis de los activos de la empresa

6.5.1. Activos operacionales y no operacionales

A continuación se muestran los activos operacionales de Entel S.A a la fecha:

Cuadro 27. Activos Operacionales Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2021 S1
Otros Activos No Financieros Corrientes	2.901,13
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	18.452,66
Inventario	3.603,73
Otros Activos No Financieros No Corrientes	3.522,95
Activos Intangibles	12.312,58
Propiedades, Planta y Equipo	65.060,81
Derechos de Usos por Arriendos	11.440,60
Activos por Impuestos , No Corrientes	20,87
Activos por Impuestos Diferidos	19.835,06
Total	137.150,40

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

A continuación se muestran los activos no operacionales de Entel S.A a la fecha:

Cuadro 28. Activos No Operacionales Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2021 S1
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	3.590,66
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	15,83
Plusvalía	1.585,34
Otros Activos Financieros Corrientes	14.364,80
Activos por Impuestos Corrientes	1.267,70
Otros Activos Financieros No Corrientes	6.551,40
Cuentas por Cobrar No Corrientes	226,06
Total	27.601,79

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

A continuación se detallan las cuentas de los activos no operacionales:

- **Otros Activos Financieros Corrientes y No Corrientes**

La composición de este rubro es la siguiente:

	30.06.2021 M\$
<u>Corrientes</u>	
Derivados - No Cobertura	4.629.605
Derivados - Cobertura	1.084.992
Depósitos a Plazo > 90 Días	421.061.046
Subtotal Corrientes	426.775.643
<u>No Corriente</u>	
Derivados - Cobertura	194.640.842
Subtotal No Corrientes	194.640.842
Total Otros Activos Financieros	621.416.485

En el rubro Derivados se registran aquellos contratos que presentan valorizaciones a favor (derecho) de las sociedades del Grupo.

a) Derivados de Cobertura – Flujo de efectivo – estos saldos corresponden al valor de mercado de contratos de derivados que han sido designados de cobertura de riesgos cambiarios y de tasa de interés, Cross Currency Swap (CCS), en relación con los bonos colocados en el mercado internacional. Estos contratos CCS, consisten en la sustitución de obligaciones en bonos por USD 1.800 millones a tasas fijas del 4,875% y 4,75%, por obligaciones en Unidades de Fomento (U.F) por 16,38 millones y obligaciones en pesos chilenos por M\$ 645.882.700, ambas a tasas anuales en los rangos de UF+4,04% y de CLP+6,76%.

b) Derivados a valor razonable con cambio en resultado (no designados de cobertura). Se incluyen por este concepto, los siguientes contratos: de compraventa de moneda extranjera a futuro (Forwards), que comprenden la obligación de compra de USD 279 millones, en un total de M\$ 26.097.225 y 913 millones de Nuevos Soles (M\$

171.885.709).

- **Cuentas por Cobrar No Corrientes**

El desglose de estos saldos es el siguiente:

	30.06.2021 M\$	31.12.2020 M\$
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Neto		
Deudores Comerciales, Neto, Corriente	530.266.676	466.560.911
Cuentas por Cobrar al Personal, Neto, Corriente	6.959.133	6.426.761
Otras Cuentas por Cobrar, Neto, Corriente	10.999.664	16.270.764
Total	548.225.473	489.258.436
Cuentas por Cobrar No Corrientes, Neto		
Deudores Comerciales, Neto, No Corriente	2.511.589	1.907.033
Cuentas por Cobrar al Personal, Neto, No Corriente	2.953.952	4.450.288
Otras Cuentas por Cobrar, Neto, No Corriente	1.250.773	1.249.616
Total	6.716.314	7.606.937
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar, Bruto		
Deudores Comerciales, Bruto, Corriente	687.706.061	618.759.097
Cuentas por Cobrar al Personal, Bruto, Corriente	6.959.133	1.524.023
Otras Cuentas por Cobrar, Bruto, Corriente	11.080.034	21.252.675
Total	705.745.228	641.535.795
Cuentas por Cobrar No Corrientes, Bruto		
Deudores Comerciales, Bruto, No Corriente	2.648.552	2.094.335
Cuentas por Cobrar al Personal, Bruto, No Corriente	2.953.952	4.450.288
Otras Cuentas por Cobrar, Bruto, No Corriente	1.250.773	1.249.616
Total	6.853.277	7.794.239

Formando parte de la cartera de deudores comerciales, no se encuentran partidas securitizadas o cedidas. Los Deudores Comerciales se presentan netos de provisiones por deterioro (incobrabilidad), por M\$ 157.576.348 y M\$ 152.385.488, a cada uno de los períodos, respectivamente. Formando parte de estos saldos, M\$ 69.827.824 y M\$ 61.392.050, corresponden a clientes por venta de equipos móviles.

Los Deudores Comerciales Netos corrientes y no corrientes incluyen M\$ 20.769.175 y M\$ 20.087.635 a cada período, por reconocimiento de venta de equipos, pendientes de facturar, para los clientes de telefonía móvil en modalidad comodato de equipos. Formando parte del rubro deudores comerciales, se incluye el valor de los servicios prestados y no facturados, por M\$ 118.177.741 y M\$ 111.939.458, para ambos

períodos, respectivamente.

- **Activo por impuestos Corrientes y No Corrientes**

El impuesto a la renta provisionado por cada empresa del Grupo por sus resultados semestrales y anuales (para aquellas sociedades con renta líquida positiva), se presenta compensado con los pagos provisionales mensuales obligatorios (PPM), que se han debido efectuar y otros créditos. El efecto en resultados del impuesto a la renta se puede ver en nota 15.d. Las compensaciones acumuladas de aquellas empresas que arrojaron saldos a favor (por cobrar), sumaron en conjunto, a cada período M\$ 3.126.908 y M\$ 65.135.169, respectivamente. Estos valores se presentan en el activo corriente, formando parte del rubro Activos por Impuestos, que se detalla en el siguiente cuadro:

	Corriente		No Corriente	
	30.06.2021	31.12.2020	30.06.2021	31.12.2020
	M\$	M\$	M\$	M\$
Pagos Provisionales Mensuales Neto de Impto Renta	3.126.908	65.135.169	-	-
Pago Provisional por Utilidades Absorbidas	19.817.674	32.706.900	-	-
PPM Netos Períodos Anteriores, Otros Créditos	14.718.617	19.954.332	620.099	1.078.992
Total	37.663.199	117.796.401	620.099	1.078.992

- **Activos por Impuestos Diferidos**

Las sociedades anónimas éstas quedan sujetas al régimen tributario parcialmente integrado, el cual estipula nuevos registros de utilidades tributarias (RAI), que incluye los saldos históricos del FUT, más las utilidades del año, y el SAC (saldo acumulado de créditos), que determina la tasa de créditos a la que tienen derecho los accionistas al momento de distribuir los dividendos. Los siguientes son los saldos al 30 de junio del 2021, de ambos registros por aquellas sociedades del Grupo que al cierre anual mantenían utilidades tributarias sin distribuir:

Sociedades	Rentas Afectas a Impuesto - RAI	Saldo Acumulado de Créditos -SAC	
		A contar del 01.01.2017 Régimen Vigente	Hasta el 31.12.2016 Ex FUT
	M\$	M\$	M\$
Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	823.998.671	145.117.138	178.903.061
Entel PCS Telecomunicaciones S.A.	727.570.599	61.631.234	153.618.828
Entel Inversiones S.A.	39.548.064	4.812	6.515.566
Transam S.A.	27.201.413	7.188.802	747.364
Entel Comercial S.A.	5.082.697	59.126	1.400.428
Entel Servicios Empresariales S.A.	2.338.038	576.300	356.029
Entel Telefonía Local S.A.	6.819.079	1.965.334	223.366
EPH 1 S.A.	-	4.303.507	122.051
Entel Will S.A.	41.293.348	4.823.475	-
Entel Servicios Telefónicos S.A.	-	-	759.113
Totales M\$	1.673.851.909	225.639.728	342.645.806

Por último se muestran los valores de los activos tanto corrientes/no corrientes y su categoría a la fecha:

Cuadro 29. Tipo de Activos Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2021 S1	Operacional	No operacional
Corrientes	44.196,51	28.564,01	15.632,50
No Corrientes	120.555,68	93.922,29	26.633,39
Total	164.752,19	122.486,30	42.265,89

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

6.5.2. Capital de trabajo operativo neto

A continuación se muestra el capital de trabajo operativo neto histórico de Entel S.A a la fecha:

Cuadro 30. Capital de Trabajo Operativo Neto Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2017	2018	2019	2020	Promedio
Activos operacionales:	16.545,36	20.277,65	20.882,64	19.504,24	19.302,47
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar	12.928,36	15.916,10	17.964,40	16.830,16	15.909,76
Inventario	3.617,00	4.361,55	2.918,24	2.674,08	3.392,72
Pasivos operacionales:	20.342,86	20.087,75	23.327,32	22.787,81	21.636,43
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	20.342,86	20.087,75	23.327,32	22.787,81	21.636,43
CTON	-3.797,50	189,91	-2.444,69	-3.283,57	-2.333,96
Ingresos operacionales	72.507,69	69.403,93	69.897,43	71.985,57	70.948,65
RCTON (en %)	-5,24%	0,27%	-3,50%	-4,56%	-3,26%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

6.5.3. Inversiones

A continuación se muestra la inversión histórica de Entel S.A a la fecha:

Tabla 22. Inversiones de Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2017	2018	2019	2020	Promedio
Compras de propiedad, planta y equipos	14.566,07	15.808,39	14.386,12	12.959,89	14.430,12
Compras de activos intangibles	25,87	87,95	47,25	29,75	47,70
Total inversiones	14.591,94	15.896,34	14.433,37	12.989,65	14.477,82
Ingresos operacionales	72.507,69	69.403,93	69.897,43	71.985,57	70.948,65
% inversiones sobre los ingresos	20,12%	22,90%	20,65%	18,04%	20,43%
Depreciación y amortización	11.786,92	12.028,16	14.929,44	16.079,48	13.706,00
% dep. y amor. sobre inversiones	80,78%	75,67%	103,44%	123,79%	95,92%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

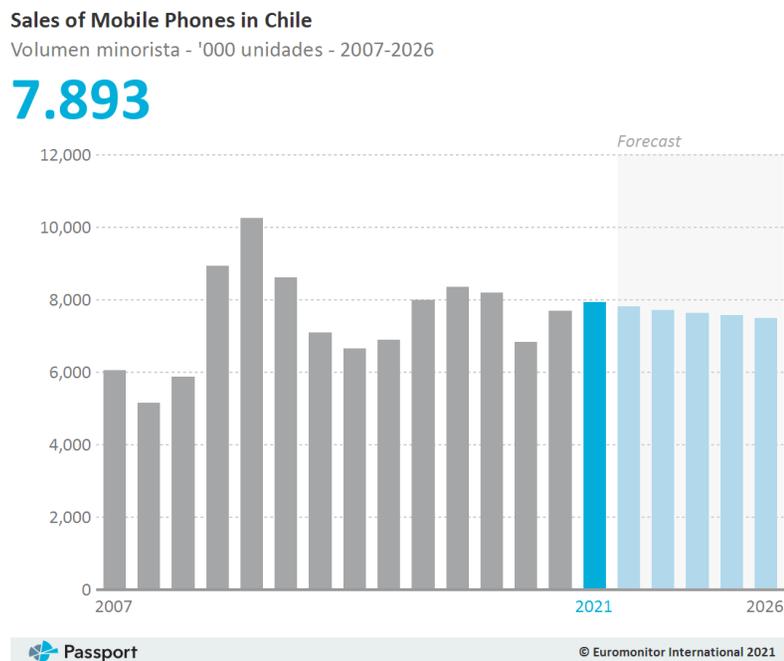
6.6. Análisis de crecimiento de la industria

Las proyecciones de la industria donde opera Entel S.A fueron separadas para los distintos negocios de la empresa.

En primer lugar se encuentra el principal negocio que corresponde a telefonía móvil y servicios privados. De acuerdo a Euro Monitor, antes de la pandemia de COVID-19, la industria chilena de teléfonos móviles dependía en gran medida de los planes de

pospago, y los operadores subsidiaban total o parcialmente los nuevos teléfonos. Por lo tanto, el consumidor final no pagó el costo total del teléfono a cambio de un compromiso acordado con uno de los planes de los operadores. Sin embargo, con las protestas de malestar social que estallaron en octubre de 2019 y la pandemia de COVID-19 que afectó los últimos años del período de revisión, este modelo de negocio cambió significativamente. Esto ha provocado una disminución en las proyecciones de ventas, lo que se refleja en el siguiente gráfico:

Cuadro 31. Proyecciones Industria Telefonía Móvil



Fuente: Portal Euro Monitor 2021

Las proyecciones de la industria para el segmento de telefonía móvil son de un 2,97%, -1,49%, -1,20%, -0,97%, -0,94% y -1,00% respectivamente para los años 2021, 2022, 2023, 2024, 2025 y 2026. Por otro lado, Entel S.A, durante sus últimos 4 años ha tenido un crecimiento promedio negativo de 3,09% en sus ingresos. En consecuencia, se descontara un 1% a las proyecciones de la industria, quedando de la siguiente manera:

Cuadro 32. Proyección Telefonía Móvil

Telefonía Móvil	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento	1,97%	-2,49%	-2,20%	-1,97%	-1,94%	-2,00%

Fuente: Elaboración Propia

En segundo lugar, para filial en Perú, la cual abarca principalmente telefonía móvil, se utilizó como supuesto que aquel mercado se comportara de manera similar al chileno ya que el efecto de la pandemia ha repercutido relativamente parejo en ambos países. Sin embargo, Entel Perú se encuentra en un ciclo de expansión, a diferencia de Entel Chile que ya está consolidado en su país. Por ende, se calculó un promedio ponderado histórico (11,52%), de los últimos 5 años, al cual se le sumaron las proyecciones de crecimiento de la industria chilena.

A continuación se presenta las proyecciones para Entel Perú:

Cuadro 33. Proyección Entel Perú

Entel Perú	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento	14,49%	10,03%	10,32%	10,55%	10,58%	10,52%

Fuente: Elaboración Propia

En tercer lugar, para la industria de Internet, se utilizan las proyecciones de unas de las consultoras más grandes a nivel mundial, PwC. La empresa dice que el internet móvil está en auge y se espera un aumento de los ingresos de este sector de la industria de telecomunicaciones a un ritmo de 4,5% anual. De acuerdo a PwC, la inversión tanto del Gobierno como del sector privado ayudará a implementar y desarrollar infraestructura de banda ancha a los hogares chilenos, quienes se beneficiarán a futuro con un mayor acceso a cable y fibra óptica. A continuación se muestran las proyecciones para la industria de Internet en términos reales (la inflación proyectada fue obtenida del Banco Central de Chile):

Cuadro 34. Proyección Internet

Internet	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos Anuales	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Inflación	4,50%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Proyección	0,00%	0,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%

Fuente: Elaboración Propia

Por último, todas las proyecciones de otros negocios, que representan aproximadamente el 8% de los ingresos totales de Entel S.A (Servicios de Televisión, Larga Distancia, Servicios a Otros Operadores y Negocios de Tráfico) fueron calculados como un promedio ponderado histórico de estas. La categoría “Otros” presenta las siguientes proyecciones:

Cuadro 35. Proyección Internet

Otros	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento	-6,60%	-6,60%	-6,60%	-6,60%	-6,60%	-6,60%

Fuente: Elaboración Propia

7. PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

7.1. Ingresos operacionales proyectados

A continuación podemos observar los diferentes negocios de Entel S.A, con sus respectivos ingresos para el 31 de Diciembre de 2020 y sus pesos relativos sobre el total de los ingresos:

Cuadro 36. Pesos Relativos por Segmentos Entel S.A

En Miles de UF	2021 S1	%
Telefonia Móvil	22.866,34	58,71%
Entel Perú	11.873,33	30,48%
Internet	1.317,68	3,38%
Otros	2.892,69	7,43%
Total	38.950,03	100,00%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

Adicionalmente, podemos ver en la siguiente tabla, el crecimiento que han experimentado los diferentes negocios en los últimos 3 años:

Cuadro 37. Tasa de Crecimiento Ingresos Por Segmento Entel S.A

	18 vs 17	19 vs 18	20 vs 19
Telefonia Móvil	-6,02%	-6,25%	3,00%
Entel Perú	0,61%	19,25%	5,42%
Internet	9,46%	14,71%	10,97%
Otros	-7,65%	-5,12%	-7,02%
Total	-4,28%	0,71%	2,99%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

Las proyecciones de los diferentes segmentos, como ya fueron explicadas previamente en la sección anterior, se presentan a continuación de manera resumida:

En primer lugar, el segmento de Telefonía Móvil obtenido de Euro Monitor, presenta la siguientes proyecciones entre el año 2021 y 2026:

Cuadro 38. Proyección Telefonía Móvil

Telefonía Móvil	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Proyección	1,97%	-2,49%	-2,20%	-1,97%	-1,94%	-2,00%

Fuente: Elaboración Propia

En segundo lugar, Entel Perú, incluye principalmente la industria de Telefonía Móvil en ese país, por eso ocupo de base la tasa de crecimiento nacional, pero se le adicióno el promedio historico ya que es un negocio en pleno crecimiento. Las proyecciones para los años 2021-2026 son las siguientes:

Cuadro 39. Proyección Entel Perú

Entel Perú	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Proyección	14,49%	10,03%	10,32%	10,55%	10,58%	10,52%

Fuente: Elaboración Propia

En tercer lugar, para la industria de Internet, se utilizan las proyecciones de unas de las consultoras más grandes a nivel mundial, PwC. La empresa dice que el internet móvil está en auge y se espera un aumento de los ingresos de este sector de la industria de telecomunicaciones a un ritmo de 4,5% anual. Las proyecciones para los años 2021-2026 son las siguientes:

Cuadro 40. Proyección Internet

Internet	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos Anuales	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Inflación	4,50%	4,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Proyección	0,00%	0,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%

Fuente: Elaboración Propia

Por último, todas las proyecciones de otros negocios, que representan aproximadamente el 8% de los ingresos totales de Entel S.A (Servicios de Televisión, Larga Distancia, Servicios a Otros Operadores y Negocios de Tráfico) fueron calculados como un promedio ponderado histórico de estas. Las proyecciones para los años 2021-2026 son las siguientes:

Cuadro 41. Proyección Otros Negocios

Otros	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Proyección	-6,60%	-6,60%	-6,60%	-6,60%	-6,60%	-6,60%

Fuente: Elaboración Propia

A continuación, se presenta una tabla con las proyecciones realizadas para los años 2021-2026:

Cuadro 42. Proyección Ingresos Entel S.A Por Segmentos

En Miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Telefonía Móvil	19.927,40	41.729,27	40.811,25	40.008,42	39.231,80	38.446,97
Entel Perú	12.820,31	27.171,04	29.975,11	33.138,33	36.643,99	40.498,75
Internet	962,00	2.263,58	2.297,53	2.332,00	2.366,98	2.402,48
Otros	2.868,67	5.381,11	5.025,95	4.694,24	4.384,42	4.095,05
Total	36.578,38	76.545,00	78.109,85	80.172,99	82.627,19	85.443,25

Fuente: Elaboración Propia

7.2. Costos operacionales proyectados

Los costos operacionales proyectados para los años 2021-2026, se calcularon tomando el promedio histórico de estos sobre los ingresos para los periodos 2017-2020. Estos promedios se calculan obteniendo el porcentaje sobre los ingresos operacionales de cada año tal como se muestra a continuación:

Cuadro 43. Peso Relativo Costos Operacionales

Costos Operacionales	2017	2018	2019	2020	2021 S1	Promedio
Otros Ingresos	0,62%	0,52%	0,58%	0,63%	0,49%	0,57%
Gastos por Beneficios a los Empleados	-12,82%	-13,60%	-13,15%	-12,26%	-11,05%	-12,58%
Gasto por Depreciación y Amortización	-16,26%	-17,33%	-21,36%	-22,34%	-19,83%	-19,42%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-0,03%	-3,58%	-3,54%	-3,81%	-3,70%	-2,93%
Otros Gastos	-62,82%	-61,25%	-55,62%	-54,06%	-54,18%	-57,59%
Otros Ganancias (Perdidas)	0,01%	0,00%	10,47%	1,99%	1,24%	2,74%

Fuente: Estados Financieros Entel S.A

Luego, se utilizaron estos promedios para obtener las proyecciones:

Cuadro 44. Proyección Costos Operacionales

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Otros Ingresos	207,58	434,39	443,27	454,98	468,91	484,89
Gastos por Beneficios a los Empleados	-4.599,78	-9.625,63	-9.822,41	-10.081,86	-10.390,47	-10.744,60
Gasto por Depreciación y Amortización	-7.104,25	-14.866,57	-15.170,49	-15.571,19	-16.047,85	-16.594,78
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-1.072,45	-2.244,24	-2.290,12	-2.350,61	-2.422,56	-2.505,13
Otros Gastos	-21.064,46	-44.080,12	-44.981,27	-46.169,37	-47.582,68	-49.204,37
Otros Ganancias (Perdidas)	1.002,36	2.097,57	2.140,45	2.196,99	2.264,24	2.341,41

Fuente: Elaboración propia

7.3. Resultado no operacional proyectado

El resultado no operacional proyectado se estima de la misma forma que los costos operacionales, es decir, mediante el promedio histórico de las cuentas sobre los ingresos para los años 2017-2020 (las cuentas en negrita corresponden a las recurrentes).

A continuación se muestran los ingresos financieros proyectados para los años 2021-2026:

Cuadro 45. Proyección Ingresos Financieros

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Intereses sobre Depósitos a Plazo - Activos a Costo Amortizado	47,02	97,28	99,27	101,89	105,01	108,59
Intereses Devengados (CCS-IRS)	28,96	75,72	77,65	80,06	82,84	85,96
Intereses, sobre Arrendamientos Financieros Otorgados	0,25	0,64	0,66	0,68	0,71	0,73
Variación del Valor Razonable Derivados - IRS	29,28	76,54	78,49	80,92	83,73	86,89
Total Ingresos Financieros	98,44	203,66	207,83	213,32	219,85	227,34

Fuente: Elaboración propia

A continuación se muestran los costos financieros proyectados para los años 2021-2026:

Cuadro 46. Proyección Costos Financieros

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Gasto por Intereses, Préstamos - Pasivos a Costo Amortizado	-124,38	-257,32	-262,58	-269,52	-277,77	-287,24
Gasto por Intereses, Bonos - Pasivos a Costo Amortizado	-1.118,53	-2.314,11	-2.361,42	-2.423,79	-2.497,99	-2.583,12
Amortización de Gastos Relativos a Contratos de Préstamo	-57,51	-118,97	-121,41	-124,61	-128,43	-132,80
Coberturas de Tasas de Interes (CCS)	-44,52	-92,11	-93,99	-96,48	-99,43	-102,82
Gasto por Intereses, Arrendamientos	-174,17	-360,35	-367,71	-377,43	-388,98	-402,24
Gasto por Intereses por Planes de Beneficios post Empleo	-14,03	-29,03	-29,62	-30,41	-31,34	-32,41
Gasto por Intereses, Otros	-32,61	-67,46	-68,84	-70,66	-72,82	-75,30
Otros Costos Financieros	-53,60	-110,89	-113,16	-116,15	-119,70	-123,78
Total Costos Financieros	-1.619,34	-3.350,25	-3.418,74	-3.509,04	-3.616,46	-3.739,71

Fuente: Elaboración propia

A continuación se muestran las proyecciones de diferencia de cambio para los años 2021-2026:

Cuadro 47. Proyección Diferencia de Cambio

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Otros Activos	-7,45	-15,41	-15,73	-16,14	-16,64	-17,20
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	-41,95	-86,79	-88,56	-90,90	-93,68	-96,88
Obligaciones con el Público - Bonos	-498,23	-1.030,78	-1.051,85	-1.079,63	-1.112,68	-1.150,60
Préstamos que Devengan Intereses	-43,16	-89,30	-91,13	-93,53	-96,40	-99,68
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (FW)	188,52	390,02	397,99	408,50	421,01	435,36
Instrumentos Derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	476,93	986,72	1.006,89	1.033,49	1.065,12	1.101,42
Instrumentos Derivados - efecto valor razonable (FW)	-51,45	-106,45	-108,62	-111,49	-114,91	-118,82
Otros Pasivo	-50,96	-105,43	-107,58	-110,42	-113,80	-117,68
Total Diferencia de Cambio	-27,75	-57,41	-58,58	-60,13	-61,97	-64,08

Fuente: Elaboración Propia

A continuación se muestran los resultados por unidades de reajuste para los años 2021-2026:

Cuadro 48. Proyección Resultados por Unidades de Reajuste

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Otros Activos	21,94	45,39	46,32	47,54	49,00	50,67
Instrumentos derivados - efecto tasas de cierre (CCS)	-235,00	-486,19	-496,13	-509,24	-524,82	-542,71
Obligaciones con el Público - Bonos	-169,84	-351,38	-358,56	-368,04	-379,30	-392,23
Otros Pasivos	-20,60	-42,62	-43,49	-44,64	-46,00	-47,57
Total Resultados por Unidades de Reajuste	-403,50	-834,80	-851,86	-874,37	-901,13	-931,84

Fuente: Elaboración propia

7.4. Estado de Resultados Proyectado e Impuesto Corporativo

El impuesto corporativo proyectado es de un 27% para todos los periodos. A continuación se presenta el estado de resultados proyectado para los periodos 2021-2026:

Cuadro 49. Proyección Estado de Resultados Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Ingreso de Actividades Ordinarias	36.578,38	76.545,00	78.109,85	80.172,99	82.627,19	85.443,25
Otros Ingresos	207,58	434,39	443,27	454,98	468,91	484,89
Gastos por Beneficios a los Empleados	-4.599,78	-9.625,63	-9.822,41	-10.081,86	-10.390,47	-10.744,60
Gasto por Depreciación y Amortización	-7.104,25	-14.866,57	-15.170,49	-15.571,19	-16.047,85	-16.594,78
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-1.072,45	-2.244,24	-2.290,12	-2.350,61	-2.422,56	-2.505,13
Otros Gastos	-21.064,46	-44.080,12	-44.981,27	-46.169,37	-47.582,68	-49.204,37
Otras Ganancias (Pérdidas)	1.002,36	2.097,57	2.140,45	2.196,99	2.264,24	2.341,41
Ganancias (Pérdidas) de Actividades Operacionales	3.947,38	8.260,41	8.429,28	8.651,92	8.916,77	9.220,67
Ingresos Financiero	98,44	203,66	207,83	213,32	219,85	227,34
Costos Financiero	-1.619,34	-3.350,25	-3.418,74	-3.509,04	-3.616,46	-3.739,71
Diferencia de Cambio	-27,75	-57,41	-58,58	-60,13	-61,97	-64,08
Resultados por Unidades de Reajuste	-403,50	-834,80	-851,86	-874,37	-901,13	-931,84
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	1.995,23	4.221,61	4.307,92	4.421,70	4.557,06	4.712,37
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	-538,71	-1.139,83	-1.163,14	-1.193,86	-1.230,41	-1.272,34
Ganancia (Pérdida)	1.456,52	3.081,78	3.144,78	3.227,84	3.326,65	3.440,03

Fuente: Elaboración propia

También, se presenta el estado de resultados proyectado como porcentaje de los ingresos:

Cuadro 50. Proyección Estado de Resultados Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Ingreso de Actividades Ordinarias	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Otros Ingresos	0,567%	0,567%	0,57%	0,57%	0,57%	0,57%
Gastos por Beneficios a los Empleados	-12,58%	-12,58%	-12,58%	-12,58%	-12,58%	-12,58%
Gasto por Depreciación y Amortización	-19,42%	-19,42%	-19,42%	-19,42%	-19,42%	-19,42%
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-2,93%	-2,93%	-2,93%	-2,93%	-2,93%	-2,93%
Otros Gastos	-57,59%	-57,59%	-57,59%	-57,59%	-57,59%	-57,59%
Otras Ganancias (Pérdidas)	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%	2,74%
Ganancias (Pérdidas) de Actividades Operacionales	10,79%	10,79%	10,79%	10,79%	10,79%	10,79%
Ingresos Financiero	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%	0,27%
Costos Financiero	-4,38%	-4,38%	-4,38%	-4,38%	-4,38%	-4,38%
Diferencia de Cambio	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%	-0,08%
Resultados por Unidades de Reajuste	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%	-1,09%
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%	5,52%
Ingreso (Gasto) por Impuesto a las Ganancias	-1,49%	-1,49%	-1,49%	-1,49%	-1,49%	-1,49%
Ganancia (Pérdida)	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%	4,03%

Fuente: Elaboración propia

8. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

8.1 Ajustes EBIT Después de Impuestos

A continuación se presentan el EBIT después de impuestos, al cual se le aplican los ajustes correspondientes para obtener el Flujo de Caja Bruto:

Cuadro 51. Proyección Flujo de Caja Bruto Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Ganancia (Pérdida)	1.456,52	3.081,78	3.144,78	3.227,84	3.326,65	3.440,03
Gasto por Depreciación y Amortización	7.104,25	14.866,57	15.170,49	15.571,19	16.047,85	16.594,78
Otros ingresos (D.I)	-151,53	-317,11	-323,59	-332,14	-342,30	-353,97
Otras Ganancias (Perdidas) (D.I)	-731,72	-1.531,22	-1.562,53	-1.603,80	-1.652,89	-1.709,23
Ingresos Financieros (D.I)	-71,86	-148,67	-151,71	-155,72	-160,49	-165,96
Costos Financieros (D.I)	1.182,12	2.445,68	2.495,68	2.561,60	2.640,01	2.729,99
Diferencia de Cambio	27,75	57,41	58,58	60,13	61,97	64,08
Resultados por Unidades de Reajuste	403,50	834,80	851,86	874,37	901,13	931,84
Flujo de Caja Bruto	9.219,02	19.289,23	19.683,57	20.203,48	20.821,93	21.531,57

Fuente: Elaboración propia

8.2. Inversión en reposición

La inversión en reposición fue proyectada como el gasto por depreciación y amortización proyectado para los años respectivos.

Cuadro 52. Proyección Inversión en Reposición Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Inversión en Reposición	-7.148,30	-14.616,57	-15.049,26	-15.532,87	-16.064,24	-16.661,81

Fuente: Elaboración propia

8.3. Nuevas inversiones de capital (CAPEX)

Para las nuevas inversiones de capital se calculó el promedio de las inversiones anuales sobre ingresos operacionales históricos para los años 2017-2020. Luego, se proyectó este promedio histórico sobre los ingresos operacionales respectivos proyectados como las nuevas inversiones de capital y se le resto la inversión en reposición.

Cuadro 53. Proyección CAPEX Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Nuevas Inversiones (CAPEX)	324,93	1.022,13	909,16	847,06	817,10	794,87

Fuente: Elaboración propia

8.4. Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto

Para proyectar el capital de trabajo operativo neto (cton), en primer lugar se calculó el promedio de RCTON histórico como el promedio del CTON sobre los ingresos operacionales respectivos de cada año.

Cuadro 54. Capital de Trabajo Operativo Neto Histórico Entel S.A

En Miles de UF (MUF)	2017	2018	2019	2020	2021 S1	Promedio
CTON	-3.797,50	189,91	-2.444,69	-3.283,57	-220,02	-1.911,17
Ingresos operacionales	72.507,69	69.403,93	69.897,43	71.985,57	38.950,03	64.548,93
RCTON (en %)	-5,24%	0,27%	-3,50%	-4,56%	-0,56%	-2,72%

Fuente: Elaboración propia

A continuación se proyectó el CTON utilizando el promedio del RCTON obtenido anteriormente sobre los ingresos proyectados para los periodos respectivos. Luego, la inversión en capital de trabajo operativa neta fue proyectada como la diferencia entre el CTON del periodo siguiente (t), menos el periodo anterior (t-1).

Cuadro 55. Proyección Capital de Trabajo Operativo Neto Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S1	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
CTON	-222,38	-991,60	-2.075,06	-2.117,48	-2.173,41	-2.239,94	-2.316,28
Inversión en Capital de Trabajo		-769,22	-1.083,45	-42,42	-55,93	-66,53	-76,34

Fuente: Elaboración propia

Dado que estos flujos son negativos, se utilizara un criterio conservador y por ende serán equivalentes a cero para efectos de aumentos (disminuciones) de capital de trabajo.

8.5. Valor terminal

El valor terminal se proyecta utilizando el supuesto de que la tasa permanece constante (sin crecimiento). Este se calcula como el flujo de caja libre proyectado del año 2026 y se divide por el costo de capital (5,4%). Con esto se obtienen los flujos de cajas proyectados a perpetuidad.

Cuadro 56. Proyección Valor Terminal Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2026 E
Flujo de Caja Libre	4.869,77
Wacc	5,40%
Valor Terminal	90.180,85

Fuente: Elaboración propia

8.6. Flujos de caja libre proyectados

A continuación se presentan los flujos de caja libre proyectados. Estos se obtienen sumando y/o restando las proyecciones recientemente calculadas al flujo de caja bruto, tal como se muestra a continuación:

Cuadro 57. Proyección Flujo de Caja Libre Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Inversión en Reposición	-7.185,76	-14.616,57	-15.049,26	-15.532,87	-16.064,24	-16.661,81
Inversión en Activos Fijos	-324,93	-1.022,13	-909,16	-847,06	-817,10	0,00
Aumentos (Disminución) de Capital de Trabajo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Flujo de Caja Libre	1.708,32	3.650,53	3.725,16	3.823,55	3.940,59	4.869,77
Valor Terminal						90.180,85
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	1.708,32	3.650,53	3.725,16	3.823,55	3.940,59	95.050,62
VP Flujos Futuros	1.663,99	3.373,61	3.266,20	3.180,71	3.110,13	71.175,67

Fuente: Elaboración propia

9. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

9.1. Valor presente de los flujos de caja libre

Los flujos de caja libre fueron traídos a valor presente utilizando el Costo de Capital (Wacc) obtenido previamente. A continuación se presenta la suma de los flujos en valor presente como el valor económico de Entel S.A.

$$VP = \frac{FC}{(1 + Wacc)^t}$$

$$VP = \frac{1.708,32}{1,054^{0,5}} + \frac{3.650,53}{(1,054)^{1,5}} + \frac{3.725,16}{(1,054)^{2,5}} + \frac{3.823,55}{(1,054)^{3,5}} + \frac{3.940,59}{(1,054)^{4,5}} + \frac{95.050,62}{(1,054)^{5,5}}$$

$$VP = 85.770,31$$

Lo anterior se resume en la siguiente tabla:

Cuadro 58. Valor Presente FCL Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S2 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E
Flujo de Caja Libre + Valor Terminal	1.708,32	3.650,53	3.725,16	3.823,55	3.940,59	95.050,62
VP Flujos Futuros	1.663,99	3.373,61	3.266,20	3.180,71	3.110,13	71.175,67
Valor Economico	85.770,31					

Fuente: Elaboración propia

9.2. Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto

El déficit (exceso) de Capital de Trabajo Operativo Neto fue calculado como el Capital de Trabajo a diciembre del año 2020 menos los ingresos totales proyectados del año 2021, multiplicado por el RCTON. Se muestra a continuación:

Cuadro 59. Exceso (Déficit) CTON Entel S.A

Ingresos 2021	CTON	RCTON	Exceso (Def) CTON
75.528,40	-222,38	-2,71%	2.053,53

Fuente: Elaboración propia

9.3. Activos prescindibles y otros activos

Para los activos prescindibles y otros activos se consideraron Otros Activos Corrientes No Financieros, Otros Activos No Corrientes No Financieros. Caja y Plusvalía.

Cuadro 60. Activos Prescindibles Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S1
Otros Activos Corrientes No Financieros	2.901,13
Otros Activos No Corrientes No Financieros	3.522,95
Caja	3.590,66
Plusvalía	1.585,34
Activos Prescindibles	11.600,08

Fuente: Elaboración propia

9.4. Valorización económica de la empresa

A continuación se presenta la valoración de Entel S.A al 30 de junio de 2021:

Cuadro 61. Valoración Entel S.A

En miles de UF (MUF)	2021 S1
Valor Economico	85.770,31
Exceso (Deficit) de CTON	2.053,53
Activos Prescindibles	11.600,08
Valor Economico Ajustado	99.423,92
Deuda Financiera	-64.442,76
Patrimonio Economico	34.981,16
Numero de Acciones	302.017.113
Precio Por Acción (MUF)	0,0001158
Precio Por Accion (CLP)	3.441
Precio de Mercado (CLP)	4.000

Fuente: Elaboración propia

El valor de la acción proyectado al 30 de Junio de 2021 es de 3.441 CLP. El precio de mercado de la acción es de \$ 4.000, por lo que se encuentra sobre valorada en un 16,24%.

9.5 Análisis de Sensibilidad

A continuación se presenta en análisis de sensibilidad del segmento Telefonía Móvil para Entel S.A, donde se puede ver el valor por acción dependiendo de las diferentes variaciones de sus Ingresos y/o Wacc:

Cuadro 62. Análisis de Sensibilidad Telefonía Móvil

En CLP Ingresos/Wacc	Telefonia Movil				
	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%
-2,00%	3.652	3.442	3.238	3.040	2.848
-1,00%	3.853	3.640	3.433	3.232	3.037
0,00%	4.054	3.837	3.628	3.424	3.226
1,00%	4.254	4.035	3.822	3.616	3.415
2,00%	4.455	4.233	4.017	3.808	3.605

Fuente: Elaboración propia

A continuación se presenta en análisis de sensibilidad para Entel S.A Perú, donde se puede ver el valor por acción dependiendo de las diferentes variaciones de sus Ingresos y/o Wacc:

Cuadro 63. Análisis de Sensibilidad Entel Perú

En CLP Ingresos/Wacc	Entel Perú				
	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%
-2,00%	3.740	3.529	3.324	3.126	2.933
-1,00%	3.897	3.683	3.475	3.275	3.080
0,00%	4.054	3.837	3.628	3.424	3.226
1,00%	4.210	3.991	3.779	3.573	3.373
2,00%	4.367	4.146	3.930	3.722	3.520

Fuente: Elaboración propia

A continuación se presenta en análisis de sensibilidad del para la cuenta Ingresos Totales para Entel S.A, donde se puede ver el valor por acción dependiendo de las diferentes variaciones de sus Ingresos y/o Wacc:

Cuadro 64. Análisis de Sensibilidad Ingresos Totales

En CLP Ingresos/Wacc	Ingresos Totales				
	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%
-2,00%	3.270	3.066	2.868	2.676	2.490
-1,00%	3.662	3.452	3.248	3.050	2.858
0,00%	4.054	3.837	3.628	3.424	3.226
1,00%	4.445	4.223	4.007	3.798	3.595
2,00%	4.837	4.609	4.387	4.172	3.963

Fuente: Elaboración propia

10. CONCLUSIÓN

Tras haber realizado la valoración de Entel S.A mediante el Método del Flujo de Caja Descontado (FCD), se obtuvo un valor económico de la empresa de UF 99.423.917, donde el valor económico del patrimonio asciende a UF 34.981.159, obteniéndose una deuda financiera de UF 64.442.758. El valor por acción es de \$ 3.441, mientras que en el mercado esta se valorizo en \$ 4.000 al 30 de Junio de 2021. La posible principal causa del sobre precio de la acción de Entel S.A puede deberse a los efectos económicos que conlleva la crisis sanitaria COVID 19. En materia financiera, tanto Chile como Perú enfrentan aumentos en los costos de financiamiento debido al alza en las tasas de interés en dichos países y como consecuencia, la disminución de la inversión por parte de los inversionistas.

Respecto al negocio de telefonía móvil y servicios privados en Chile, la pandemia está generando un cambio significativo en el modelo de negocios en cuanto a los planes de pospago y los subsidios de los nuevos teléfonos. En consecuencia, los ingresos proyectados se han visto reducidos de manera significativa. En Perú, la situación es similar en términos de pandemia, pero el mercado se encuentra en una fase de expansión y crecimiento, lo cual permite que Entel S.A tenga expectativas positivas sobre sus ingresos.

En cuanto al negocio de Internet, en ambos países las proyecciones son positivas ya que es una industria que se encuentra en pleno auge. Las expectativas del 5G sumado al desarrollo y la implementación de la infraestructura de banda ancha en los hogares permiten proyectar ingresos positivos para el Entel S.A. De todas formas, la inflación esperada repercute en ambos países de manera importante.

Bibliografía

Aswath D. (2002). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

Bancel, F., y Mittoo, U.R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. Journal of Applied Corporate Finance, 26(4), 106-117.

Banco Central de Reserva del Perú. Reporte Inflación del Perú. Disponible en: <https://www.bcrp.gob.pe/145-publicaciones/reporte-de-inflacion.html>

Damodaran (2021). Disponible en: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Entel S.A (2020). Estados Financieros Consolidados Diciembre 2020. Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/estados-financieros>

Entel S.A (2019). Estados Financieros Consolidados Diciembre 2019, Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/estados-financieros>

Entel S.A (2018). Estados Financieros Consolidados Diciembre 2018, Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/estados-financieros>

Entel S.A (2017). Estados Financieros Consolidados Diciembre 2017, Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/estados-financieros>

Entel S.A (2016). Estados Financieros Consolidados Diciembre 2016, Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/estados-financieros>

Entel S.A (2021). Estados Financieros Consolidados Junio 2021. Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/estados-financieros>

Entel S.A (2020). Memoria Integral 2020, Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/memoria-anual>

Entel S.A (2019). Memoria Integral 2019, Disponible en: <https://informacioncorporativa.entel.cl/inversionistas/memoria-anual>

Fernández, P. (2012). Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor. Gestión 2000.

Maquieira C., y Espinosa, C. (2019). Valoración de empresas aplicadas. Editorial Lainu.

Palepu, K.G., Healy, P.M., y Peek, E. (2019). Business analysis and valuation: IFRS edition. Cengage learning.

Pinto, J.E., Robinson, T.R., y Stowe, J.D. (2019). Equity valuation: A survey of professional practice. Review of Financial Economics, 37(2), 219-233.

Portal Euro Monitor (2021). Proyecciones Industria Telefonía Móvil, Disponible en: <https://www.euromonitor.com/>

PwC (2020). Global Entertainment & Media Outlook 2022–2026, Disponible en: <https://www.pwc.com/outlook>

Refinitiv (2021). Tasas de Interés Entel S.A, Disponible en: <https://www.refinitiv.com/es/products/eikon-trading-software>