



# **VALORACIÓN DE EMPRESA ENTEL S.A. Mediante Método de Flujo de Caja Descontado**

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

**Alumno: Andrea Talma Ruiz  
Profesor Guía: Juan Pablo Miranda**

**Santiago, Junio 2015**

## **DEDICATORIA**

Le dedico este trabajo a toda esa energía que nos mueve, que nos motiva a aprender, investigar, descubrir. Esa energía que me ha motivado a realizar distintos tipos de esfuerzos, en distintas etapas de mi vida, y sacar adelante las metas que me he puesto; y llevado a conocer a tantas personas que de una u otra manera participan en esta historia.

A mi hijo León, que es el motor de mi vida.

## **AGRADECIMIENTOS**

Muchas gracias a mis padres, abuelos, compañeros, amigos, profesores, que me ayudaron, motivaron, acompañaron, y estuvieron conmigo, sin los cuales no podría haber logrado esta meta.

## Tabla de Contenido

<b>1. RESUMEN EJECUTIVO.....</b>	<b>7</b>
<b>2. METODOLOGIA.....</b>	<b>8</b>
<b>3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA.....</b>	<b>12</b>
3.1 Ficha de la Empresa.....	12
3.2 Filiales.....	12
3.2.1 Entel International B.V.I Corp. y Filial.....	12
3.2.2 Nextel del Perú S.A.....	12
3.2.3 Empresa de Radiocomunicaciones Insta Bel Limitada.....	13
3.2.4 Entel Servicios Telefónicos S.A.....	13
3.2.5 Entel Inversiones S.A. y Filial .....	13
3.2.6 Entel Call Center S.A. y Filiales.....	13
3.2.7 Entel Servicios Empresariales S.A.....	13
3.2.8 Entel Telefonía Local S.A. y Filiales.....	13
3.2.9 Propiedad y Administración.....	14
3.2.10 Políticas de la Compañía.....	15
3.2.11 Descripción de la Industria .....	16
3.2.12 Principales Competidores.....	17
3.3 Regulación .....	19
<b>4. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA.....</b>	<b>20</b>
<b>5. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....</b>	<b>21</b>
<b>6. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL Y DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....</b>	<b>23</b>
6.1 Estimación del Beta de la acción.....	23
6.2 Estimación del Costo de la Deuda.....	24

6.3	Estimación Beta de la deuda.....	24
6.5	Estimación Beta de la acción.....	25
6.6	Estimación Beta Patrimonial Sin deuda.....	25
6.7	Estimación Beta Patrimonial Con deuda.....	26
6.8	Estimación de Costo Patrimonial.....	26
6.9	Estimación del Costo de Capital.....	27
<b>7.</b>	<b>ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO.....</b>	<b>28</b>
7.1	Análisis de Crecimiento de los Ingresos.....	28
7.2	Análisis de los Costos Operacionales .....	30
7.3	Perspectivas de crecimiento de la Industria.....	32
7.4	Análisis de los Activos.....	33
<b>8.</b>	<b>PROYECCION DE EERR.....</b>	<b>36</b>
8.1	Proyección de los Ingresos de la Operación.....	36
8.2	Proyección de los Costos de Operación.....	40
8.3	Proyección Resultado Operacional.....	41
8.4	Ganancia antes de Impuestos.....	41
8.5	Impuestos y Utilidad después de Impuestos.....	41
<b>9.</b>	<b>PROYECCION DE FLUJOS DE CAJA LIBRE.....</b>	<b>43</b>
9.1	Depreciación del Ejercicio y Amortización de intangibles.....	43
9.2	Inversión en Reposición.....	43
9.3	Nuevas Inversiones en Activo Fijo (CAPEX).....	44
9.4	Inversiones en Capital del Trabajo.....	44
9.5	Poryeccion FCL.....	45
9.6	Activos Prescindibles.....	48
9.7	Deuda Financiera.....	48
9.8	Valor Terminal.....	48
<b>10.</b>	<b>VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y PRECIO DE ACCIÓN.....</b>	<b>50</b>

<b>11. CONCLUSIONES.....</b>	<b>51</b>
<b>12. BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>52</b>
<b>13. ANEXOS.....</b>	<b>53</b>
<b>Índice de Cuadros e Ilustraciones.....</b>	<b>6</b>
Cuadro N°1: 12 Mayores Accionistas de la empresa al 30 de Junio de 2014.....	14
Cuadro N°2: Participación de Mercado de Telecomunicaciones en Chile.....	16
Cuadro N° 3 Evolución de Deuda Financiera ENTEL SA .....	21
Cuadro N° 4 Evolución Patrimonio Económico ENTEL SA.....	21
Cuadro N° 5 Valor Económico Histórico.....	22
Cuadro N° 6 Estructura de Capital Histórica y Estadísticas Descriptivas.....	22
Cuadro N° 7 Beta de la Acción al 30 de junio de cada año.....	23
Cuadro N° 8 Ingresos por Área ENTEL S.A. 2011-2013.....	28
Cuadro N° 9 Crecimiento Ingresos Operacionales, Área Servicios Mviles.....	29
Cuadro N° 10 Crecimiento Servicios Fijos.....	29
Cuadro N° 11 Crecimiento Histórico Otros servicios .....	30
Cuadro N° 12 Apertura de Costos Histórica .....	31
Cuadro N°13 Variación actividad Industria Telecomunicaciones 2009-2014.....	33
Cuadro N° 14 Activos de Entel S.A 30 de Junio 2014.....	33
Cuadro N° 15 Detalle de los Activos Fijos al 30 de junio 2014.....	34
Cuadro N°16 Proyección EERR Ingresos Operacionales 2014-2018.....	38
Cuadro N°17 Proyección EERR Ingresos No Operacionales 2014-2018.....	39
Cuadro N°18 Proyección Costos Operacionales 2014-2018.....	41
Cuadro N° 19 Proyección de Resultados antes de impuestos 2014- 2018.. .....	41
Cuadro N° 20 Utilidad Neta Proyectada 2014-2018.....	42
Cuadro N° 21 Proyeccion EERR 2014-2018.....	43
Cuadro N° 22 Inversión Histórica Activo Fijo.....	44
Cuadro N° 23 Activo fijo/ventas histórico .....	45
Cuadro N° 24 Proyeccion de Inversion en Activo Fijo.....	45
Cuadro N° 25 Calculo Rcton.....	46
Cuadro N° 26 Estimación de Déficit o superávit de capital de T.....	47
Cuadro N° 27 Proyeccion Flujo de Caja Libre 2014-2019.....	48
Cuadro N° 28 Detalle Activos Prescindibles a Jun 2014.....	48
Cuadro N° 29 Cálculo Valor Económico.....	50

## **1. RESUMEN EJECUTIVO**

Este trabajo consiste en la determinación del Valor Económico de Entel SA, realizada a través del método de Flujo de Caja Descontado. Este método, se utiliza para valoraciones de empresas, y se basa en tres factores claves: las Actividades de Inversión a partir de una estimación de flujos, su distribución a lo largo de un espacio de tiempo limitado, y el riesgo asociado a la generación de dichos flujos. Con estas tres dimensiones, se establecen supuestos, para poder determinar el valor presente de los flujos, descontados a una tasa adecuada y así determinar el Valor Económico de la empresa.

Entel S.A. es la empresa de Telecomunicaciones más grande de Chile, líder en el mercado. Presta servicios de telefonía fija, móvil, internet y servicios de transferencia y administración de datos. Cuenta con más de 7000 empleados y una potente infraestructura de redes, lo que le genera ventajas competitivas y oportunidades de negocio frente a la entrada de Operadores Móviles Virtuales al mercado. Actualmente tiene filiales en Perú, donde espera replicar el exitoso modelo aplicado en Chile.

La valoración esta estructurada en cuatro partes, la primera corresponde a la caracterización de la Empresa y la determinación de la estructura de financiamiento y Estructura de capital objetivo de ésta. Luego, se determina a que tasa se endeuda, usando supuestos y la información de mercado, para calcular la tasa de costo de Capital. Con esta información, y en base al análisis operacional del negocio y la industria, se proyectan los Estados de Resultado de la empresa, desde diciembre de 2014 hasta el año 2018. Finalmente, estableciendo nuevos supuestos asociados a las políticas de Inversión, se determina cual es el Flujo de Caja Libre. Así se obtiene el valor terminal y el valor de los activos prescindibles. Con ese set de información, se completa la valoración.

El Valor del Patrimonio Económico de Entel S.A. al 30 de junio de 2014, obtenido es de 62.227.097 UF, con un precio de la acción de 0,26 UF; que equivale a \$6.320. Dicho resultado es analizado en las conclusiones de este trabajo.

## 2. METODOLOGIA

La presente tesis de grado, corresponde a la Valoración de Entel SA., la cual se realizó a través del modelo de valoración por Flujos de Caja Descontados (FCD). Método que estima el valor de un proyecto o empresa, basado en los flujos de caja proyectados que ésta genere, los que son descontados a la tasa de costo de capital asociado. Para calcular dicha tasa de descuento, se usa WACC con base en CAPM, donde se determina el riesgo operacional del negocio (beta des apalancado).

$$\text{Valor Actual} = \sum_{t=0}^n \frac{E(\text{FCF}_t)}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Para hacer un adecuado proceso de valoración, es necesario analizar las fluctuaciones históricas en los flujos e identificar las variables de mayor incidencia en estos. Así sensibilizar en las proyecciones las variaciones de los factores claves identificados en el negocio y realizar una estimación de los flujos futuros que entregará la compañía, con precisión y realismo.

La valoración por Flujo de Caja Descontados, considera que el valor de la empresa o del proyecto, esta compuesto de dos partes:

1. **Valor de Activos Actuales:** Corresponde al valor presente de los flujos de caja libre proyectados, que generan los activos que actualmente tiene la empresa. Supone que la empresa vale por la capacidad actual que tiene de generar flujos de caja en su negocio operacional, descontadas a la tasa de costo de capital (costo alternativo), el cual depende del riesgo del negocio e industria que se encuentra.
2. **VAN de oportunidades de inversión:** Valor actual neto de las oportunidades de crecimiento futuro de la empresa, es decir, nuevos proyectos de inversión. Incluye sólo proyectos a los cuales la empresa les agregue valor y pertenecen a su definición estratégica.

Así, para valorar una empresa por flujos de caja descontados debemos estimar:

**La Tasa de Costo de Capital**, que corresponde a la rentabilidad exigida a los activos de la empresa, y por lo tanto, la tasa de descuento relevante. Usando WACC con base en CAPM, determinamos la tasa de descuento de capital promedio ponderado, entendiendo que el costo de capital de una empresa, es el promedio ponderado entre el costo del patrimonio y el costo efectivo de la deuda<sup>1</sup>. Donde el costo del patrimonio se pondera por la relación P/V (Patrimonio / Valor de empresa) y el costo efectivo de la deuda se pondera por la relación D/V (Deuda / Valor de empresa).

Luego, se deben calcular **Los Flujos de caja esperados de los Activos Actuales**, para esto, se construyeron a partir de los EERR del año 2010, (año base), los Flujos de Caja Libres para los años 2014 al 2018. Así, se proyectan flujos futuros tanto de los ingresos como de los egresos basados en las expectativas y supuestos. Una estimación confiable debe identificar, analizar y proyectar las variables que expliquen dicho flujo; como contexto de la empresa, industria, variables económicas, y todos aquellos factores que incidan en la generación de flujo.

El flujo de caja, debe mostrar solo los movimientos efectivos de caja, y se deben deducir las partidas que no constituyen ingreso o egreso de efectivo, determinando la real capacidad de generación de flujos de la compañía. (Suponiendo que la empresa funciona al 100% de su eficiencia)

El Flujo de Caja Libre para cada periodo se construye de la siguiente forma:

- + Ingresos Operacionales
- Costos Operacionales
- + Ingresos fuera de la explotación afectos a impuestos
- Costos y Gastos fuera de la explotación afectos a impuestos
  
- +/- Ingresos/Gastos no operacionales no afectos a impuestos
  
- = Utilidad antes de impuestos

---

<sup>1</sup> Finanzas Corporativas, Profesor Marcelo Gonzalez.

- Gasto por impuesto a las ganancias
- = UTILIDAD FINAL**

Para obtener el Flujo de Caja Bruto se deben hacer los siguientes ajustes:

- + Depreciaciones y amortizaciones
- Ingresos fuera de la explotación afectos a impuestos, después de impuestos
- + Costos y Gastos fuera de la explotación afectos a impuestos, después de impuestos
- +/- Ingresos/Gastos no operacionales no afectos a impuestos

**= FLUJO DE CAJA BRUTO**

Este valor debe ajustarse según las Políticas de Inversiones (oportunidades de crecimiento), para ello se deben proyectar las inversiones en activo fijo, en reposición de activos actuales y el exceso o déficit de capital de trabajo que presente la empresa.

Así, El Flujo de caja Bruto

- Inversiones en mantención o Reposición
- Inversiones en Nuevas Inversiones
- Inversiones en capital de trabajo

**= FLUJO DE CAJA LIBRE**

En un FCD, los flujos son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado, y luego descontados para reflejar su valor presente. Además se debe considerar un periodo mas allá del horizonte de la valoración, para determinar el **Valor Terminal de los Activos**, que es la definición correcta del flujo permanente, que corresponde al siguiente flujo de caja después del último año en proyección, año "t+1" (perpetuidad). El cual se proyectó constante.

Por otro lado, se debe determinar el valor de **Activos Prescindibles**, que son los activos que no pertenecen al negocio principal (CORE) de la empresa, pero que tienen valor de mercado por si solos. Ejemplos: terrenos, inversión en empresas, etc.

Así, este método estima como el Patrimonio Económico de una compañía el valor económico de sus activos, menos el valor económico de su deuda, es decir, la deuda financiera, la cual corresponde al valor económico de los pasivos, y esta compuesta por la deuda que paga intereses, ya sea con bancos o instituciones financieras.

Por lo tanto, el Patrimonio Económico se calcula de la siguiente forma:

- + Valor de los activos (Valor actual de los FCF + Valor Terminal)
- + Valor de los activos prescindibles
- +/- Exceso/Déficit de Capital de Trabajo
- Valor de la deuda financiera

**= PATRIMONIO ECONOMICO**

A continuación, se determinan paso a paso, los parámetros necesarios para la obtención de los flujos de caja, y la información de la empresa e industria que permitirá determinar los supuestos adecuados y la valoración.

Fecha de Valoración, según los últimos EEFF disponibles, al 30 de junio de 2014.

### 3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

#### 3.1 Ficha de la empresa: EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES S.A

Razón Social	: ENTEL S.A
Rut	: 92.580.000-7
Nemotécnico	: ENTEL
Industria	: Telecomunicaciones
Regulación	: Subsecretaría de Telecomunicaciones
Clase de Acción	: Acciones comunes
Derechos	: Pago Dividendos -50% de utilidades
Mercado	: Ipsa, CHILE

Entel es un proveedor integrado de telecomunicaciones y servicios TI para los mercados de Personas, Empresas y Corporaciones. Adicionalmente, provee servicios de arriendo de redes a Mayoristas. Opera en Chile con una posición líder en la industria, y en Perú, país en el cual participa a través de sus filiales Americatel Perú y Servicios de Call Center.

Opera en un sector de la economía que constituye una actividad de gran relevancia para el desarrollo económico, estando presente en prácticamente todos los rubros de la economía y en el quehacer general de la población.

#### 3.2 Filiales

**3.2.1 Entel International B.V.I Corp. y Filial:** Realiza inversiones en el extranjero, como adquirir y poseer, acciones, títulos, bonos, etc., que sean consideradas estratégicas por Entel. Desarrolla actividades comerciales como capitalista, financista, concesionaria y comerciante y se encarga de desarrollar y ejecutar cualquier otro negocio conveniente, que podrían aumentar el valor de la empresa.

**3.2.2. Nextel del Perú S.A:** Proporciona servicios de telecomunicaciones inalámbricos, como digital móvil telefónico, Servicio "Nextel Direct Connect", que

permite a los suscriptores en un mismo país contactarse al instante, Servicios de Internet, servicios móviles de mensajería, etc.

**3.2.3. Empresa de Radiocomunicaciones Insta Beep Limitada:** Es una sociedad que desarrolla su negocio a través de la prestación de servicios de equipos busca personas.

**3.2.4 Entel Servicios Telefónicos S.A:** Su objetivo es la prestación de servicios de Telecomunicaciones; comercialización, distribución y representación de equipos y cualquier negocio relacionado con las telecomunicaciones.

**3.2.5 Entel Inversiones S.A. y Filial:** Su objetivo es realizar inversiones que estratégicamente se consideren convenientes para los objetivos corporativos, estén o no relacionadas con el negocio de las telecomunicaciones.

**3.2.6 Entel Call Center S.A. y Filiales:** Desarrolla, instala, opera y explota diversas plataformas de medios de telecomunicaciones, para prestar por si misma o a través de otras empresas dentro del país o en el extranjero, los servicios de telemarketing, comercialización de bienes y servicios, atención a clientes o toda otra prestación de servicios que se pueda realizar a través de operadoras o de medios automáticos de telecomunicaciones o internet.

**3.2.7 Entel Servicios Empresariales S.A:** Proporciona a usuarios del país o del extranjero, los servicios informáticos que permitan la realización de transacciones comerciales y contables mediante medios electrónicos de comunicaciones (EDI), la producción, importación, exportación y distribución de software y otros servicios afines incluyendo asistencia técnica y la representación de proveedores nacionales o extranjeros.

**3.2.8. Entel Telefonía Local S.A. y Filiales:** El objeto social es la instalación, operación, explotación, comercialización y prestación de toda clase de servicios públicos, limitados y complementarios de telecomunicaciones.

### 3.3 Propiedad y Administración

Entel Chile S.A. cuenta con 236.523.695 acciones emitidas, de serie única, de las cuales, Inversiones Altel Limitada posee el 54,76%. El porcentaje restante de propiedad se encuentra disperso entre inversionistas institucionales, corredoras de bolsa por cuenta de sus clientes y otros inversionistas minoritarios.

A continuación se detallan la estructura de propiedad de la empresa a la fecha de la valoración:

Cuadro N°1: Detalle 12 Mayores Accionistas de la empresa al 30-06-2014

1. INV ALTEL LTDA	54,7%
2. BANCO DE CHILE POR CUENTA DE TERCEROS NO RESIDENTES	9,87%
3. BANCO ITAU POR CUENTA DE INVERSIONISTAS	8,74%
4. BANCO SANTANDER POR CUENTA DE INV EXTRANJEROS	4,18%
5. BANCHILE C DE B S A	1,71%
6. LARRAIN VIAL S A CORREDORA DE BOLSA	1,23%
7. AFP PROVIDA S A PARA FDO PENSION C	1,12%
8. AFP PROVIDA S A FONDO TIPO B	1,02%
9. AFP HABITAT S A FONDO TIPO B	0,86%
10. SANTANDER S A C DE B	0,77%
11. AFP CAPITAL S A FONDO DE PENSION TIPO B	0,76%
12. AFP CUPRUM S A FONDO TIPO B	0,63%

Fuente: Elaboración Propia, Datos SVS

### 3.4 Políticas de la Compañía

Otro aspecto importante en la Valoración de una empresa y que incide en el valor de ésta, es la forma como se financia, por lo cual, se debe examinar la estructura de capital de la empresa y el uso de la deuda.

Con el fin de disminuir las necesidades de deuda, para financiar los planes de inversión, el año 2013 la compañía cambió su política de reparto de dividendo, pasando de repartir un 80% a repartir un 50% como mínimo. Se considera que esto, a pesar de ser positivo para el flujo operacional del negocio, podría haber impactado negativamente el precio de la acción. Se espera que esa política se mantenga hasta el año 2016.

El 2013 los ratios de endeudamiento de la Compañía alcanzaron su máximo en los últimos 4 años, pasando de un 0,16 el año 2012 a un 0,33 el 2013. Dicho aumento se asocia a la compra de Nextel Perú en agosto, para lo cual la Compañía tomó un crédito puente de US\$ 400 millones con HSBC Bank de USA y Banco de Chile. En octubre de 2013, la empresa efectuó una colocación de bonos internacionales en Estados Unidos por MMUS\$ 1.000, destinados al refinanciamiento de pasivos, con los cuales se refinanció entre otras deudas, el crédito puente tomado para la compra de Nextel Perú.

Dada las necesidades de inversiones, orientadas al desarrollo del área servicios móviles y fijos, además de un porcentaje importante para financiar la nueva operación de Nextel Perú, por lo que se espera que ese ratio siga en aumento.

La estrategia comercial se enfoca en expandir su red 3G, en el despliegue de su red 4G, en la red de fibra óptica y entregar mejores coberturas, además del tendido de fibra óptica. Asimismo busca avanzar en la implementación de mayores servicios de internet hogar, banda ancha móvil y TV satelital. Y servicios a empresas como Big Data.

De acuerdo al Plan de Inversiones de Entel Chile, se espera una inversión de MMUS\$1.467 entre 2014 y 2015.

### 3.5 Descripción de la Industria

Se estima que el sector de Telecomunicaciones en Chile mantiene una cartera de inversiones por unos US\$3.264 millones, principalmente impulsados por las tres empresas más importantes del mercado de productos móviles Entel, Telefónica y Claro, quienes a junio 2014 poseen el 96,9% del mercado.

La operación de la industria se divide principalmente en Telefonía Móvil, Telefonía fija, Internet, servicio de transferencia y administración de datos.

A la fecha, Chile alcanza una penetración en Telefonía Móvil de 132% con 23,4 millones de usuarios, cifra mayor incluso a los países desarrollados<sup>3</sup>, (128%), mostrando una saturación en el mercado.

La tasa de crecimiento del número de abonados en los últimos 4 años, registra un crecimiento promedio cercano a un 10%, sin embargo ha decrecido ( año 2013). La Cobertura de servicio alcanza a más del 95% del territorio habitado. Otros servicios como Internet, cuya penetración alcanza el 59%, alcanza un crecimiento promedio, de los últimos cuatro años, de un 39%.

Por otro lado, el número de competidores también ha ido aumentando, y entre el 2012 y 2013 ingresaron nuevos competidores, que si bien hoy tienen participaciones menores, podrían convertirse en actores relevantes y presionar los precios a la baja.

Cuadro N°2: Participaciones del Mercado de Telecomunicaciones en Chile (Dic 2013 y Jun 2014)

Participación de mercado	Dic 13	Jun 14
<b>Movistar</b>	38,5%	38,3%
<b>ENTEL</b>	37,5%	36,6%
<b>Claro</b>	21,8%	22,1%
<b>Virgin</b>	0,7%	0,8%
<b>Nextel</b>	1,0%	1,4%
<b>VTR</b>	0,3%	0,4%
<b>Otro</b>	0,2%	0,4%

Fuente: Unidad de Estudios Subtel

Entre los objetivos que buscan los principales actores del mercado de las Telecomunicaciones se encuentra, el prepararse para satisfacer el crecimiento

<sup>3</sup> Según ITU International Telecommunication Union

exponencial de la transmisión de datos previsto para los próximos años, lo que aumentará las exigencias técnicas, las velocidades de conexión y la calidad de los dispositivos móviles.

La industria ha experimentado cambios significativos, así pasaron a ser relevantes la utilización de tecnologías para comunicaciones de cuarta generación (4G), el desarrollo de las redes para soportar las nuevas bandas, la instalación de fibra óptica y las nuevas regulaciones en el servicio. La rapidez de los avances tecnológicos es un riesgo inherente de las empresas de telecomunicaciones, dado los cambios que se pueden generar en los flujos futuros de las inversiones en nuevas tecnologías, y que pueden quedar obsoletas rápidamente.

El 2012, un informe económico<sup>4</sup> declaró que los datos, constituyen una nueva clase de activo económico, a raíz del uso que pueden tener para las empresas, ha surgido el concepto de Big Data (análisis de grandes volúmenes de datos en tiempos razonables para convertir la información en mayor productividad, diferenciación e innovación). Se estima que Big Data será fundamental para que las compañías puedan utilizar la información disponible para crear nuevas oportunidades de negocios y así mantenerse vigentes. Frente a esta tendencia, destaca la ventaja de Entel al tener la infraestructura necesaria para soportar no sólo la conectividad de los dispositivos, sino también los ambientes Cloud y Big Data; inversiones que alcanzaron cerca de un 18% de las inversiones el 2013. En la línea de negocios de Outsourcing TI participan empresas de la industria de las telecomunicaciones, Telefónica, Claro, Entel, y del sector de servicios TI, como Sonda, IBM, HP, Synapsis, Adexus y Level 3.

### 3.6 Principales Competidores

#### TELEFONICA CHILE S.A.

---

Ticker o Nemotécnico	: CTC-A y CTC-B
Clase de Acción	: Series A y B
Derechos de cada Clase	: Serie A- Acciones comunes

---

<sup>4</sup> Foro Económico Mundial de Datos, Suiza 2012

Serie B- Acciones preferentes

Mercado donde Transa sus acciones	: Ipsa, CHILE
Descripción de la Empresa	: Provee servicios de telecomunicaciones en Chile, lo que incluye servicios de banda ancha, televisión de pago, datos y servicios de telefonía fija, larga distancia y telefonía pública, entre otros.
Sector e Industria	: Telecomunicaciones
Áreas de Negocio	: Telefonía. Celular 42,2%
	Telefonía Fijo 25,1%
	Televisión 9,7%
	Datos e Internet 12%
	Otros 11%

**AMERICA MOVIL S.A.B de C.V**

---

Ticker o Nemotécnico	: AMERICA MOVIL
Clase de Acción	: AMX-A, AMXL y AMOV
Derechos de cada Clase	: Acciones comunes, preferentes, etc.
Mercado donde Transa sus acciones	: BMV México, Nasdaq USA.
Descripción de la Empresa	: Tercer operador de telecomunicaciones del mundo, el más grande de Latinoamérica. Más de 260 millones de clientes en 18 países
Áreas de Negocios	: Importancia Relativa/EBITDA (Aprox.)
	Telefonía. Celular 36.1%
	Telefonía Fijo 15.3%
	Televisión 9.7%

Datos Celular 25.8%

Datos Fijos y otros 13.1%

### **3.6 Regulación**

ENTEL S.A es una sociedad anónima abierta, y se encuentra sujeta a la Ley sobre sociedades anónimas, sobre mercado de Capitales y la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros.

La industria de las Telecomunicaciones, esta regulada por la Ley N°18168- ley general de Telecomunicaciones, en ella se establece como principio general un régimen de libre acceso a las telecomunicaciones, en el que cualquier persona puede optar a las concesiones y permisos en la forma y condiciones.

La Subsecretaría de Telecomunicaciones es la autoridad a la que competen la aplicación y control de la Ley 18168 y sus reglamentos. Su trabajo está orientado a coordinar, promover, fomentar y desarrollar las telecomunicaciones en Chile. Por su parte, en lo referente a la dictación de los respectivos decretos tarifarios, la responsabilidad recae, conjuntamente, tanto en el Ministerio de Economía, Fomento y Reconstrucción, como en la Subtel.

La entidad reguladora, ha empujado cambios importantes en la industria chilena, como ha sido la modificación aplicada a los cargos de acceso, que desde enero de 2014 se rebajaron en un 73%, lo que implica una reducción significativa de las barreras de entrada para los competidores.

Tanto los Proyectos de Ley en trámite como las iniciativas reglamentarias de la Subsecretaría de Telecomunicaciones, además de generar nuevos escenarios competitivos y oportunidades, suponen una mayor carga regulatoria para la industria, por cuanto establecerán una nueva forma de fiscalización y un marco normativo que obligarán a definir ajuste a los procesos actuales para cumplir con estas exigencia.

#### 4. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

La empresa al 30 de junio del 2014, tiene solo un bono vigente, emitido el 24/10/2013, primera operación de este tipo que realiza la empresa en el mercado externo. Alcanzó una demanda de 4,5 veces la oferta y una tasa de 4,97% cifra que implica un spread de un 2,45% sobre los bonos del tesoro Americano, correspondiente al plazo. El 57% fue colocado entre inversionistas institucionales de Usa, 19% de Europa y el 13% en Chile. La Totalidad de la operación, se destinó a refinanciamiento de pasivos.

a. Características de La Emisión: Principales características de los bonos <sup>5</sup>

Bono	: 1.000.000 USD
Nemotécnico	: 144 <sup>a</sup>
Valor Nominal (VN o D)	: 1.000.000
Moneda	: USD
Tipo de Colocación	: Extranjera
Tipo de Bono	: Francés o Bullet
Tasa Cupón ( $k_d$ )	: 4.97%
Periodicidad	: 10 años
Número de pagos (N)	: 1 pago al vencimiento
Periodo de Gracia	: Sin periodo de gracia.
Clasificación de Riesgo	: Baa 2- Moody's / BBB+ S&P
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión ( $k_b$ ):	4,966% ( <a href="http://www.SVS.cl">www.SVS.cl</a> )
Precio de venta el día de la emisión:	1.000.000 USD
Valor de M <sup>o</sup> el día de la emisión	: 1.624.246,6 USD
Se transó	: Sobre la par.

---

<sup>5</sup> Fuente: SVS, SBIF

## 5. ESTIMACION DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para calcular la estructura de capital de la empresa, debemos ver como esta se financia y que nivel de endeudamiento necesita soportar para mantener la actual operación, alcanzar las inversiones, y nivel de ingresos o flujos. Luego valorar su Patrimonio y finalmente el Valor de la Empresa (V). Para ello se calcula la Deuda Financiera para los últimos cuatro años, basándose en la información histórica de la empresa, cuyos datos fueron obtenidos de acuerdo a norma IFRS.

Cuadro N°3: Evolución Deuda Financiera ENTEL S.A

UF	2010	2011	2012	2013	jun-14
Préstamos con intereses (cte)	20.215	44.281	137.062	21.194	2.990.728
Otros Pasivos Financieros (cte)*	658.895	789.308	1.090.899	1.147.558	373.601
Préstamos con intereses (no cte)	13.161.204	13.968.874	16.655.261	12.321.968	12.435.927
Otros Pasivos Financieros (no cte)*	3.167.021	1.887.568	1.196.031	22.562.908	22.845.699
<b>DEUDA FINANCIERA</b>	<b>17.007.335</b>	<b>16.690.031</b>	<b>19.079.252</b>	<b>36.053.629</b>	<b>38.645.955</b>

Fuente: Elaboración Propia

En las notas de la memoria se encuentran el número de acciones suscritas y pagadas al cierre de cada año, y desde la Bolsa de Comercio se obtuvo el precio de cierre de la acción. Luego se calcula el Patrimonio Económico de la empresa para el mismo periodo de años, el cual se considera como el Numero de acciones (t) \* Precio de la acción (t).

Entonces  $P(t) = n(t) * p(t)$

Cuadro N°4: Evolución de Patrimonio Económico ENTEL S.A.

	2010	2011	2012	2013	jun-14
N° acciones suscritas	236.523.695	236.523.695	236.523.695	236.523.695	236.523.695
Precio acción en t <sup>6</sup>	0,38	0,44	0,43	0,31	0,28
Patrimonio Económico P(t)	90.759.714	103.111.631	102.507.495	72.358.743	67.067.331

Fuente: Elaboración Propia, Datos Bolsa de comercio y Memoria Entel SA

Ahora para calcular el valor de la empresa consideramos:

<sup>6</sup> Valor de la acción de ENTEL (en UF), al cierre de cada año y al 30 de junio 2014

Cuadro N°5: Valor Económico Histórico.

	UF	2010	2011	2012	2013	jun-14
+	Patrimonio Económico (P)	90.759.714	103.111.631	102.507.495	72.358.743	67.067.331
+	Deuda Financiera (B)	17.007.335	16.690.031	19.079.252	36.053.629	38.645.955
	<b>V=(P) + (B)</b>	<b>107.767.049</b>	<b>119.801.662</b>	<b>121.586.747</b>	<b>108.412.372</b>	<b>105.713.286</b>

Fuente: Elaboración Propia

Al tener este valor (V), podemos calcular la razón de endeudamiento de la empresa (B/V) para cada año, suponiendo deuda financiera igual a deuda de mercado. Con dichos datos se obtienen las estadísticas descriptivas de la razón de endeudamiento, leverage financiero.

Cuadro N°6: Estructura de Capital Histórica y Estadísticas Descriptivas

Indicador	2010	2011	2012	2013	jun-14
B/V	0,16	0,14	0,16	0,33	0,37
P/V	0,84	0,86	0,84	0,67	0,63
B/P	0,19	0,16	0,19	0,50	0,58
Estadísticas	Mediana	D. Estándar	Máximo	Mínimo	Promedio
B/V	0,16	0,11	0,37	0,14	0,23
P/V	0,84	0,11	0,86	0,63	0,77
B/P	0,19	0,20	0,58	0,16	0,32

Fuente: Elaboración Propia

Para calcular la Estructura de Capital Objetivo (ECO) se pueden observar las estadísticas descriptivas básicas como el mínimo, máximo, mediana, desviación estándar. En este caso se propone como ECO en el largo plazo, el promedio de 2013 y junio 2014, ya que se acerca más a la situación actual de la empresa, debido al aumento del nivel de endeudamiento el año 2013

Así, se definen como objetivos: B/V= 0,35 B/P= 0,54 P/V= 0.65

## 6. ESTIMACION DEL COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Lo ideal es evaluar la empresa de acuerdo a sus propias características, y su propio riesgo. Obteniendo una tasa de descuento para la empresa, que refleje las características propias del sector que pertenece.

Primero, para calcular el Costo patrimonial, necesitamos encontrar un Beta referencial del sector que refleje solo el riesgo del negocio.

### 6.1 Estimación del Beta de la acción

Para calcular el beta, se utilizaron los precios históricos semanales de la acción desde 1 Julio de 2008 al 30 Junio de 2014, y los precios semanales del índice IGPA durante el mismo período, calculando los retornos semanales tanto para la acción como para el IGPA.

Mediante el modelo de mercado ( $R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \epsilon$ ) Se Utilizaron 105 retornos para realizar las regresiones y estimar el beta de la acción para los años 2010 al 2014 (al 30 de Junio de cada año).

Donde: Rit : Retorno semanal del precio de la acción Entel S.A.

Rm: Retorno semanal del mercado, utilizando el IGPA

Luego de la Bolsa de Comercio obtenemos la presencia bursátil de la acción de al cierre de Junio de cada año.

Cuadro N°7: Beta de la Acción al 30 de junio de cada año

	2010	2011	2012	2013	Jun -14
Beta de la Acción	0.93	0.87	0.72	0.75	1.2
p-value (significancia)	95%	95%	95%	95%	95%
Presencia Bursátil <sup>8</sup>	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración Propia

<sup>8</sup> Fuente: Reseña Entel S.A. - Bolsa de Comercio – al 30 de Junio de cada año

Podemos observar que hasta el 2013, los beta de la empresa fueron inferiores a 1 (valor del mercado), y en el caso del 2014 hubo un aumento significativo, alcanzando un 1,2 lo que indica que la empresa presenta mayor riesgo respecto al mercado, este último año. Este valor se utilizará para determinar el Costo de Capital de la empresa. Los datos son comparables, ya que la presencia bursátil de la empresa ha sido un 100% durante todo el periodo de análisis.

Luego, con este beta, y la estructura objetivo de endeudamiento de la empresa, obtener el Beta patrimonial con deuda de la compañía, y posteriormente, obtener el costo patrimonial de la empresa. Con el costo de la deuda, el porcentaje de deuda y patrimonio, y junto con el costo patrimonial obtenido, se obtiene finalmente el WACC de la empresa.

## 6.2 Estimación del Costo de la Deuda ( $k_b$ )

Para determinar el costo de la deuda, consideramos que la empresa mantiene solo un bono, entonces se utiliza la tasa de colocación de este bono.

$$(k_b) = 4.97\%$$

## 6.3 Estimación del Beta de la Deuda ( $\beta_b$ )

La estimación se realiza a través del método de Rwacc, utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda  $K_b$ , calculé el beta de la deuda

Según CAPM:

$$K_b = R_f + (E(R_m) - R_f) * (\beta_b)$$

### Datos

Tasa libre de riesgo:	2,24% (BTU-30 al 25 de Junio de 2014)
Tasa de impuesto:	20%.
Rf:	2,24%
E (Rm-Rf):= Premio por riesgo:	5,93%

Entonces:

$$(\beta_b) = 4,97\% - 2,24\% / (5,93\%)$$

$$(\beta_b) = 0,460$$

#### 6.4 Beta de la Acción

Según la información obtenida en el cálculo de los beta de la acción, al 30 de junio (numeral 6.1, pág. 23)

$$(\beta_p^{C/D}) = 1,2$$

#### 6.5 Estimación Beta Patrimonial Sin Deuda $(\beta_p^{S/D})$

$(k_b) = 4,97\% \rightarrow$  Deuda Riesgosa, dado que la tasa libre de riesgo es < (2,24%). Para calcular el beta patrimonial con deuda, se ocupa fórmula de Rubinstein (para deuda riesgosa):

$$b_p^{C/D} = b_p^{S/D} * \frac{E}{E+D} + (1 - T_c) * \frac{B}{E+D} - (1 - T_c) * b_d * \frac{B}{E+D}$$

Se considera el beta de la acción determinado en el punto anterior. Se desapalanca el beta de la acción con la Estructura de Capital a la fecha. (B/P al 30 de junio 2014 = 0,58)

$$\text{Entonces, } 1,2 = b_p^{S/D} * \frac{E}{E+D} + (1 - 0,2) * \frac{B}{E+D} - (1 - 0,2) * b_d * \frac{B}{E+D}$$

$$1,2 = (\beta_p^{S/D}) * \frac{E}{E+D} + (0,8) * \frac{B}{E+D} - (0,8) * 0,46 * \frac{B}{E+D}$$

$$1,2 = (\beta_p^{S/D}) * (1,464 - 0,2134)$$

$$(\beta_p^{S/D}) = 1,2 / 1,250$$

$$(\beta_p^{S/D}) = 0,96$$

### 6.6 Estimación Beta Patrimonial Con deuda ( $\beta_p^{C/D}$ )

Utilizando Rubinstein nuevamente, se re Apalancó el beta patrimonial sin deuda con la Estructura de Capital objetivo de la empresa, definida en el numeral 5, como el promedio de los últimos 2 años, B/P= 0,54.

$$b_p^{c/d} = b_p^{s/d} * \frac{E}{E+B} + (1 - T_c) * \frac{B}{P} - (1 - T_c) * b_d \frac{B}{P}$$

$$b_p^{c/d} = 0,96 * \frac{E}{E+B} + (0,8) * 0,54 - (0,8) * 0,46 * 0,54$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 0,96 * 1,432 - 0,198$$

$$(\beta_p^{C/D}) = 1,17$$

El número es consistente, al tener una Estructura de Capital Objetivo menor que la que se tenía al 30 de junio 2014, se asocia a un menor riesgo, dado el menor nivel de endeudamiento asociado, lo que es consistente con un menor beta.

Cabe señalar que el beta es mayor al de mercado ( $b= 1$ ), por lo que este considera que la acción es más riesgosa que el mercado.

### 6.7 Estimación Costo Patrimonial ( $k_p$ )

Usando el beta patrimonial con deuda del punto anterior ( $\beta_p^{C/D}$ ), que incluye la Estructura de Capital Objetivo de la empresa, se utiliza CAPM para estimar la tasa de costo patrimonial, reemplazando los valores correspondientes.

$$(k_p) = R_f + (E (R_m - R_f) * \beta_p^{C/D})$$

$$(k_p) = 0,024 + 0,0593 * 1,17$$

$$(k_p) = 0,103$$

### 6.8 Costo de Capital ( $k_0$ )

Finalmente, utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), estimé el costo de capital para la empresa, considerando los P/V y B/V objetivos, definidos en el numeral 5.

$$WACC = k_p * \frac{P}{V^{c/d}} + k_b * (1 - t_c) * \frac{B}{V^{c/d}}$$

$$(k_0) = 0,103 * 0,65 + 0,497 * 0,8 * 0,35$$

$$(k_0) = 0,066 + 0,139$$

$$(k_0) = 0,205$$

Esta es la tasa que se utilizará para descontar los flujos futuros de la empresa en la valoración por flujos descontados.

## 7. ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

### 7.1 Análisis de Crecimiento de los Ingresos

- Ingresos de Actividades Operacionales

Encontramos Servicios Móviles, Prestación de Servicios Fijos y Otros servicios. Además de los Otros Ingresos Operacionales, que a pesar de no pertenecer al core del negocio son Ingresos recurrentes, por los que la empresa los consideran como operacionales, dentro de los cuales se encuentran, Ingresos por intereses comerciales, ingresos por arriendos y otros.

Cuadro N°8: Ingresos por Area ENTEL S.A. 2011-2013

Ingresos Ordinarios por Servicio (%)			
Concepto	dic-11	dic-12	dic-13
Telefonía Móvil Chile	78,5%	79,9%	78,1%
Telefonía Móvil Perú	0,0%	0,0%	2,8%
Servicios Privados (incluye TI)	7,6%	7,4%	7,4%
Telefonía Local	3,4%	2,9%	2,7%
Servicio de Televisión	0,0%	0,0%	0,5%
Larga Distancia	2,5%	2,3%	2,0%
Internet	1,3%	1,2%	1,3%
Servicios a Otros Operadores	1,6%	1,5%	1,3%
Negocios de Tráfico	2,6%	2,6%	1,9%
Americatel Perú	1,6%	1,4%	1,3%
Servicios Call Center	0,8%	0,8%	0,7%
<b>Total Ingresos Ordinarios</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Memoria ENTEL SA

Cabe destacar la importancia del área de servicios móviles, que como muestra el cuadro anterior, representa cerca del 80% de los ingresos de la compañía.

Para considerar información más realista, se analizaron los ingresos por área de negocios, así **los Servicios Móviles**, que considera el negocio de telefonía Perú y Chile, no presenta una tendencia clara, mostrando un crecimiento promedio de los últimos 3 años (2010-2013) de 13,06%.

Así para **Telefonía Móvil-Chile**, no se observa una tendencia tan clara, sin embargo decreció el 2013 en concordancia con la industria y saturación del mercado. Cabe señalar que se observa un crecimiento promedio para el periodo 2010-2013, de un 11,74%.

**Telefonía Móvil-Perú**, ingresa a la compañía el año 2013, donde vemos ingresos que no son muy significativos, pero que en Jun-2014 ya se duplica en relación al año

2013, presentando un crecimiento que no es representativo. Sin embargo, este mercado presenta oportunidades de crecimiento importantes, debido al nivel de penetración que es mucho menor que Chile.

Cuadro N°9: Crecimiento Ingresos Operacionales, Área Servicios móviles

EERR	2010	2011	2012	2013	Jun-14	Prom
<b>SERVICIOS MÓVILES</b>	<b>39.133.130</b>	<b>43.361.770</b>	<b>50.028.579</b>	<b>56.527.361</b>	<b>26.936.294</b>	
Tasa crecimiento		10,81%	15,37%	12,99%		<b>13,06%</b>
<b>Telefonía Móvil-Chile</b>	39.133.130	43.361.770	50.028.579	54.558.106	23.970.742	
Tasa crecimiento		10,81%	15,37%	9,05%		11,74%
<b>Telefonía Móvil-Perú</b>	0	0	0	1.969.255	2.965.553	
Tasa crecimiento	-	-	-		201,19%	n/a

Fuente: Elaboración Propia

Por su parte, en el área de **Servicios Fijos**, se observa un crecimiento promedio 2010-2013 de 5,62%. A continuación se presenta cada ítem individualmente.

Cuadro N°10: Crecimiento Servicios Fijos

EERR	2010	2011	2012	2013	jun-14	Prom
<b>SERVICIOS FIJOS</b>	<b>10.093.845</b>	<b>10.524.073</b>	<b>11.205.205</b>	<b>11.891.610</b>	<b>6.358.697</b>	
Tasa crecimiento		4,26%	6,47%	6,13%		5,62%
<b>Servicios Privados</b>	<b>3.965.874</b>	<b>4.203.071</b>	<b>4.637.426</b>	<b>5.176.540</b>	<b>2.774.803</b>	
Tasa crecimiento		5,98%	10,33%	11,63%		<b>9,31%</b>
<b>Telefonía Local</b>	<b>1.849.265</b>	<b>1.870.676</b>	<b>1.805.937</b>	<b>1.851.599</b>	<b>993.179</b>	
Tasa crecimiento		1,16%	-3,46%	2,53%		<b>0,08%</b>
<b>Servicio TV</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9.624</b>	<b>357.665</b>	<b>350.473</b>	
Tasa crecimiento	-	-	3616,56%	95,98%		n/a
<b>Larga Distancia</b>	<b>1.573.532</b>	<b>1.376.531</b>	<b>1.436.257</b>	<b>1.373.992</b>	<b>644.797</b>	
Tasa crecimiento		-12,52%	4,34%	-4,34%		
<b>Internet</b>	<b>740.368</b>	<b>743.916</b>	<b>753.799</b>	<b>895.706</b>	<b>497.863</b>	
Tasa crecimiento		0,48%	1,33%	18,83%		
<b>Servicios a Otros Op.</b>	<b>801.238</b>	<b>908.157</b>	<b>956.829</b>	<b>895.253</b>	<b>473.370</b>	
Tasa crecimiento		13,34%	5,36%	-6,44%		
<b>Negocios de Tráfico</b>	<b>1.163.568</b>	<b>1.421.721</b>	<b>1.605.333</b>	<b>1.340.855</b>	<b>624.211</b>	
Tasa crecimiento		22,19%	12,91%	-16,47%		

Fuente: Elaboración propia

**Otros Servicios:** Presenta una tendencia de crecimiento cercana al 4,5%, con un promedio para los últimos 3 años (2010-2013) de 4,63%.

Americatel Perú, no presenta una tendencia clara mientras que el área de Call center y otros, presenta una tendencia decreciente.

Cuadro N°11: Crecimiento Histórico Otros servicios

EERR	2010	2011	2012	2013	jun-14	Prom
<b>OTROS SERVICIOS</b>	<b>1.257.064</b>	<b>1.321.683</b>	<b>1.378.682</b>	<b>1.439.727</b>	<b>666.220</b>	
Tasa crecimiento		5,1%	4,3%	4,4%		4,63%
Americatel Perú	904.708	858.839	880.509	917.723	510.874	
Tasa crecimiento		-5,1%	2,5%	4,2%		
Call Center y Otros	352.356	462.844	498.174	522.004	155.346	
Tasa crecimiento		31,4%	7,6%	4,78%		

Fuente: Elaboración propia

- Ingresos No Operacionales

Dentro de los **Ingresos No operacionales**, encontramos: **Ingresos por intereses comerciales e Ingresos por arriendos**. A pesar de no pertenecer al Core del negocio de la empresa, si se consideran recurrentes para el periodo 2010 a junio de 2014.

## 7.2 Análisis de Costos Operacionales

Se hace distinción, según la información recopilada de la empresa, entre los costos de explotación y gastos de administración y ventas, así como aquellos costos que son fijos y cuales son variables de ventas.

- **Gastos de Administración**, Se mantienen prácticamente constantes, alcanzando un 20% en promedio para los últimos 3 años (2010-2013), por lo que se considera que corresponde en su mayoría a **costos fijos**, dentro de los que se encuentran: Beneficios a los empleados, Arriendos y mantenciones, Outsourcing y materiales.

- **Costos de Venta**, encontramos Publicidad, Comisiones, Costos de equipos móviles, Perdidas por deterioro (reversos), Otros costos, Otras pérdidas y ganancias

operacionales. Para el periodo 2010-Jun 2014, se observa una tendencia creciente, asociada al aumento en las ventas, por lo que se deduce que corresponde en su mayoría a **costos variables**.

- **Costos de Distribución**, que corresponden directamente a los cargos de acceso y participación a corresponsales. Se observa una tendencia decreciente y en junio de 2014, una caída significativa, que tiene sentido con las reducciones en los costos de acceso, debido a las modificaciones realizadas por la Subtel, que en enero de 2014 se redujeron en un 73%. Por lo tanto, también se consideran **costos variables**.

A continuación se detallan los costos Operacionales para los años 2010 a Junio de 2014, según la clasificación que hace la empresa, separando en cada uno de ellos la depreciación del ejercicio y amortización de intangibles:

Cuadro N°12: Apertura de costos histórica

<b>COSTOS OPERACIONALES</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>jun-14</b>
UF					
<b>Gastos de Administracion</b>	<b>10.201.735</b>	<b>10.841.024</b>	<b>12.231.173</b>	<b>15.522.303</b>	<b>9.364.037</b>
% de los ingresos operacionales	20,21%	19,64%	19,53%	22,22%	27,57%
<b>Costos de Venta</b>	<b>6.490.867</b>	<b>8.076.075</b>	<b>11.083.499</b>	<b>17.689.048</b>	<b>8.922.154</b>
% de los ingresos operacionales	12,86%	14,63%	17,70%	25,32%	26,27%
<b>Costos de Distribucion</b>	<b>7.961.619</b>	<b>8.193.454</b>	<b>9.200.855</b>	<b>9.442.931</b>	<b>2.766.295</b>
% de los costos operacionales	26,42%	24,87%	23,11%	18,68%	10,92%
Otros	4.034.839	4.022.639	5.070.702	5.757.404	3.379.180
Pérdidas por Deterioro, Neto	1.376.918	1.740.551	2.225.436	2.242.500	1.139.834
Otras Ganancias (Pérdidas)	-69.591	-65.351	-5.370	104.398	246.305
<b>TOTAL COSTOS OPERACIONALES</b>	<b>30.135.571</b>	<b>32.939.095</b>	<b>39.817.035</b>	<b>50.549.788</b>	<b>25.325.194</b>

Fuente: Elaboración Propia

### **7.3 Perspectivas de Crecimiento de la Industria**

La industria de las Telecomunicaciones ha presentado cambios significativos en los últimos años, principalmente en **cuanto a la madurez de mercado** alcanzada, el avance tecnológico y las preferencias de los consumidores. La tasa de crecimiento de abonados móviles en Chile ha disminuido desde 2011, y en 2013 este número decreció. Por otro lado, la tasa de penetración ha alcanzado niveles muy altos, incluso mayores que el promedio de las economías desarrolladas, llegando en 2013 a 134%, v/s la penetración de las economías desarrolladas, datos que indicarían cierta saturación del mercado de telecomunicaciones.

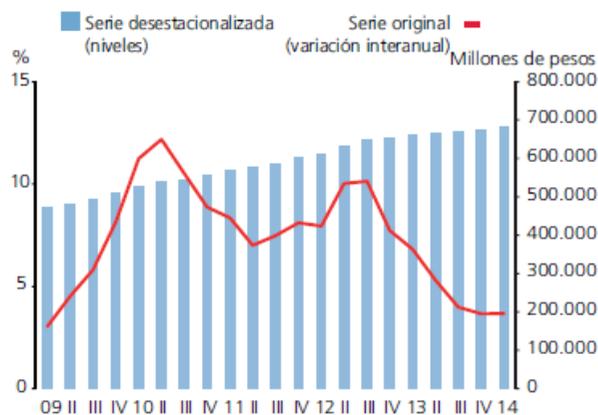
El aumento de la competencia también es significativo, ya que en los dos últimos años han ingresado cinco nuevos actores, que aunque tienen participaciones pequeñas, podrían transformarse en actores relevantes y presionar los precios a la baja. **La industria presenta una desaceleración en su crecimiento en Chile, en línea con una economía chilena de menor dinamismo.**

Otro cambio que se observa en la industria, es la clara tendencia de los últimos años en cuanto a la utilización de datos por sobre el uso de voz (uso de chats por sobre llamadas directas). La penetración de usuarios con plan de datos pasó de 42% en 2012 a 55% en 2013, lo que representa un crecimiento importante. Por otro lado, en el período 2008- 2012 los minutos utilizados en Chile crecían a un promedio de 19% anual, y en 2013 la tasa de crecimiento fue de apenas 2%.

El sector comunicaciones aumentó 3,7% durante el primer trimestre del 2014; en términos de estacionalizados, el sector mostró un alza respecto del período anterior. Como es habitual, el resultado fue incidido por el desempeño de la telefonía móvil. En términos de dinamismo, destacó la sub actividad otros servicios de telecomunicaciones, asociada a servicios de televisión e internet; aunque en contraste, cayeron los servicios de telefonía fija y larga distancia.

Cuadro N°13: Variación actividad Industria Telecomunicaciones 2009-2014

Comunicaciones



Fuente: Banco Central

## 7.4 Análisis de Activos

**7.4.1 Activos Operacionales**, la empresa considera las cuentas que tienen que ver específicamente con el giro del negocio.

Cuadro N°14 : Activos de Entel S.A al 30 de Junio 2014

ACTIVOS FIJOS	Miles UF	jun-14
Caja		\$ 1.062.610
CxC		\$ 11.884.986
CxC EERR		\$ 19.249
Inventarios		\$ 3.906.379
<b>Propiedades, Planta y Equipo</b>		<b>\$ 59.871.902</b>
Plusvalía		\$ 1.963.064
Otros Activos No Financieros CP		\$ 1.300.407
Otros Activos No Financieros LP		\$ 160.532
Activos Intangibles		\$ 5.664.360
<b>TOTAL ACTIVOS OPERACIONALES</b>		<b>\$ 85.833.489</b>
Otros Activos Financieros Corrientes		\$ 359.406
Otros Activos Financieros No corrientes		\$ 862.728
Derechos por Cobrar LP		\$ 189.124
Activos por Impuestos Corrientes y Diferidos		\$ 8.754.362
<b>TOTAL ACTIVOS NO OPERACIONALES</b>		<b>10.165.621</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>		<b>\$ 95.999.110</b>

Fuente: Elaboración Propia

A continuación se presenta la apertura del Activo Fijo, relacionada a la Infraestructura, que en la industria de la empresa es muy significativa

Cuadro N°15: Detalle de los activos fijos, al 30 de junio 2014

<b>Propiedades, Planta y Equipo</b>	<b>\$ 59.871.902</b>
Construcción en Curso, Neto	13.964.264
Terrenos, Neto	519.744
Edificios, Neto	5.058.008
Planta y Equipo, Neto	37.204.447
Equipamiento Tecnologías Información, Neto	2.004.333
Instalaciones Fijas y Accesorios, Neto	662.810
Vehículos de Motor, Neto	23.480
Mejoras de Bienes Arrendados, Neto	112.691
Otras Propiedades, Planta y Equipo, Neto	322.126

Fuente: Elaboración Propia

#### 7.4.2 Activos No Operacionales

- **Otros Activos Financieros.** Para efectos de valorización, el Grupo clasifica sus activos financieros dependiendo del propósito con el que se adquirieron los activos financieros; activos financieros a valor razonable con cambios en resultados, y Cuentas por cobrar y préstamos. La baja de dichos activos ocurre cuando expiran o se transfieren los derechos contractuales sobre los flujos de efectivo de los activos.

- **Activos financieros a valor razonable** con cambios en resultados: son activos financieros mantenidos para negociar. en esta categoría estan los instrumentos derivados que no cumplen los requisitos para aplicar contabilidad de cobertura.

- **Cuentas por cobrar y préstamos:** Activos financieros con pagos fijos y determinables que no tienen cotización en el mercado activo. Estos activos son reconocidos inicialmente por su valor razonable más los costos de transacción directamente atribuibles. Con posterioridad a dicho reconocimiento, se valorizan a su costo amortizado utilizando el método de la tasa de interés efectiva, menos las pérdidas por deterioro. Las CxC comerciales se reconocen por el importe de la factura, registrando el correspondiente ajuste en el caso de existir evidencia objetiva de riesgo de pago por parte del cliente (deterioro).

- **Derechos por Cobrar LP:** Estos saldos incluyen valores con vencimiento a más de un año plazo (no corrientes). Considerando la cartera de deudores comerciales (no securitizadas, y netas de incobrabilidad), CxC al personal, y otras cuentas por cobrar.
  
- **Activos por Impuestos Corrientes:** Se considera el impuesto a la renta provisionado por cada empresa del Grupo, se presenta compensado con los (PPM). Las compensaciones acumuladas de empresas que arrojaron saldos a favor.
  
- **Activos por Impuestos Diferidos:** El gasto por impuesto a la renta se determina sobre la base de los resultados financieros. Las diferencias temporarias de impuestos entre las bases financieras y tributarias, son registradas como activos o pasivos no corrientes, según corresponda. Se reconocen según las tasas que estarán vigentes en los períodos en que éstos se esperan sean realizados o liquidados.

## 8. PROYECCION DE EERR

Se realizó la proyección de los EERR anuales para los años 2014 al 2018, en UF de Junio de 2014.

### 8.1 Proyección de Ingresos Operacionales

En base a las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria donde se encuentra la empresa, se realizaron las proyecciones según las distintas áreas de negocios:

1. **Prestación de Servicios Móviles:** Se proyectó cada área individualmente.

- **Telefonía Móvil-Chile:** Para el 2014, se considera un decrecimiento de un 2,5% con respecto al año 2013, asociado a la tendencia de la industria. Desde el 2015 se proyecta un crecimiento igual al promedio de los últimos 3 años (2010-2013) de 11.74% menos un 1%. Desde el 2016 al 2018, se considera el crecimiento de 2 años atrás, menos un 1,5%. Para el año 2019 (perpetuidad) se considera igual al año 2018,

- **Telefonía Móvil-Perú:** Se considera Dic 2014, como junio 2014 anualizado. Para el 2015, un crecimiento de un 10%, asociado a la expectativa de crecimiento de Perú. Desde el 2016 al 2018, se considera un crecimiento anual de un 9%. Para el año 2019, se considera igual respecto al año 2018, asociado a la perpetuidad constante.

2. **Prestación de Servicios Fijos:** Para la proyección se considerará cada ítem individualmente.

- **Servicios Privados:** Dic 2014, se considera junio 2014, anualizado. Desde el 2015 se considera un crecimiento igual a 9,31% (el promedio de los últimos 3 años 2010-2013). El 2019 se proyectó igual al 2018. (constante).

- **Telefonía Local:** Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado. Desde 2015, se proyectó un crecimiento de un 0,08%, igual al promedio de los últimos 3 años. El año 2019 se mantuvo constante, con respecto al 2018.

- **Servicios TV:** Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado. Desde el año 2015 al 2019 se mantuvo constante con respecto el año 2014, debido a que la tendencia no es clara.

- **Larga Distancia:** Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado. A partir del año 2015, se proyectó un decrecimiento de un 5% anual, asociado a la tendencia de la industria. El año 2019, se mantiene constante, con respecto al año 2018.

- **Internet:** Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado. Desde 2015, se proyectó un crecimiento de un 10,1%, igual al promedio de los últimos 2 años (2011-2013). El año 2019 se mantuvo constante, con respecto al 2018

- **Servicios a otros operadores:** Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado. Desde 2015, se proyectó un decrecimiento de un 0,54%, igual al promedio de los últimos 2 años. El año 2019 se mantuvo constante, con respecto al 2018.

- **Negocio de Trafico:** Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado. Desde 2015, se proyectó un decrecimiento de un 1,78%, igual al promedio de los últimos 2 años. El año 2019 se mantuvo constante, con respecto al 2018.

- **Otros Servicios:** Se proyectó cada ítem individualmente, Mientras que para el negocio de Americatel Perú , se consideró Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado. Y desde el año 2015, se proyectó un crecimiento de un 5%. El año 2019 se mantuvo constante, con respecto al 2018.

En el área de Call center y Otros, se consideró Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado, y desde el 2015 al año 2019 se proyectó sin crecimiento.

Cuadro N° 16: Proyección EERR Ingresos Operacionales 2014-2018

PROYECCION INGRESOS	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
UF	Jun14*2				
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>73.175.093</b>	<b>80.061.815</b>	<b>86.726.585</b>	<b>93.050.161</b>	<b>98.850.768</b>
<b>SERVICIOS MOVILES</b>	<b>59.125.258</b>	<b>65.433.994</b>	<b>71.467.287</b>	<b>77.091.572</b>	<b>82.119.380</b>
Tasa crecimiento		9,1%	8,4%	7,6%	4,5%
<b>Telefonía Móvil-Chile</b>	<b>53.194.153</b>	<b>58.909.779</b>	<b>64.355.892</b>	<b>69.340.151</b>	<b>73.670.331</b>
Tasa crecimiento		10,74%	9,24%	7,74%	6,24%
<b>Telefonía Móvil-Perú</b>	<b>5.931.105</b>	<b>6.524.216</b>	<b>7.111.395</b>	<b>7.751.421</b>	<b>8.449.048</b>
Tasa crecimiento		10,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>SERVICIOS FIJOS</b>	<b>12.717.395</b>	<b>13.244.293</b>	<b>13.822.129</b>	<b>14.465.096</b>	<b>15.178.755</b>
Servicios Privados	5.549.607	6.066.469	6.631.469	7.249.090	7.924.234
Tasa crecimiento		9,31%	9,31%	9,31%	9,31%
Telefonía Local ( Incluye NGN - IP)	1.986.359	1.987.852	1.989.346	1.990.841	1.992.338
Tasa crecimiento		0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Servicio de Televisión	700.946	700.946	700.946	700.946	700.946
Tasa crecimiento		0%	0%	0%	0%
Larga Distancia	1.289.595	1.225.115	1.163.859	1.105.666	1.050.383
Tasa crecimiento		-5%	-5%	-5%	-5%
Internet	995.727	1.096.066	1.195.557	1.304.078	1.422.450
Tasa crecimiento		10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Servicios a Otros Operadores	946.739	941.646	936.580	931.541	926.529
Tasa crecimiento		-0,54%	-0,54%	-0,54%	-0,54%
Negocios de Tráfico	1.248.422	1.226.199	1.204.372	1.182.933	1.161.875
Tasa crecimiento		-1,78%	-1,78%	-1,78%	-1,78%
<b>OTROS SERVICIOS</b>	<b>1.332.440</b>	<b>1.383.528</b>	<b>1.437.170</b>	<b>1.493.493</b>	<b>1.552.633</b>
Americatel Perú	1.021.748	1.072.835	1.126.477	1.182.801	1.241.941
Tasa crecimiento		5,00%	5,00%	5,00%	105,00%
Servicios Call Center y Otros	310.693	310.693	310.693	310.693	310.693
Tasa crecimiento		0%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración Propia

## Proyección Ingresos No Operacionales

Existen cuentas no operacionales, que son flujo recurrente para la empresa, las cuales se proyectaron bajo un supuesto conservador. El resto de las cuentas que no sean un flujo recurrente se proyectan constantes a partir de Junio de 2014.

- **Ingresos por Intereses Comerciales:** No se observa una tendencia clara, por lo que se considera una tasa de crecimiento de un 0,5%, a partir del 2015. El año 2019 se considera constante con respecto al 2018.

- **Ingresos por Arriendos:** A pesar de no ser operacionales, la empresa genera ingresos por este concepto de manera recurrente, por lo que podemos decir que están ligados al negocio. **No existe una tendencia definida**, por lo tanto se proyecta a partir del 2015, la tasa de crecimiento implícita a diciembre de 2014 que es de un 15% y se mantiene constante desde 2016-2019.

- **Otros Ingresos Operacionales:** Se consideró Dic 2014, igual a junio 2014 anualizado, manteniéndose constante desde 2015-2019.

Cuadro N°17: Proyeccion Ingresos no Operacionales

PROYECCION INGRESOS	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
UF	Jun14*2				
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>73.175.093</b>	<b>80.061.815</b>	<b>86.726.585</b>	<b>93.050.161</b>	<b>98.850.768</b>
Ingresos por intereses Comerciales	67.570	67.908	68.247	68.247	68.588
Tasa crecimiento		0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Ingresos por arriendos	429.167	493.542	493.542	493.542	493.542
Tasa crecimiento		15%	15%	15%	15%
Otros Ingresos Operacionales *	624.636	624.636	624.636	624.636	624.636
Tasa crecimiento			0%	0%	0%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>74.296.466</b>	<b>81.247.900</b>	<b>87.913.010</b>	<b>94.236.586</b>	<b>100.037.534</b>

Fuente: Elaboracion propia

## 8.2 Proyección de Costos de Operación

- **Gastos de Administración:** Se considera diciembre 2014, como junio anualizado, representando así un 26% de los Ingresos Operacionales. Para modelar desde el año 2015 al 2018, se consideró como porcentaje el promedio de los últimos 2 años, que es de un 20,7%. Desde 2016-2018 se mantuvo el mismo porcentaje. El 2019 es igual al año 2018.

- **Costos de Venta:** Para Dic 2014 se considera un porcentaje de los Ingresos Operacionales que corresponde al promedio de los últimos 2 años, y es de un 21,5%. El año 2015-2016 se le suma un 2% asociado al crecimiento de los ingresos. El 2017 un 1% y 2018 y 2019, se proyectó el porcentaje del 2017 (26.5%) constante.

- **Costos de Distribución:** Para Diciembre del 2014, se consideraron como porcentaje de los costos operacionales un 23%, igual a el promedio de los últimos 4 años. Para los años 2015-2018 se consideró el porcentaje de los ingresos operacionales promedio de los últimos 4 años, igual a un 14,7%. El 2019 se proyecta constante con respecto al año 2018.

Los “Otros” costos se mantuvieron constantes con respecto a junio 2014 y fijos desde Dic 2014-2019. Las Perdidas por deterioro, y las Otras ganancias o Perdidas se proyectaron a Dic 2014, como la anualidad de junio, y no se consideraron desde el 2015, al no tener certeza de éstos.

Cuadro N°18: Proyección Costos Operacionales 2014-2018

PROYECCION UF	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>COSTOS OPERACIONALES</b>					
<b>Gastos de Administracion</b>	-18.728.074	-16.571.502	-17.951.001	-19.259.879	-20.460.511
% de los ingresos oper	26%	20,70%	20,70%	20,70%	20,70%
<b>Costos de Venta</b>	-15.741.033	-18.823.704	-22.125.221	-24.668.959	-26.206.785
% de los ingresos oper	21,5%	23,5%	25,5%	26,5%	26,5%
<b>Costos de Distribucion</b>	-11.640.301	-11.773.865	-12.753.984	-13.683.927	-14.536.962
% de los ingresos oper	-15,9%	-14,7%	-14,7%	-14,7%	-14,7%
Porcentaje de los costos opr	23%	23,3%	22,7%	22,4%	22,5%
Otros	-3.379.180	-3.379.180	-3.379.180	-3.379.180	-3.379.180
Pérdidas por Deterioro (Reversiones), Neto	-2.279.667	0	0	0	0
Otras Ganancias (Pérdidas)	492.610	0	0	0	0
<b>TOTAL COSTOS OPERACIONALES</b>	<b>51.275.645</b>	<b>50.548.251</b>	<b>56.209.386</b>	<b>60.991.946</b>	<b>64.583.439</b>

Fuente: Elaboración Propia

### 8.3 Resultado Operacional

En relación al resultado operacional, entendemos que se hizo una proyección de los Ingresos Operacionales por un lado, y por otra, de los costos operacionales. Al revisar que pasa con el resultado Operacional en la proyección, se observa que el promedio alcanza un un 35%, consistente con el histórico.

### 8.4 Ganancia Antes de Impuestos

Cuadro N°19: Proyección de Resultados antes de impuestos 2014- 2018

PROYECCION	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
UF	Jun14*2				
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>74.296.466</b>	<b>81.247.900</b>	<b>87.913.010</b>	<b>94.236.586</b>	<b>100.037.534</b>
<b>TOTAL COSTOS OPERACIONALES</b>	<b>51.275.645</b>	<b>50.548.251</b>	<b>56.209.386</b>	<b>60.991.946</b>	<b>64.583.439</b>
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>21.899.448</b>	<b>30.699.649</b>	<b>31.703.624</b>	<b>33.244.640</b>	<b>35.454.095</b>
Costos Financieros	-966.179	-966.179	-966.179	-966.179	-966.179
Diferencias de cambio	-345.295	0	0	0	0
Ingresos Financieros	37.518	37.518	37.518	37.518	37.518
Resultados por Unidades de Reajuste	-439.253	0	0	0	0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPU</b>	<b>20.186.239</b>	<b>29.770.989</b>	<b>30.774.963</b>	<b>32.315.980</b>	<b>34.525.435</b>

### 8.5 Impuestos y Utilidad después e impuestos

Se presenta el pago de impuestos, y la utilidad neta después de impuestos. Finalmente, se consideró una tasa de impuesto de un 20%.

Cuadro N°20: Utilidad Neta Proyectada 2014-2018

PROYECCION	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>20.186.239</b>	<b>29.770.989</b>	<b>30.774.963</b>	<b>32.315.980</b>	<b>34.525.435</b>
IMPUESTOS (20%)	-4.037.248	-5.954.198	-6.154.993	-6.463.196	-6.905.087
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>16.148.991</b>	<b>23.816.791</b>	<b>24.619.970</b>	<b>25.852.784</b>	<b>27.620.348</b>

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa, se espera que la empresa presente utilidades para todo el periodo proyectado.

## 9. PROYECCION DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

Dados los EERR obtenidos en las proyecciones, se proyecta un Flujo de Caja Libre para los años 2014 al 2019E, en UF de Junio de 2014.

Cuadro Nº 21: Proyeccion Flujo de caja Bruto

PROYECCION	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
UF	Jun14*2					
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>73.175.093</b>	<b>80.061.815</b>	<b>86.726.585</b>	<b>93.050.161</b>	<b>98.850.768</b>	<b>98.850.768</b>
<b>SERVICIOS MOVILES</b>	<b>59.125.258</b>	<b>65.433.994</b>	<b>71.467.287</b>	<b>77.091.572</b>	<b>82.119.380</b>	<b>82.119.380</b>
Telefonía Móvil-Chile	53.194.153	58.909.779	64.355.892	69.340.151	73.670.331	73.670.331
Telefonía Móvil-Perú	5.931.105	6.524.216	7.111.395	7.751.421	8.449.048	8.449.048
<b>SERVICIOS FIJOS</b>	<b>12.717.395</b>	<b>13.244.293</b>	<b>13.822.129</b>	<b>14.465.096</b>	<b>15.178.755</b>	<b>15.178.755</b>
<b>OTROS SERVICIOS</b>	<b>1.332.440</b>	<b>1.383.528</b>	<b>1.437.170</b>	<b>1.493.493</b>	<b>1.552.633</b>	<b>1.552.633</b>
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>74.296.466</b>	<b>81.247.900</b>	<b>87.913.010</b>	<b>94.236.586</b>	<b>100.037.534</b>	<b>100.037.534</b>
<b>COSTOS OPERACIONALES</b>						
<b>Gastos de Administracion</b>	-18.728.074	-16.571.502	-17.951.001	-19.259.879	-20.460.511	-20.460.511
% de los ingresos oper	26%	20,70%	20,70%	20,70%	20,70%	
<b>Costos de Venta</b>	-15.741.033	-18.823.704	-22.125.221	-24.668.959	-26.206.785	-26.206.785
% de los ingresos oper	21,5%	23,5%	25,5%	26,5%	26,5%	26,5%
<b>Costos de Distribucion</b>	-11.640.301	-11.773.865	-12.753.984	-13.683.927	-14.536.962	-14.536.962
<b>TOTAL COSTOS OPERACIONALES</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>				
<b>OPERACIONALES</b>	<b>51.275.645</b>	<b>50.548.251</b>	<b>56.209.386</b>	<b>60.991.946</b>	<b>64.583.439</b>	<b>64.583.439</b>
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>21.899.448</b>	<b>30.699.649</b>	<b>31.703.624</b>	<b>33.244.640</b>	<b>35.454.095</b>	<b>35.454.095</b>
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>	496.737	561.449	561.789	561.789	562.130	562.130
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>20.186.239</b>	<b>29.770.989</b>	<b>30.774.963</b>	<b>32.315.980</b>	<b>34.525.435</b>	<b>34.525.435</b>
<b>IMPUESTOS</b>	-4.037.248	-5.954.198	-6.154.993	-6.463.196	-6.905.087	-6.905.087
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>16.148.991</b>	<b>23.816.791</b>	<b>24.619.970</b>	<b>25.852.784</b>	<b>27.620.348</b>	<b>27.620.348</b>
<b>DEPRECIACION Y AMORTIZACION</b>	9.594.214	9.594.214	9.594.214	9.594.214	9.594.214	<b>9.594.214</b>
Ingresos Financieros	-30.015	-30.015	-30.015	-30.015	-30.015	-30.015
Costos Financieros	772.943	772.943	772.943	772.943	772.943	772.943
Resultados por Unidades de Reajuste	439.253	0	0	0	0	0
Diferencias de cambio	-345.295	0	0	0	0	0
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>26.580.092</b>	<b>34.153.934</b>	<b>34.957.113</b>	<b>36.189.926</b>	<b>37.957.490</b>	<b>37.957.490</b>

Fuente: Elaboracion Propia

### 9.1 Depreciación del ejercicio y Amortización de Intangibles

Se ajusta con el valor de la depreciación y amortización al 30 de Junio de 2014. Se considera la depreciación a Dic 2014, como el doble de la de junio y se se mantiene constante, desde el año 2014 en adelante.

### 9.2 Inversión en Reposición

Es la Inversión destinada a reponer los activos actuales, no permite aumentar capacidad, ni inversiones para nuevos productos o nueva tecnología.

Considerando la industria a la que pertenece la empresa, que considera un factor importante de tecnología, la empresa siempre esta invirtiendo para mejorar la calidad de los servicios, disminuir la obsolescencia, y adquirir nuevas tecnologías.

Para determinarla, debemos mirar el flujo de efectivo, y analizar las cuentas: Inversiones Permanentes y Depreciación del Ejercicio. Y se hace una estimación de Inversión en Reposición, como porcentaje de la depreciación.

Cuadro N°22: Inversión Histórica Activo Fijo

INVERSION HISTORICA EN AF	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14
Miles de UF					
INVERSIONES PERMANENTES	120.494.035	122.166.448	135.381.417	164.329.271	166.494.014
DEPRECIACION DEL EJERCICIO	74.890.117	74.774.610	86.462.261	107.087.996	106.622.112
<b>INVERSION EN REPOSICION</b>	<b>62%</b>	<b>61%</b>	<b>64%</b>	<b>65%</b>	<b>64%</b>

Fuente: Elaboración Propia

Por lo Tanto, se considero el promedio de los últimos 4 años, y se establece que la Inversión en Reposición es de 63.1%. A excepcion del año 2019, considerado la perpetuidad, que es el 100% de la depreciacion.

### 9.3 Nuevas Inversiones Activo Fijo (CAPEX)

Corresponde a la Inversión destinada a la compra de nuevos activos fijos, que permitan aumentar la capacidad instalada actual, nuevos productos o nueva tecnología. Como consideramos en la proyección un incremento en las ventas, debemos considerar nuevas inversiones en Activo fijo.

No existe información pública respecto al CAPEX de la empresa, sin embargo se puede estimar el valor de los activos como porcentaje de las ventas en forma histórica, y proyectar el activo fijo necesario basado en la proyección de las ventas; así se obtuvo un promedio de AF de un 84.1% de las ventas, el que se utilizó para hacer las proyecciones de Nuevas Inversiones.

Cuadro N°23: Activo fijo/ventas histórico

UF	2010	2011	2012	2013	jun-14
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>\$45.603.918</b>	<b>\$ 47.391.838</b>	<b>\$48.923.534</b>	<b>\$ 57.241.274</b>	<b>\$ 59.871.902</b>
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	50.615.008	55.661.325	63.088.130	70.526.020	34.585.847
<b>ACTIVO FIJO / VENTAS</b>	<b>90,1%</b>	<b>85,1%</b>	<b>77,5%</b>	<b>81,2%</b>	<b>86,6%</b>

Fuente: Elaboración propia

Cuadro N° 24: Proyección de Inversión en Activo Fijo

Proyección	UF	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
INVERSIONES ACTIVO FIJO		5.243.474	5.846.290	5.605.485	5.318.248	4.878.708	0

Fuente: Elaboración Propia

### 9.4 Inversión en Capital de Trabajo

Corresponde a la Inversión destinada a inyectar capital de trabajo adicional cada vez que aumentan las ventas, o a retirar capital de trabajo cuando hay disminución en las ventas. El capital de trabajo para efectos de determinar el flujo de caja libre está referido específicamente al capital de trabajo operativo neto que corresponde por definición a la diferencia entre activos corrientes que no devengan intereses y pasivos corrientes que no devengan intereses.

Para estimar la Inversión en Capital de Trabajo para una empresa en marcha, se utiliza el CTON, histórico, y se calculan los días de venta necesarios de capital de trabajo por variación en las ventas.

Así,  $CTON = Existencias + Cuentas\ por\ Cobrar + Valores\ Negociables - (Proveedores + Acreedores\ Varios + Cuentas\ por\ Pagar)$

Y, 
$$RCTON = \frac{CTON}{Ventas}$$

Se comienza analizando los últimos 4 años, y se considera el Rcton, obteniendo un promedio de un 2.1%. Adicionalmente, llega en promedio, a 6 días de venta.

Cuadro N°25: Calculo Rcton

Miles de UF	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	jun-14	Promedio
Otros Activos Financieros Corrientes	40.586	242.541	55.943	661.951	359.406	
CxC EERR	11.000.037	11.268.920	12.117.332	14.017.460	11.884.986	
CxC EERR	21.868	32.419	16.617	22.384	19.249	
Inventarios	1.715.136	2.829.986	2.905.241	6.454.741	3.906.379	
CxP	14.880.787	14.632.831	16.352.812	20.014.507	16.159.317	
<b>CTON</b>	<b>-2.103.159</b>	<b>-258.964</b>	<b>-1.257.679</b>	<b>1.142.029</b>	<b>10.703</b>	
% Cton de las VENTAS	-4,17%	-0,47%	-2,01%	1,63%	0,06%	
<b>RCTON</b>	<b>0,04</b>	<b>0,005</b>	<b>0,020</b>	<b>0,016</b>	<b>0,001</b>	2,1%
Días de Venta	15,00	1,69	7,23	5,89	0,23	6,0

Fuente: Elaboración Propia

Alternativamente se puede calcular en días de ventas simplemente haciendo el producto entre RCTON y 360

Así, se estima esta razón en el presente, es decir a Junio de 2014, y si está por debajo de su valor promedio entonces se considera un incremento inmediato de capital de trabajo. Los días de Venta a Junio del 2014, están lejanos al promedio, y por debajo de este, debido al efecto del diferencial de meses existente de junio a Diciembre del 2014.

Se realiza la estimación para determinar si la empresa tiene un déficit o un exceso de capital de trabajo. Para el cálculo de éste a la fecha de la Valoración, se consideran las ventas estimadas para Dic 2014 y se dividieron en 360 días, y luego se multiplicaron por 6 (días de ventas prom). Al calcular la diferencia de Dic 2014 – Junio 2014, se observa un déficit de Capital de trabajo.

Cuadro N°26: Estimación de Déficit o superávit de capital de T

RCTON	jun-14	2014E
VENTAS	34.585.847	74.296.466
CTON	10.703	1.235.242
Días de Venta Promedio		6
<b>Deficit de K° de T (UF)</b>		<b>-1.227.571</b>

Para los años de la proyección de flujos de caja se debe estimar sólo el incremento o recuperación de capital de trabajo de la siguiente forma:

$$Inversión\ en\ Capital\ de\ Trabajo = RCTON \cdot (Ventas_{t+1} - Ventas_t)$$

A continuación se presenta el detalle de la Inversión necesaria en Capital de trabajo

RCTON	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
VENTAS	74.296.466	81.247.900	87.913.010	94.236.586	100.037.534	100.037.534
<b>INVERSION EN K°T°</b>	<b>143.083</b>	<b>137.189</b>	<b>130.160</b>	<b>119.402</b>	<b>-</b>	<b>0</b>

Fuente: Elaboración propia

## 9.5 Proyección FLUJO DE CAJA LIBRE

Dados los cálculos anteriores, a continuación se presenta el FCL proyectado:

Cuadro N °27: Proyección Flujo de Caja Libre

PROYECCION	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>26.580.092</b>	<b>34.153.934</b>	<b>34.957.113</b>	<b>36.189.926</b>	<b>37.957.490</b>	<b>37.957.490</b>
INVERSION EN ACTIVO FIJO	-5.243.474	-5.846.290	-5.605.485	-5.318.248	-4.878.708	
<b>INVERSION EN REPOSICION</b>	<b>-6.053.949</b>	<b>-6.053.949</b>	<b>-6.053.949</b>	<b>-6.053.949</b>	<b>-6.053.949</b>	<b>-9.594.214</b>
INVERSION EN CAPITAL DE TRABAJO	-143.083	-137.189	-130.160	-119.402	0	0
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>15.139.586</b>	<b>22.116.505</b>	<b>23.167.520</b>	<b>24.698.327</b>	<b>27.024.833</b>	<b>28.363.276</b>

Fuente: Elaboración Propia

## 9.6 Activos Prescindibles

Según el análisis realizado a los Activos no operacionales de la empresa, durante la elaboración de los EERR proyectados, los activos prescindibles, es decir que no son del Core del negocio, valorados al 30 de junio de 2014 son:

Cuadro N° 28: Detalle Activos Prescindibles a Jun 2014

UF	jun-14
Otros Activos Financieros Corrientes	359.406
Otros Activos Financieros No Corrientes	862.728
Plusvalía	1.963.064
<b>TOTAL ACTIVOS PRESCINDIBLE</b>	<b>3.185.199</b>

Fuente: Elaboracion Propia

## 9.7 Deuda Financiera de la Empresa

UF	2010	2011	2012	2013	2014*
Deuda Financiera	17.007	16.690	19.079	36.054	38.646

Fuente :Elaboración Propia

La deuda Financiera al 30 de junio 2014 es de 38.646 MUF

## 9.8 Valor Terminal

Se considera el valor terminal, como una perpetuidad sin crecimiento, es decir, la empresa no crece a partir del año 2018 (T), y mantiene su nivel de ventas constante.

Entonces para determinarlo, calculamos el valor presente de una perpetuidad, de los flujos de caja a partir de dic 2019, es decir T + 1.

Entonces, para el año 2019, consideremos los siguientes supuestos:

- La inversión en reposición es igual al 100% de la depreciación
- No existe Inversion en Activo Fijo
- No existen Inversiones en capital de Trabajo.

Se debe utilizar la tasa de Costo de Capital estimada en punto 6.8 , pagina 27

$$V(T) = FCL(T+1) / (k_0)$$

$$(k_0) = 0,205$$

$$V(T) = 28.363.276 / 0,205$$

$$V(T) = \mathbf{138.357.445}$$

## 10 VALORACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA Y DE SU PRECIO DE ACCIÓN

A Partir de la información obtenida, se estima el Valor Económico de la empresa, y su precio de acción, a través de Flujos descontados

Valor del Patrimonio = Valor de Activos - Valor de Deuda que paga intereses

Valor del Patrimonio: Equivale al valor presente del flujo de caja de los accionistas descontados a la tasa de costo patrimonial.

Considerando una tasa de costo de Capital, encontradas a través del WACC de la empresa

WACC = 20,5%

Cuadro N°29 Calculo Valor Económico

VP ACTIVOS OPERACIONALES	<b>\$98.915.425</b>
ACTIVOS PRESCINDIBLES	<b>3.185.199</b>
DEUDA FINANCIERA	<b>-38.645.955</b>
DEFICIT K <sup>o</sup> T	<b>-1.227.571</b>
<b>PATRIMONIO ECONOMICO</b>	62.227.097
NUMERO DE ACCIONES	<b>236.523.695</b>
VALOR EN UF	0,26
<b>VALOR EN PESOS</b>	<b>\$ 6.320</b>

Fuente: Elaboracion Propia

## 11 CONCLUSIONES

Se puede concluir entonces que el valor de la empresa no es la suma del valor de cada uno de sus activos por separado, o el valor de liquidación; es decir, tomar cada uno de sus activos por separado y recibir el precio de mercado por cada uno de ellos. Por lo tanto, lo que se espera al formar una empresa, es que la sinergia que se produce al tener todos los activos junto; genera un RON flujo, que en Valor Presente sea mayor que la Inversión realizada por los activos. No es solo la capacidad generadora de flujos de los activos que actualmente posee la empresa, si no que se incluye el valor de las oportunidades de crecimiento.

Cabe señalar que como se proyectó una perpetuidad constante, la valoración estaría siendo conservadora al considerar que desde el año 2019 la empresa mantiene su nivel de ventas constantes.

Adicionalmente, el precio obtenido es consistente con que el precio de la acción de mercado a la fecha de valoración, que al cierre de junio fue de \$6.812<sup>9</sup>, obteniéndose un precio un 7,1% menor a este.

---

<sup>9</sup> Valor según Bolsa de Comercio al cierre de junio 2014

## 12 BIBLIOGRAFIA

- Libros, Tesis y Documentos de trabajo
  - Valoración RIPLEY CORP- Abel Curiche Painemal/ Primavera 2010
  - Valoración de Empresa E-CL- Jaime Huenufil Alvarez/ Abril 2014
  - Valoración SACI Falabella- Pedro Becerra / Abril 2014
  - Apuntes Taller Valoración, Magister en Finanzas Weekend, Profesor Marcelo González
  - Finanzas Corporativas, Teoria y Practica, Editorial Andres Bello, 3era edición año 2008.
  
- Internet
  - Entel SA [WWW.ENTELEL.CL](http://WWW.ENTELEL.CL)
  - Bolsa de Comercio de Santiago, [www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)
  - Superintendencia de Valores y Seguros, [www.svs.cl](http://www.svs.cl)
  - Superintendencia de Telecomunicaciones, [www.subtel.cl](http://www.subtel.cl)
  - Valoración Entel, Marzo 2014, Corpreserch
  - Informe ICR Entel S.A, Abril 2014

### 13 ANEXOS

#### 1. EEFF ENTEL S.A

Estados Consolidados en Miles de UF	2010	2011	2012	2013	Jun-14
	<b>UF 21.455,6</b>	<b>22.294,0</b>	<b>22.840,8</b>	<b>23.309,6</b>	<b>24.023,6</b>
Total Activos Corrientes	17.696	16.405	18.512	24.380	19.578
Total Activos No Corrientes	51.716	53.480	55.708	72.445	76.421
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>69.412</b>	<b>69.885</b>	<b>74.221</b>	<b>96.825</b>	<b>95.999</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>					
Otros Pasivos Financieros Corrientes	679	834	1.228	1.169	3.364
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	14.881	14.633	16.353	20.015	16.159
Otras Provisiones	32	26	72	7	7
Pasivos por Impuestos Corrientes	9	357	250	58	49
Otros Pasivos No Financieros Corrientes	1.941	1.836	1.331	858	750
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>17.542</b>	<b>17.685</b>	<b>19.234</b>	<b>22.105</b>	<b>20.329</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>					
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	16.328	15.856	17.851	34.885	35.282
Otras Provisiones a Largo Plazo	187	230	257	574	631
Pasivos por Impuestos Diferidos	995	525	398	852	832
Provisiones No Corrientes por Beneficios a los Empleados	385	346	351	337	359
Otros Pasivos No Financieros No Corrientes	354	566	491	272	334
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>18.248</b>	<b>17.524</b>	<b>19.348</b>	<b>36.920</b>	<b>37.437</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital Emitido	24.360	23.444	22.883	22.423	21.756
Ganancias (Pérdidas) Acumuladas	12.198	13.949	15.369	17.821	17.924
Otras Reservas	-2.937	-2.717	-2.614	-2.445	-1.448
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	33.622	34.676	35.638	37.799	38.232
Participaciones No Controladoras	0	0	0	0	0
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>33.622</b>	<b>34.676</b>	<b>35.638</b>	<b>37.799</b>	<b>38.232</b>
<b>ACTIVOS</b>	<b>69.412</b>	<b>69.885</b>	<b>74.221</b>	<b>96.825</b>	<b>95.999</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>69.412</b>	<b>69.885</b>	<b>74.221</b>	<b>96.825</b>	<b>95.999</b>

2. Resultados de los retornos de la acción de Entel S.A con respecto a la variable explicativa de retorno del IGPA

Resumen 30-06-2010

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coeficiente de correlación múltiple	0,76821
Coeficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,59015
R <sup>2</sup> ajustado	0,58610
	0,02289867
Error típico	4
Observaciones	103

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
					2,80177
Regresión	1	0,076259	0,076259	145,4368	E-21
Residuos	101	0,052959	0,000524		
Total	102	0,129218			

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,0017	0,0022	-0,780426	0,436	-0,006	0,0027	-0,0062	0,0027
Variable X 1	0,9340919	0,077455	12,05972	2,80177E-21	0,780	1,0877	0,780	1,0877

	<i>Columna 1</i>	<i>Columna 2</i>
Columna 1	0,00125	

Resumen al 30 de junio de 2011

*Estadísticas de la regresión*

Coeficiente de correlación	
múltiple	0,5515
Coeficiente de determinación	
R <sup>2</sup>	0,3041
R <sup>2</sup> ajustado	0,2974
Error típico	0,0211
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de cuadrados</i>	<i>Valor F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,020	0,020	45,017	0,000
Residuos	103	0,046	0,000		
Total	104	0,066		Re	

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,0013	0,0021	-0,6116	0,5421	-0,0055	0,0029	-0,0055	0,0029
Variable X 1	0,8740	0,1303	6,7095	0,0000	0,6157	1,1323	0,6157	1,1323

	<i>Columna 1</i>	<i>Columna 2</i>
Columna 1	0,00063	
Columna 2	0,00022	0,00025

Resumen al 30-06-2012

---

*Estadísticas de la regresión*

---

Coeficiente de correlación múltiple	0,5365
Coeficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,2879
R <sup>2</sup> ajustado	0,2809
Error típico	0,0242
Observaciones	104,0000

---

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>			<i>Valor crítico de F</i>	
	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>F</i>	
				41,230	
Regresión	1	0,02408	0,02408	07	0,00000
Residuos	102	0,05956	0,00058		
Total	103	0,08364			

---

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,002	0,002	0,759	0,450	-0,003	0,007	-0,003	0,007
Variable X 1	0,718	0,112	6,421	0,000	0,496	0,940	0,496	0,940

---

	<i>Columna</i>	
	<i>1</i>	<i>Columna 2</i>
Columna 1	0,001	
Columna 2	0,000	0,000

---

Resumen al 30-06-2013

---

*Estadísticas de la regresión*

---

Coeficiente de	
correlación múltiple	0,525
Coeficiente de	
determinación R <sup>2</sup>	0,2760
R <sup>2</sup> ajustado	0,2691
Error típico	0,0239
Observaciones	106,0000

---

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de los cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1	0,02267	0,02267	39,65201	0,00000
Residuos	104	0,05946	0,00057		
Total	105	0,08213			

---

	<i>Coeficien tes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilid ad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superio r 95%</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	0,0004	0,0023	0,1728	0,8631	-0,0042	0,0050	-0,0042	0,0050
Variable X 1	0,7510	0,1193	6,2970	0,0000	0,5145	0,9874	0,5145	0,9874

---

	<i>Columna 1</i>	<i>Columna 2</i>
Columna 1	0,0008	
Columna 2	0,0003	0,0004

---

Resumen al 30-06-2014

---

*Estadísticas de la regresión*

---

Coeficiente de	
correlación múltiple	0,51953
Coeficiente de	
determinación R <sup>2</sup>	0,26991
R <sup>2</sup> ajustado	0,26289
Error típico	0,02898
Observaciones	106

---

ANÁLISIS DE VARIANZA

	<i>Grados de libertad</i>	<i>Suma de cuadrados</i>	<i>Promedio de cuadrados</i>	<i>F</i>	<i>Valor crítico de F</i>
Regresión	1,000	0,032	0,032	38,449	0,000
Residuos	104,000	0,087	0,001		
Total	105,000	0,120			

---

	<i>Coefficientes</i>	<i>Error típico</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Probabilidad</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95%</i>	<i>Inferior 95%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Intercepción	-0,001	0,003	-0,477	0,634	-0,007	0,004	-0,007	0,004
Variable X 1	1,156	0,186	6,201	0,000	0,787	1,526	0,787	1,526

---

	<i>Columna 1</i>	<i>Columna 2</i>
Columna 1	0,00113	
Columna 2	0,00026	0,00023

---