

Entel | Comprar - Riesgo Medio

Valoraciones excesivamente castigadas por potencial aumento en competencia

Equity Research

Precio Objetivo | Ch\$8.500/US\$16,7

29 de Diciembre de 2009

Fecha	29-Dic-09
Ticker Bloomberg	Entel CI
Precio Actual (Ch\$/acción)	7.048
Retorno Potencial	20,6%
Retorno por Div. 2010E	5,9%
Retorno Total Esperado	26,5%
Market Cap (US\$ millones)	2.619
Ponderación IPSA	2,7%
Política de Dividendos	80,0%
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	6350-7950
Retorno YTD	1,6%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	3,5
Total Acciones (MM)	237
Free Float	45,2%

Estimaciones	2008	2009E	2010E	2011E
Ventas	1.027,3	1.009,2	1.112,0	1.164,2
EBITDA	409,6	409,3	431,5	447,8
Margen Ebitda	39,9%	40,6%	38,8%	38,5%
Ut. Neta	153,5	143,6	160,0	180,0
Margen Neto	14,9%	14,2%	14,4%	15,5%
UPA (Ch\$)	649,0	607,1	676,4	761,1

Múltiplos	2008	2009E	2010E	2011E
VE/EBITDA (x)	4,9	5,0	4,7	4,3
P/Utilidad (x)	10,9	11,6	10,4	9,3
Bolsa/Libro (x)	2,3	2,5	2,3	2,1
P/Ventas (x)	1,6	1,7	1,5	1,4
FCL Yield	-0,3%	5,9%	9,4%	12,3%

Deuda - Rentab.	2008	2009E	2010E	2011E
Coertura Gtos.Fin.(x)	27,6	36,8	45,1	49,8
Leverage (x)	1,0	1,0	0,8	0,7
ROE	21,0%	21,2%	21,6%	22,5%
ROA	10,5%	10,7%	11,7%	12,9%

Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile. Cifras en Ch\$ miles de millones salvo indicación expresa.

Tesis de Inversión

Estamos actualizando nuestra valoración de Entel, introduciendo un precio objetivo de Ch\$8.500 por acción a diciembre de 2010 y reiterando nuestra recomendación de Comprar. A pesar del impacto de la crisis económica y el efecto de la caída en los cargos de acceso móviles, creemos que los resultados de la compañía se mantendrán estables durante este año, permitiendo mantener un elevado nivel de rentabilidad, una sólida generación de caja y un atractivo retorno por dividendos. En nuestra opinión, aún incorporando una mayor competencia en el mercado móvil, las valoraciones actuales incorporan un escenario excesivamente negativo, lo que genera un atractivo punto de entrada a la acción.

El crecimiento se retomaría en 2010, luego de estables resultados en 2009. Creemos que Entel se encuentra en una buena posición para beneficiarse de la expansión del mercado móvil en 2010 y estimamos un crecimiento de 5,4% en el EBITDA, sustentado en un alza en la base de abonados y un moderado aumento en el ingreso promedio por usuario (ARPU). Adicionalmente, a pesar de la mayor competencia esperada, estimamos un crecimiento de 3,8% en el EBITDA para el año 2011 explicado principalmente por una expansión de los abonados de postpago. Finalmente, el EBITDA se mantendría estable durante 2009 tras incorporar la caída de 44,6% en los cargos de acceso, que se reflejaría en una caída de 10,7% en el ARPU.

Incorporando mayor competencia a partir de 2011. En nuestra opinión, Nextel y VTR no ingresarían al mercado antes del 1S11 debido a la significativa inversión inicial (US\$400 a US\$500 millones) y el tiempo requerido para construir una red adecuada. A pesar que el gradual aumento esperado en la competencia tendría un impacto sobre la participación de mercado, el ARPU y la tasa de abandono (churn) de la compañía, creemos que éste sería moderado dada su estructura de clientes (40% pertenecen al segmento corporativo), su liderazgo dentro del mercado, sus niveles de churn históricamente bajos respecto a la industria y la menor tasa de migración del segmento de postpago.

Atractivas valoraciones por debajo de su historia y de compañías comparables. El precio actual de la acción muestra un múltiplo VE/EBITDA de 4,7 veces, reflejando un descuento de 12,6% y 21,5% respecto al promedio histórico pre-crisis y nuestra muestra de compañías comparables, respectivamente. Asimismo, el precio actual es consistente con un descuento de 14,3% respecto al múltiplo histórico VE/Abonados. Nuestro precio objetivo fue calculado mediante una metodología de flujos de caja descontados, utilizando un WACC de 10,2% (en dólares) y una tasa de crecimiento nominal de 3,0% en la perpetuidad.

Riesgos de Inversión

Un aumento mayor al esperado en el nivel de competencia en la industria móvil podría presionar los márgenes consolidados.

Nuevas tecnologías y/o cambios regulatorios, como la licitación de espectro para la tecnología LTE o la implementación de la portabilidad numérica, afectaría la valoración de la compañía.

Un escenario de mayor inflación que la esperada erosionaría los márgenes del área móvil, debido a que los cargos de acceso están indexados al nivel de precios y, considerando el nivel de competencia del sector, el traspaso a usuarios sería limitado.

Descripción de la Compañía

Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (Entel), es una de las compañías líderes de su rubro en el mercado nacional, especialmente en telefonía móvil, que explica cerca de un 80% del EBITDA. Este negocio se ha caracterizado por presentar un alto nivel de penetración y competencia, pese a lo cual Entel ha mantenido estable su participación de mercado en torno a 40%.

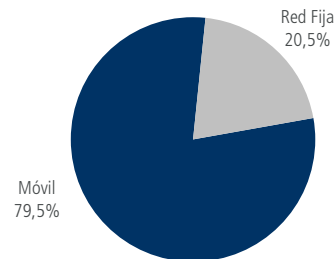
La compañía también participa en el área de red fija, que explica un 20,5% del EBITDA 2010E. Comprende los negocios de Telefonía Local, Datos y TI, Larga Distancia e Internet y se enfoca en el segmento de pequeñas y medianas empresas, en donde presenta ventajas competitivas al contar con accesos propios.

Principales Supuestos Operacionales

	2008	2009E	2010E
Ingresos Móvil (*)	777.562	747.084	831.297
Penetración Industria	89,5%	95,8%	99,2%
Part. Mercado Entel	40,0%	38,9%	39,0%
Base de Abonados (Miles)	6.001	6.313	6.607
Prepago	4.214	4.338	4.541
Postpago	1.787	1.974	2.067
ARPU (Ch\$)	11.218	10.022	10.077
Churn	1,6%	1,4%	1,8%
Ingresos Wireline (*)	176.315	177.271	188.109
Datos y TI	74.972	83.046	90.279
Telefonía Local	46.028	43.053	49.206
Larga Distancia	39.648	35.672	33.332
Internet	15.667	15.500	15.292
Otros Ingresos (*)	73.439	84.890	92.549

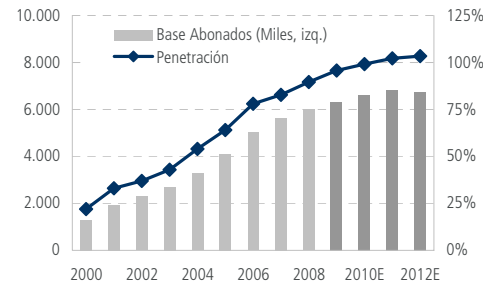
Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile. (*) En Ch\$ millones.

EBITDA por Negocio (2010E)



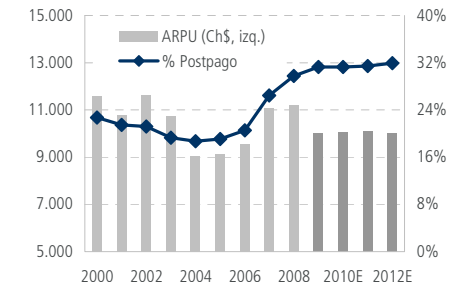
Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile. Nota: Excluye Perú.

Abonados Entel y Penetración Móvil



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile. Nota: Retail Colombia incluye Sodimac.

ARPU Blended y % Abonados Postpago



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Christian Contreras
+56 2 8736163 | christian.contreras@banchile.cl
Rodrigo Martin
+56 2 8736063 | rodrigo.martin@banchile.cl

Estado de Resultados (Ch\$MM)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
Ingresos de Explotación	1.027.316	100,0%	1.009.245	100,0%	1.111.955	100,0%	1.164.174	100,0%
Costos de Explotación	-761.383	-74,1%	-718.546	-71,2%	-784.930	-70,6%	-812.381	-69,8%
Margen de Explotación	265.933	25,9%	290.699	28,8%	327.024	29,4%	351.792	30,2%
Gastos Administración y Ventas	-63.605	-6,2%	-101.724	-10,1%	-115.012	-10,3%	-115.012	-9,9%
RESULTADO OPERACIONAL	202.328	19,7%	188.975	18,7%	212.012	19,1%	236.780	20,3%
Depreciación	-197.937	-19,3%	-215.337	-21,3%	-214.590	-19,3%	-206.289	-17,7%
EBITDA	409.628	39,9%	409.257	40,6%	431.549	38,8%	447.825	38,5%
Ingresos Financieros	2.690	0,3%	1.333	0,1%	1.812	0,2%	2.013	0,2%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	-12.435	-1,2%	-2.830	-0,3%	-11.486	-1,0%	-11.837	-1,0%
Amort. Menor Valor de Inversiones	-3.969	-0,4%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Gastos Financieros	-14.477	-1,4%	-10.979	-1,1%	-9.467	-0,9%	-8.892	-0,8%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	2.223	0,2%	-3.418	-0,3%	-131	0,0%	-1.181	-0,1%
Resultado antes del Impuesto	191.123	18,6%	173.082	17,1%	192.740	17,3%	216.883	18,6%
Impuesto a la Renta	-37.614	-3,7%	-29.496	-2,9%	-32.766	-2,9%	-36.870	-3,2%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	153.510	14,9%	143.586	14,2%	159.974	14,4%	180.013	15,5%
Items Extraordinarios	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Interés Minoritario	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	153.510	14,9%	143.586	14,2%	159.974	14,4%	180.013	15,5%
Balance General (Ch\$MM)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
TOTAL ACTIVOS	1.458.818	100,0%	1.344.722	100,0%	1.369.593	100,0%	1.400.563	100,0%
Caja y Equivalente	44.654	3,1%	44.346	3,3%	65.465	4,8%	115.593	8,3%
Cuentas por Cobrar	276.430	18,9%	209.435	15,6%	216.246	15,8%	222.339	15,9%
Existencias (Neto)	38.337	2,6%	26.998	2,0%	28.002	2,0%	28.791	2,1%
Otros Activos Circulantes	42.695	2,9%	21.652	1,6%	21.652	1,6%	21.652	1,5%
Total Activos Circulantes	402.117	27,6%	302.430	22,5%	331.366	24,2%	388.376	27,7%
Total Activos Fijos	968.981	66,4%	930.859	69,2%	926.794	67,7%	900.754	64,3%
Total Otros Activos	87.721	6,0%	111.433	8,3%	111.433	8,1%	111.433	8,0%
Total Activos de Largo Plazo	1.056.702	72,4%	1.042.292	77,5%	1.038.227	75,8%	1.012.187	72,3%
TOTAL PASIVOS	729.399	50,0%	666.129	49,5%	628.984	45,9%	599.923	42,8%
Total Pasivos Circulantes	287.032	19,7%	242.455	18,0%	255.310	18,6%	226.249	16,2%
Deuda Financiera CP	503	0,0%	38.983	2,9%	49.902	3,6%	16.864	1,2%
Cuentas por Pagar	243.560	16,7%	167.416	12,4%	169.352	12,4%	173.328	12,4%
Otros Pasivos Circulantes	42.969	2,9%	36.056	2,7%	36.056	2,6%	36.056	2,6%
Deuda Financiera LP	382.658	26,2%	344.923	25,7%	294.923	21,5%	294.923	21,1%
Cuentas por Pagar LP	59.709	4,1%	78.751	5,9%	78.751	5,7%	78.751	5,6%
TOTAL PATRIMONIO	729.420	50,0%	678.593	50,5%	740.608	54,1%	800.641	57,2%
INTERÉS MINORITARIO	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Flujo de Caja (Ch\$MM)	2008		2009E		2010E		2011E	
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	153.510		143.586		159.974		180.013	
Depreciación	197.937		215.337		214.590		206.289	
Cambio en Capital del Trabajo	-30.527		2.190		-5.880		-2.906	
Otros Items no Caja	1.746		3.418		131		1.181	
Flujo por Act. de la Operación	322.665		364.531		368.815		384.578	
Capex	-274.500		-282.330		-210.525		-180.250	
FLUJO DE CAJA	48.165		82.201		158.290		204.328	

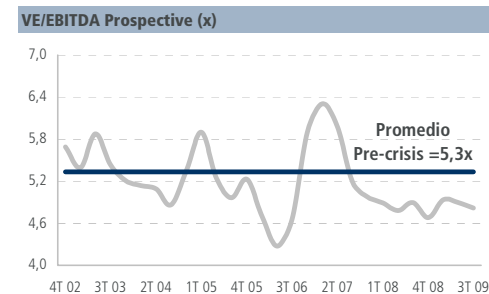
Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Entel DCF (US\$ millones)	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Resultado Operacional	459,8	409,0	400,6	399,6	441,3	458,5	473,4	489,9	486,0	500,8
Impuestos	-78,2	-69,5	-68,1	-67,9	-75,0	-78,0	-80,5	-83,3	-82,6	-85,1
Depreciación	409,8	386,6	380,8	375,5	368,7	363,7	357,2	350,1	344,3	338,6
Capex	-350,0	-400,0	-355,0	-352,7	-350,3	-348,0	-345,6	-343,3	-341,0	-338,6
Variación en Capital de Trabajo	-5,6	1,9	2,2	-0,4	-4,7	-3,7	-2,8	-2,5	-0,6	-3,0
Flujo de Caja Libre	435,8	328,0	360,5	354,1	379,9	392,7	401,7	410,9	406,2	412,6
FCL Descontado	399,7	276,0	278,2	250,6	246,7	233,8	219,4	205,9	186,6	173,9
Valor Residual										2.192
VPN FCL 2010E										4.663
- Deuda F. Neta + Interés Minoritario										682
+ Valor Empresas Relacionadas										0
Valor Patrimonio Objetivo										3.981
Numero de Acciones (MM)										237
Precio Objetivo (Ch\$/acción)										8.500
Precio Actual (Ch\$/acción)										7.048
Retorno Potencial										20,6%
Retorno por Dividendo Esperado										5,9%
Retorno Total Esperado										26,5%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Entel Tasa de Descuento (US\$)	
Tasa Libre de Riesgo	5,0%
Beta	0,9
Premio por Riesgo	5,5%
Riesgo País	1,5%
Costo Patrimonio	11,5%
Costo Deuda	6,0%
Tasa de Impuestos	17,0%
Costo Deuda Después de Impuestos	5,0%
Capitalización de Largo Plazo	80%
WACC	10,2%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.



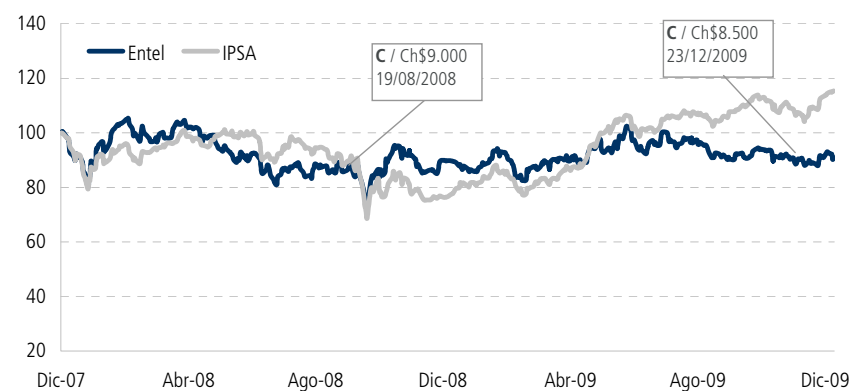
Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Valoraciones Relativas		Ret.	P/U			VE/EBITDA		B/L	Vol.
Compañía	Ticker	2009	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	(US\$MM)	
América Móvil	AMXL MM	16,2%	13,4	12,8	6,9	6,4	0,3	74,7	
NIH Holdings	NIHD US	-1,7%	13,9	12,9	6,0	4,9	1,3	62,0	
TIM	TCSL4 BZ	38,8%	NM	19,2	5,2	4,3	0,6	9,3	
Vivo	VIVO4 BZ	42,6%	24,3	14,4	5,1	4,6	0,7	11,2	
Entel	ENTEL CI	16,2%	11,6	10,4	5,0	4,7	2,5	3,5	
Promedio ex-Entel (*)		19,8%	13,7	13,5	6,5	5,9	0,4	160,7	
Premio (Descuento)			-15,4%	-22,6%	-22,6%	-21,5%			

Fuente: Bloomberg, Departamento de Estudios Banchile. (*) Promedio ponderado por Market Cap.

Entel | Evolución vs IPSA Últimos 12 Meses

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Entel | Recomendación Histórica

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Recomendaciones y Precios Objetivo	Muestra Banchile	% Compañías que fueron clientes de la Banca de Inversión del Banco de Chile en los últimos 12 meses
C: Comprar	43,8%	33,3%
M: Mantener	28,1%	14,3%
R: Reducir	3,1%	50,0%
E/R: En revisión	18,8%	100,0%
Restr.: Opinión Restringida	6,3%	50,0%

Fuente: Reportes de Compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 29 de diciembre de 2009, previo a la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa no posee posición en acciones de Entel. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas. Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile no ha suscrito un contrato de asesoría con Entel.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 30 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con tres días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.