

## **I.-Resumen Metodologías Analistas de Empresas para valorar económicamente**

En General los analistas de estudios se especializan en un sector de la economía para realizar sus estimaciones, de esta forma es frecuente que en cada Departamento de Estudios exista un especialista en cada sector, en general los sectores regulados son de un mismo analista. En el caso de departamentos de estudios más grandes se puede ver más de uno y se separan generalmente en Sector Eléctrico y Gas, Sector Sanitario y Sector Telecomunicaciones.

Cada analista estudia las empresas que corresponden a su sector y realizan las siguientes funciones:

1. -Estudio del mercado y de su industria y del marco regulatorio.
2. -Análisis de estados financieros de cada empresa que cubre.
3. -Seguimiento de hechos relevantes que afectan a la empresa, los que generalmente son respecto a la economía mundial y nacional, al mercado interno de la empresa, o informaciones entregadas por la propia empresa respecto a sus hechos relevantes.
4. -Estudiar el comportamiento de su sector en empresas extranjeras que tengan similitud en su negocio, de forma de seguir parámetros comparativos, como ratios, riesgo, etc. De esta forma se permite ver algunas tendencias y comparar los métodos de valorización que en general son copiados de afuera.
5. -Estimaciones de utilidades y flujos para cada empresa, actualizándolos con información pública de los estados financieros.
6. -Anticiparse mediante la información de cambios en variables relevantes para el sector, en este caso los mercados regulados requiere un seguimiento al comportamiento de la autoridad regulatoria.
7. -Por ultimo realizan estimaciones del valor económico de cada empresa, y presentan recomendaciones de inversión respecto a las empresas

8. -El objetivo final es realizar una estimación del valor económico de cada empresa, de forma de compararlo con su valor bursátil y emitir una recomendación de portafolio a los inversionistas, es importante destacar que esta recomendación se basa en expectativas de ganancia o pérdida de capital y no considera el retorno de dividendos que es un beneficio de los accionistas relevante.

Los métodos para obtener el valor económico de una empresa más frecuentemente usados por analistas de corredoras de bolsa, AFP, Compañías de seguros y otros se pueden agrupar en dos tipos:

1. -Análisis de razones financieras mediante las cuales se obtiene el precio de la acción en estudio. En general se estiman dos a cinco años.
2. -Cálculo del valor presente de los flujos futuros de la empresa, en general con un horizonte de 10 años y un valor residual correspondiente.

En ambos casos para su obtención se realiza un análisis de la información de los estados financieros de la empresa y de todo dato público y fidedigno respecto a su desempeño en el negocio, se realizan estimaciones futuras de ciertas variables y se realiza una actualización trimestral con los estados financieros, o frente a un hecho relevante de estas proyecciones.

Explicaremos cada método por separado:

### **(1) Razones Financieras**

En este método se estiman razones que se comparan con un parámetro predefinido, el resultado de esto es un valor por acción o de la empresa.

Existen dos razones de valorización que son las más relevantes:

(A) Razón P/U = Precio Utilidad = Precio en bolsa acción hoy / UPA

con UPA = Utilidad Neta año fiscal/ N° de acciones suscritas y pagadas.

Esta razón se compara con una P/U llamada de equilibrio y que se calcula con un criterio basado en que el valor económico de la empresa es la utilidad estimada tomada como una perpetuidad y descontada a una tasa de descuento  $r$  de patrimonio correspondiente a la tasa relevante para esa empresa, se consideran factores de mercado y también de sector.

Es decir la P/U de equilibrio hoy, considerando una tasa de patrimonio real de 7.7%, sería de 21 veces, lo que se desprende de:

La tasa de interés se obtiene como:  $r$  patrimonio mercado =  $r$  libre de riesgo + beta (premio por riesgo)

Para el caso chileno, la tasa libre de riesgo considerada es la BCU a 10 años que actualmente está en niveles de 2,89%.

El beta asociado a cada empresa se obtiene calculando el beta de esa empresa respecto al IPSA (que representaría al mercado) y se usa Bloomberg para su cálculo. En este ejemplo suponemos beta igual a 1,2.

El premio por riesgo mínimo que se exige a un instrumento respecto a la tasa libre de riesgo fluctúa en el mercado entre 3% y 5%. Para este informe, hemos supuesto un 4%.

Una vez calculada la tasa de interés, se calcula la perpetuidad descontada a dicha tasa menos la tasa de crecimiento a diez años de flujos de empresas ( $g$ ), que en este caso se asume en 3%.

De esta forma el cálculo sería final sería :

$$\frac{P}{U} = \frac{1}{r - g} = \frac{1}{0.077 - 0.03} = 21$$

Entonces, suponiendo que la UPA de una empresa es \$10 y la razón precio utilidad considerada de equilibrio es 21 veces, entonces esa empresa debiera tener un valor de \$210 en el mercado.

Sin embargo la P/U de equilibrio, no siempre se calcula en base a la tasa de interés, sino que se estima en base a comparaciones con otros mercados, y, en el caso de cada empresa, de empresas afines en otros países. La información en general se obtiene de Bloomberg, o de estudios de casas de inversión extranjeras que cubren los mercados bursátiles.

La UPA utilizada en cada empresa es en general estimada para el año en curso y un par de años siguientes, de esta forma con la información de los estados financieros de la empresa más supuestos de cada analista, se estima el Estado de Resultados para cada empresa y su consecuente utilidad Neta. En cada sector desarrollaremos como se realiza la estimación de cada Empresa y que parámetro de P/U se considera de equilibrio.

#### (B) Razón EV/EBITDA

Dónde:  $EV = \text{Valor de Mercado de los Activos ( Enterprise Value)} = \text{Deuda Financiera Neta} + \text{Interés Minoritario} + \text{Patrimonio Bursátil}$

$EBITDA = \text{Utilidad Operacional} + \text{Depreciación}$ .

En este caso se trata de descontar una perpetuidad pero con un flujo más cercano a la realidad, considerando sólo el comportamiento operacional de la empresa.

El parámetro a comparar es EV/EBITDA de equilibrio, para obtenerla se usa el mismo criterio que la P/U pero considerando una tasa de activos de descuento y que se calcularía de la siguiente forma:

$r \text{ Activos} = \text{Deuda Total} / (\text{Deuda Total} + \text{Patrimonio}) * r \text{ Deuda} + \text{Patrimonio} / (\text{Deuda Total} + \text{Patrimonio}) * r \text{ patrimonio}$ .

Con una empresa con 0.5 de razón Deuda sobre Activos Totales tenemos, y con una tasa de endeudamiento de 7.5% que corresponde a una tasa promedio real a la que las empresas podrían endeudarse en el futuro.

$$r \text{ Activos} = 0.5 * 7.5\% + 0.5 * 7.7\% = 7.6\%$$

Luego la razón EV / EBITDA estaría en aproximadamente  $1 / r \text{ Activos} = 13$  veces.

De esta forma si una empresa tiene un EBITDA de \$500 millones, su valor económico de Activos sería de \$6.500 millones. Este valor es comparado con el actual en base a los datos del Balance de la empresa y la estimación del EBITDA de cada analista.

De la misma forma que en el caso de la precio utilidad, no siempre se considera la tasa como método de cálculo para ese parámetro y se usan parámetros de mercado o de empresas relevantes para la que se quiere evaluar.

(C)Otras Razones

ROE =retorno sobre patrimonio = Utilidad Neta/Patrimonio Contable

ROA =retorno sobre activos = Utilidad Neta/Activo Contable

ROCE =rentabilidad sobre el capital empleado = Utilidad Operacional/Activo Contable

ROIC = razón resultado operacional neto de impuestos sobre inversión operacional = (Utilidad Operacional - Impuesto pagado)/Inversión Operacional

Todas estas razones tratan de medir en forma simple el retorno que se está obteniendo sobre los activos o sobre el patrimonio en cada empresa, de forma de compararlo con el costo de capital y de patrimonio asociado a cada una de ellas.

## (2) Valor Económico Flujos Futuros

En el caso del valor económico se obtiene un Valor Presente de los flujos futuros, con:

$$VP \text{ Activos} = \text{Flujo}_0 + \text{Flujo}_1/(1+r) + \dots + \text{Flujo}_{10}/(1+r)^{10} + \text{Valor Residual}/(r-g)$$

El Flujo de cada año corresponde a:

Resultado Operacional  
+ Depreciación  
+ Gastos financieros netos  
+- Amortizaciones  
- Impuesto Pagado  
- Inversión en capital de Trabajo  
- Inversiones de Capital

Para el valor residual se considera una perpetuidad descontado a la tasa relevante de activos menos el crecimiento esperado de la perpetuidad.

La tasa de descuento real de Patrimonio (r) se define como:

$$r_{\text{patrimonio}} = r_{\text{libre de riesgo}} + \beta (r_{\text{mercado}} - r_{\text{libre de riesgo}})$$

$$r_{\text{patrimonio}} = 2.89\% + 1.2 (4.00\%)$$

$$r_{\text{patrimonio}} = 7.7\%$$

Se considera para el cálculo de la tasa de activos de cada empresa la siguiente fórmula:

$$R_{\text{Activos}} = \text{Deuda Total}/\text{Activos Totales} * r_{\text{deuda}} + \text{Patrimonio}/\text{Activos Totales} * r_{\text{Patrimonio}}$$

## II.- Cuadro de Razones Comparativas

Cada razón financiera que se usa para evaluar una empresa en sus distintos aspectos tiene un benchmark al cual compararse, en el siguiente cuadro se resume cuales son estos parámetros y como se obtienen o se ajustan en el tiempo.

Razones Financieras	Benchmark	Fuente componente obtenido como dato	Componente Proyección
P/U	(a) $1/(r \text{ patrimonio} - g)$ . $r \text{ patrimonio} = r \text{ libre de riesgo} + \text{beta (premio por riesgo)}$  (b) Compararlo con la misma razón en empresas similares en otros países.	(a) -R libre de riesgo= tasa BCU a 10 años -Beta = Bloomberg  (b) Dato generalmente obtenido de proyecciones en Bloomberg o estimaciones de publicaciones de Casas de Inversión Internacionales.	(a) -Premio por riesgo Rango 3% a 5% -g=3%
EV/EBITDA	(a) $1/(r \text{ Activos})$ $r \text{ Activos} = \text{Deuda Total} / (\text{Deuda Total} + \text{Patrimonio}) * r \text{ Deuda} + \text{Patrimonio} / (\text{Deuda Total} + \text{Patrimonio}) * r \text{ patrimonio}$ .  (b) Compararlo con la misma razón en empresas similares en otros países	-R patrimonio calculada como la fórmula de la razón anterior. -Razón Deuda/Patrimonio empresa del Balance. -Dato de Deuda, Patrimonio y Activos contables de la empresa obtenidos de su último balance. (b) Lo mismo que en la P/U.	Premio por riesgo Rango 3% a 5%
ROE	Tasa de descuento de patrimonio de la empresa. $r \text{ patrimonio} = r \text{ libre de riesgo} + \text{beta (premio por riesgo)}$	-R libre de riesgo= tasa BCU a 10 años -Beta = Bloomberg	-Premio por riesgo Rango 3% a 5% -g=3%
ROA	Tasa de descuento de activos de la empresa $r \text{ Activos} = \text{Deuda Total} / (\text{Deuda Total} + \text{Patrimonio}) * r \text{ Deuda} + \text{Patrimonio} / (\text{Deuda Total} + \text{Patrimonio}) * r \text{ patrimonio}$ .	-R patrimonio calculada como la fórmula de la razón anterior. -Razón Deuda/Patrimonio empresa del Balance.	Premio por riesgo Rango 3% a 5%

### III.- Críticas a cada método

Cada sector regulado debe proyectarse individualmente y, por lo tanto, abordaremos las razones por separado.

En el caso de empresas reguladas el marco regulatorio es muy relevante para el cálculo de todas estas razones, ya que las regulaciones afectan los ingresos operacionales de estas empresas, en cada caso los analistas tienen un modelo de ingresos y costos que incorporan estas regulaciones y hacen estimaciones de lo que la autoridad hará en el futuro, las cuales son corregidas una vez que fijaciones u otro tipo de medidas se realizan y ayudan a corregir expectativas de futuros cambios.

Como cada sector se estima en forma independiente, tomaremos una empresa de cada sector para ejemplificar como se hace en cada caso, y de esta forma poder dejar un modelo específico para la estimación del impacto de las fijaciones.

Es importante señalar que todos los demás supuestos se considerarán fijos para medir el impacto de fijaciones. Además, es relevante explicar en cada caso los supuestos utilizados, ya que estos pueden cambiar en el tiempo. Factores como crecimiento de demanda, competencia, tasa de descuento y otros hechos relevantes a cada empresa son dinámicos y deben ser actualizados para cualquier sensibilización. Por esto, se explicara la forma en que estos supuestos son calculados por los analistas y las principales fuentes que utilizan para obtener información.

En cada caso hay una desviación entre los analistas y por esto es importante darse un rango en las proyecciones y que el modelo que obtengamos tenga la posibilidad de variar estos supuestos, para obtener un rango de impacto.

El método más correcto en sus conclusiones es el estimar los flujos futuros de la empresa por:

- Se puede observar la evolución en el tiempo y diluir efectos puntuales de un evento (como puede ser una fijación tarifaria).
- se utiliza una tasa a largo plazo y no una que puntualmente este baja por factores coyunturales.



-se incorpora el efecto de las inversiones que no necesariamente se reflejan en el corto plazo.

Las debilidades de esta metodología están dadas principalmente porque:

- Requiere un grado elevado de supuestos respecto al comportamiento de la economía y del mercado que pueden no darse
- El valor residual pesa fuerte en el valor económico y supone un flujo a perpetuidad que puede estar distorsionado.

En el caso de las razones financieras P/U y EV/EBITDA, hay que distinguir entre ambas:

- En el caso de usar la utilidad contable, la primera crítica es que existe en general gran diferencia entre la utilidad contable y el flujo de la empresa y corresponde a un año que puede estar afectado por factures que cambian en el tiempo o por actividades fuera de la operación para la empresa, amortizaciones y otros
- En el caso de la EBITDA se critica que es un flujo puntual que no incorpora cambios en el futuro, el efecto de las inversiones y las inversiones que la empresa puede realizar y considerarlo como un flujo a perpetuidad para estimar el valor económico es arriesgado
- En ambos casos se usa una  $r$  que corresponde a un momento del tiempo y esta también se puede afectar.

Respecto a las razones descritas en el punto 1(C), son las dos primeras (ROE y ROA) muy usadas para medir el retorno del patrimonio y de los activos respectivamente. Sus principales aspectos son:

- Al igual que la razón precio utilidad en estas dos medidas de rentabilidad se considera la utilidad contable como el flujo generado cada año por la empresa, y efectivamente este puede estar muy alterado por utilidades o pérdidas extraordinarias de un año determinado, o por otros ítems que son parte del

estado de resultados y que no son flujo (menores y mayores valore de inversión son un ejemplo típico de esto).

- En función de lo anterior medidas como el ROCE y ROIC tratan de aproximarse con razones sencillas a un cálculo considerando el flujo de caja para medir el retorno.
- En el caso del ROCE se usa la utilidad operacional como aproximación, que puede ser una mejor medida del flujo anual al no considerar los ítems no operacionales.
- En el caso del ROIC se ajusta además por impuestos la utilidad operacional, de forma de calcular un flujo efectivo operacional y el patrimonio contable usado en el ROE es remplazado por el capital invertido operacionalmente, de forma de medir el retorno sobre inversión, esto también trata de corregir la medida de activos y patrimonio contable que no siempre refleja el valor económico de los activos y patrimonio.

Analizaremos cada sector regulado separadamente, presentando los supuestos y las planillas de cálculo de cada método de valorización.

## Sector Distribución Eléctrica

Empresa: Chilectra

### I.-Supuestos de Valorización

#### a.- supuestos Macroeconómicos:

	2005
Inflación	2.4%
Tipo de Cambio	600 Ch\$/US\$
Crecimiento PIB	5.8%
Tasa largas (BCU-10 años)	3.0%

#### b.- supuestos Operacionales Chile:

##### Ventas Físicas

Se supone una elasticidad de demanda de energía con el crecimiento económico de 1,1.

En base a un crecimiento esperado de 5.5% anual del PIB en Chile para los próximos 10 años, el crecimiento de las ventas físicas en Chile sería de 6,1%.

No tenemos información respecto a los ingresos asociados a cada uno de los tipos de clientes de Chilectra, por lo que las estimaciones sólo se hacen sobre los GWh vendidos totales, a los cuales se le aplica la tasa de crecimiento de la demanda global.

##### Precios

El precio por GWh vendido el año 2004 se obtiene de los datos de ventas físicas totales e ingresos totales por venta entregados en el balance de ese año. El precio obtenido es de \$42.7Ch\$ por GWh y se mantiene constante en el período de evaluación

## **Costos**

-Los parámetros de consenso para evaluar distribución eléctrica son (esto es una convención en este sector):

Costo Explotación	70% de los Ingresos.
Gastos de Administración y Ventas	7.5% de los Ingresos.

## **Depreciación**

La depreciación aumenta a una tasa de 2% en función de los activos que se terminan de depreciar y de aquellos que se incorporan por las inversiones (esto es una convención en este sector)

### **c.- Supuestos operación en otros países:**

Se asume el siguiente comportamiento de los ingresos provenientes de filiales (según estimación propia):

Ingresos por -\$10.000 millones el año 2005 llegando a una utilidad neta nula a fines de la evaluación el año 2014.

### **d.- Supuestos no Operacionales:**

Otros Ingresos

El año 2004 hay según nota del balance \$9.002 millones de ingresos relacionados a la operación, y en adelante se mantiene este ingreso en esa misma proporción asociado a los ingresos de explotación.

## Otros Egresos

Se mantiene cada año el gasto el alumbrado público por \$3.650, también especificado en nota del balance.

## Gastos Financieros

Se asumen gastos financieros constantes.

### **e.- Supuestos de Inversión:**

#### Inversión en Capital de trabajo

Se estima un capital de trabajo de un 12% de los Ingresos operacionales y la diferencia en cada par de años corresponde a la inversión en capital de trabajo, esto según proyecciones propias.

#### Inversión en activos

De acuerdo a planes de inversión de Chilectra se proyecta una inversión constante igual al valor del año 2004, que es un dato entregado por la empresa en su Memoria Anual .

### **f.- Crecimiento Perpetuidad Valor Residual:**

Se consideró valor del último flujo descontado a la tasa de activos, considerando que no se invierte y que el crecimiento futuro de los flujos es cero.

### **g.-Tasa de descuento Activos (WAAC real):**

El Beta de Chilectra se estima en 1.9 respecto al mercado (IPSA), este dato se obtiene de Bloomberg.

Las proporciones de deuda y activos corresponden a datos del Balance entregado sobre el año 2004.

No se consideró en la tasa de descuento las tasas relevantes para las inversiones en el extranjero, ya que se asume que estas no aportan utilidad en el período evaluado.

## Sector Generación Eléctrica

Empresa: Endesa

### I.-Supuestos de Valorización

#### a.- supuestos Macroeconómicos:

	2005
Inflación	2.4%
Tipo de Cambio	600 Ch\$/US\$
Crecimiento PIB	5.8%
Tasa largas (BCU-10 años)	3.0%

#### b.- supuestos Operacionales Chile:

##### Ventas Físicas

Se supone una elasticidad de demanda de energía con el crecimiento económico de 1,1.

En base a un crecimiento esperado de 5.5% anual del PIB en Chile para los próximos 10 años, el crecimiento de las ventas físicas en Chile sería de 6,1%.

##### Precios

Se estima en base a información entregada por la empresa y que sea coincidente con las fijaciones de la autoridad que el precio nudo promedio del año 2004 fue de \$26.5 por GWh.

El supuesto general de los analistas es que el precio a clientes no regulados es un 95% del precio nudo.

Respecto al precio spot de ese año se calculó desprendiéndose de los ingresos totales y la división de los ingresos en cada tipo de venta que entrega la empresa en sus informes.

Para el precio nudo se asume un crecimiento de 7% el año 2005, de 7% el año 2006, de 3% el año 2007 y en adelante se mantiene constante.

Para el precio spot se supone para el año 2005 un promedio de \$40 por GWh debido a los recortes de gas y al alto precio spot que se ha registrado el primer trimestre de este año. E en adelante un promedio histórico de \$21 por GWh.

## **Composición ventas físicas**

El año 2004 según información de la empresa se dio la siguiente estructura:

Ventas Reguladas	56%
Ventas No reguladas	26%
Ventas Spot	18%

Adicionalmente Endesa proyecta para el período 2005-2009 tener en ventas físicas la siguiente composición de forma de bajar su riesgo:

Ventas Reguladas	36%
Ventas No reguladas	29%
Ventas Spot	35%

Para nuestro análisis usamos un consenso de analistas que es llegar el año 2008 a la siguiente composición:

Ventas Reguladas	40%
Ventas No reguladas	30%
Ventas Spot	30%

## **Costos**

Los costos el año 2004 representaron el 68% del ingreso operacional en Chile, para el 2005 esperamos un año de mayores costos con un 70% de los ingresos. A partir del año 2006 esta proporción disminuye para llegar a ser 62% el año 2008 (proporción que se relaciona con los futuros proyectos de Endesa).

El parámetro de consenso para los Gastos de Administración y Ventas en el sector generación eléctrica es que estos sean 3.0% de los Ingresos.

## **Depreciación**

La depreciación aumenta a una tasa de 2% en función de los activos que se terminan de depreciar y de aquellos que se incorporan por las inversiones (esto es una convención en este sector)

**c.- Supuestos operación en otros países:**

Crecimientos en cada filial:

	2005	2006	2007	2008
Costanera-Chocón	10%	8%	6%	5%
Betania-Emgesa	2% cada año.			
Cachoeira	4% cada año.			
Edegel	3% cada año.			

Los supuestos corresponden a proyecciones en base al crecimiento promedio de los últimos cinco años, y en el caso de Argentina se usa proyección propia en base a lo que los analistas esperan en esa filial de Endesa.

**d.- Supuestos no Operacionales:**

Gastos Financieros

Se asumen gastos financieros constantes.

Otros Ingresos y Egresos

En el caso del mayor valor de inversiones, dada la información en los estados financieros queda por amortizar el año 2005 el monto de \$16.102, \$3.506 millones el año 2006 y desaparece la amortización.

**e.- Supuestos de Inversión:**

Inversión en Capital de trabajo



Se estima un capital de trabajo de un 20% de los Ingresos operacionales y la diferencia en cada par de años corresponde a la inversión en capital de trabajo.

Inversión en activos

De acuerdo a planes de inversión de Endesa se tiene la siguiente proyección:

	Mill US\$
2005	250
2006	300
2007	350
2008 en adelante	300

#### **f.- Crecimiento Perpetuidad Valor Residual:**

Se consideró valor del último flujo descontado a la tasa de activos, considerando que no se invierte y que el crecimiento futuro de los flujos es cero.

#### **g.-Tasa de descuento Activos (WAAC real):**

Beta de Endesa se estima en 1,63 respecto al mercado (IPSA), este dato se obtiene de Bloomberg.

Las proporciones de deuda y activos corresponden a datos del Balance entregado sobre el año 2004.

Para incorporar a la tasa el riesgo de los otros países se consideró la tasa final en proporción al % que representa cada país en los ingresos.

Respecto a las tasas de activos para cada país se uso un castigo sobre la obtenida para Chile, el cual se obtiene en base a la diferencia de spread de riesgo país, cada caso se resume en:

Tasa Argentina      Tasa Chile + 5.0% (spread de riesgo de 5.000 puntos base sobre Chile). Se obtiene el spread de Argentina con el indicador ELI ARG.

Tasa Brasil            Tasa Chile + 0.6% (spread de riesgo de 600 puntos base sobre Chile). Se obtiene el spread de Brasil con el indicador ELI BRA.

En el caso de Colombia y Perú se consideran 300 puntos base de mayor spread de riesgo respecto a Chile, en base a la diferencia de spreads soberanos.

## Sector Telecomunicaciones

Empresa: Telefónica

### I.-Supuestos de Valorización

#### a.- supuestos Macroeconómicos:

	2005
Inflación	2.4%
Tipo de Cambio	600 Ch\$/US\$
Crecimiento PIB	5.8%
Tasa largas (BCU-10 años)	3.0%

#### b.- supuestos Operacionales Chile:

##### Ventas Físicas

Líneas fijas en promedio en cada año crecen 1%, corresponde al crecimiento esperado por todos los analistas.

El tráfico en larga distancia nacional e internacional crece un 3% al año, en función de las proyecciones de la Empresa.

Las líneas ADSL crecerían 20% el año 2005, 15% el año 2006, 10% el año 2007 y en adelante crecerían igual al crecimiento de la economía. Lo anterior según estimaciones propias basadas en información de la empresa.

##### Otros Ingresos Operacionales

	Crecimiento período
-Conexiones	0%
-Planes por Minuto	1%

-Servicios Valor Agregado se mantienen constantes en \$18.000 millones.

-Otros Ingresos Telefonía Básica se mantienen constantes en \$5.000 millones.

-Otros Servicios de interconexión se suponen en función de los ingresos totales por larga distancia, manteniendo la proporción del año 2004.

-Cargos de acceso de larga distancia nacional se suponen en función de los ingresos totales por larga distancia nacional, manteniendo la proporción del año 2004.

-Cargos de acceso de larga distancia internacional se suponen en función de los ingresos totales por larga distancia internacional, manteniendo la proporción del año 2004.

-Otros negocios de telefonía fija constantes en \$65.000 millones.

-Transferencias intercompañías se mantiene constante en \$60.000 millones.

En el caso de otros negocios de telefonía fija y de los ingresos por transferencias intercompañías, no tenemos información que detalle de donde provienen. Es importante en una evaluación requerir a la empresa que entregue información sobre estos ingresos para poder realizar las proyecciones. En nuestro caso los mantenemos constantes al no contar con un criterio para hacer estimaciones.

-Ingresos por comunicaciones de empresas crecen un 2% cada año por estimación de consenso.

-Otros negocios se mantienen constantes en \$20.000 millones.

## **Costos**

Se estiman clasificados por tipo de ingreso y en cada caso se tiene como supuesto:

-Remuneraciones se mantienen variables al ingreso en la proporción del año 2004.

-La depreciación por convención crece a un 2% anual.

-Los costos por bienes y servicios y transferencias intercompañías se mantiene constantes.

### **c.- Supuestos no Operacionales:**

## Gastos Financieros

Se anualiza el gasto financiero del primer trimestre del año 2005 y luego se asumen gastos financieros constantes.

### **d.- Supuestos de Inversión:**

#### Inversión en Capital de trabajo

Se estima un capital de trabajo de un 10% de los Ingresos operacionales y la diferencia en cada par de años corresponde a la inversión en capital de trabajo.

#### Inversión en activos

De acuerdo a planes de inversión de Telefónica se proyecta n inversiones anuales por US\$150 millones por año.

### **e.- Crecimiento Perpetuidad Valor Residual:**

Se consideró valor del último flujo descontado a la tasa de activos, considerando que no se invierte y que el crecimiento futuro de los flujos es cero.

### **f.-Tasa de descuento Activos (WAAC real):**

El Beta de Telefónica se estima en 1.5 respecto al mercado (IPSA), este dato se obtiene de Bloomberg.

Las proporciones de deuda y activos corresponden a datos del Balance entregado sobre el año 2004.