

Ratings

José Delgadillo
Analista Corporaciones
idelgadillo@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Línea de bonos a 10 años	AA-	Primera clasificación (en proceso de inscripción)	Negativa	Primera clasificación (en proceso de inscripción)	General de empresas
Línea de bonos a 30 años	AA-	Primera clasificación (en proceso de inscripción)	Negativa	Primera clasificación (en proceso de inscripción)	General de empresas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo clasifica en categoría **AA- con tendencia negativa**, las nuevas líneas de bonos (en proceso de inscripción) de Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. (en adelante Entel, la compañía o la empresa).

La clasificación asignada considera, principalmente, el ambiente competitivo, la diversificación, su liderazgo en redes, la operación de Entel Perú, la regulación del sector, la situación financiera de la compañía y el impacto de las nuevas líneas de bonos en el perfil financiero de la empresa. Al respecto:

- **Ambiente competitivo y diversificación:** Entel ha mantenido una participación relevante en la industria chilena de telecomunicaciones, destacando en los segmentos de telefonía fija, telefonía móvil, e internet móvil. De acuerdo a la información publicada a junio de 2018 por la Subtel, la participación de mercado de la compañía llegó a 17,5% en el segmento de telefonía fija, mientras que en telefonía móvil fue 32,3%. En el caso de internet móvil, la empresa entregó servicios al 33,5% de conexiones totales a nivel nacional.
- **Liderazgo en redes:** La empresa mantiene liderazgo en infraestructura de redes en Chile, permitiéndole operar con amplia ventaja competitiva respecto a otros operadores móviles. Lo anterior se observa en los porcentajes de participación de mercado que la compañía mantiene en sus principales líneas de negocios.
- **Operación Entel Perú:** La compañía ha requerido importantes desembolsos de recursos para financiar su operación en Perú, deteriorando los indicadores de la compañía. De acuerdo a las cifras publicadas a junio de 2018 por la Osiptel, Entel Perú se posicionó en tercer lugar en el segmento de telefonía móvil, con una participación de mercado de 17,5%. Si bien se observa un crecimiento sostenido en los ingresos, Entel Perú aún no logra el *break even* de EBITDA.
- **Regulación del sector:** La regulación actual de la industria de telecomunicaciones establece el cargo de acceso asociado a los servicios de telefonía móvil y fija, por lo que eventuales reducciones en el valor determinado por la entidad regulatoria podrían significar una disminución en los ingresos que la compañía genera por dicho concepto. Asimismo, el organismo regulador del sector (Subtel), busca impulsar la competencia en la industria a través del constante perfeccionamiento de la normativa vigente.

ICR considera que los procesos actuales de la industria de telecomunicaciones podrían significar una modificación en la forma de aplicación del marco regulatorio por parte de la autoridad. Sin embargo, dado que no existe un impacto seguro sobre las compañías comprometidas, no se contemplan efectos significativos en el corto plazo para el riesgo regulatorio de la industria.

- **Situación financiera:** El escenario actual de competencia en la industria chilena ha repercutido negativamente en la situación financiera de la compañía, lo que condujo a un cambio de tendencia asignada a la clasificación de Entel en septiembre de este año. A junio de 2018, la compañía generó un EBITDA de \$193.564 millones, disminuyendo 7,2% respecto a junio de 2017. El margen EBITDA, en tanto, pasó desde 21,8% a junio de 2017 hasta 20,8% a junio de 2018. Cabe mencionar que las cifras financieras incluyen un impacto relevante asociado al cambio contable IFRS 15, además de la existencia de gastos no recurrentes asociados a reestructuración, negociaciones con sindicatos y *dealers* de tiendas.

Respecto a los niveles de endeudamiento, la deuda financiera de la compañía llegó a \$1.694.951 millones, aumentando 4,1% respecto a diciembre de 2017, mientras que la deuda financiera neta creció 11,7% durante el mismo período. El crecimiento en la deuda histórica de la empresa refleja principalmente los requerimientos de fondos para la inversión en Perú, además del efecto negativo de la variación de tasas en la valorización de instrumentos de cobertura.

- **Línea de bonos:** Entel se encuentra en proceso de inscripción en la Comisión para el Mercado Financiero de dos líneas de bonos a 10 y 30 años, cuyos montos en conjunto no deben superar UF 10.000.000. Los contratos de emisión no contemplan garantías.

El análisis realizado por ICR para la clasificación de las nuevas líneas considera el uso de fondos principalmente para el refinanciamiento de pasivos, no impactando con ello en los indicadores financieros de la compañía. No obstante, si se especificara un uso distinto de los fondos, esta clasificadora procederá a reevaluar el impacto de las nuevas líneas sobre la clasificación de solvencia y bonos de Entel.

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

AMBIENTE COMPETITIVO Y POSICIÓN DE MERCADO

Históricamente, Entel ha mantenido una participación relevante en la industria chilena de telecomunicaciones, destacando en los segmentos de telefonía fija y móvil, al igual que en transmisión de datos móviles.

Respecto a la telefonía móvil, destacan en la industria cuatro compañías de telecomunicaciones, correspondientes a Entel, Movistar, Claro y WOM. Específicamente, Entel es la compañía con mayor número de abonados, abasteciendo de servicios móviles a un 32,3% del total de abonados, los que a junio de 2018 llegaron a 23,5 millones a nivel nacional.

La última información publicada por la Subtel a la fecha, muestra que Entel lidera tanto en servicios de telefonía móvil de prepago como de postpago, con una participación de mercado de 30,3% y 34,6%, respectivamente.

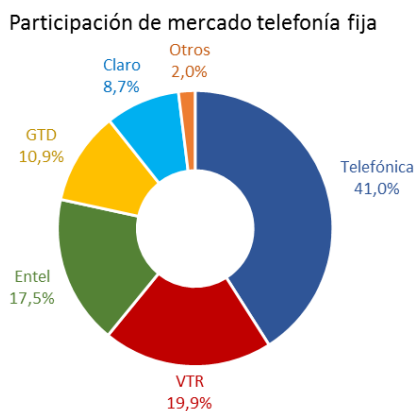


Gráfico 1: Participación de mercado telefonía fija a junio de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel)

En este sentido, el *market share* de la compañía en el segmento de servicios de telefonía fija fue de 17,5% a junio de 2018, de acuerdo a la información publicada por la Subtel. Lo anterior posiciona a la compañía como la tercera con mayor número de líneas en servicio de la industria, las que a junio de 2018 totalizaron 3,1 millones.

Participación de mercado internet móvil

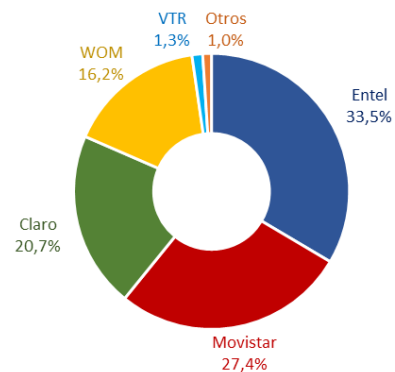


Gráfico 3: Participación de mercado internet móvil a junio de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel)

En cuanto al servicio de transmisión de datos móviles, Entel es la compañía con mayor participación de mercado, abarcando un 33,5% de los 17,8 millones conexiones totales a nivel nacional a junio de 2018, de acuerdo a lo publicado por la Subtel.

Lo anterior da cuenta de un buen posicionamiento de la compañía en los principales segmentos en los que opera. Sin embargo, la industria ha cambiado en el área de negocios de servicios móviles, con el ingreso de nuevos participantes al mercado, impactando negativamente en los resultados de Entel.

Participación de mercado telefonía móvil

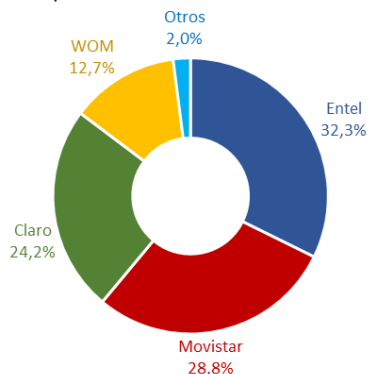


Gráfico 2: Participación de mercado telefonía móvil a junio de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel)

DIVERSIFICACIÓN

Entel Chile opera servicios de telecomunicaciones y tecnologías de información, siendo su principal segmento de negocios el de telefonía

móvil. La compañía, además, ofrece prestaciones de arriendo de redes para mercados mayoristas.

Asimismo, la empresa provee servicios de telecomunicaciones móviles y fijos, que incluyen redes de datos, telefonía local, acceso a internet, telefonía de larga distancia, servicios de TI (data centers, externalización de procesos y continuidad operacional), arriendo de redes y negocios de tráfico mayorista. Entre los servicios que brinda la compañía, también se encuentra el de *call center* para empresas del grupo Entel y para externos.

Entel también participa en el mercado peruano, entregando servicios de red fija y centros de llamado, a través de sus filiales Americatel Perú y Servicios de *call center* del Perú, respectivamente. Luego de la adquisición de Nextel Perú (hoy Entel Perú), la compañía participa del negocio de telefonía móvil en dicho país.

Entel agrupa sus operaciones en los siguientes segmentos: (i) Personas; (ii) Empresas; (iii) Corporaciones, con características similares al segmento Empresas, pero con un enfoque hacia compañías y organismos públicos y privados de gran tamaño; (iv) Telefonía móvil Perú, correspondiente al área de negocios más reciente de la compañía.

En opinión de esta clasificadora, la compañía ha ido incorporando líneas de negocio en función de las necesidades de sus clientes y el comportamiento de la industria. Asimismo, se encuentra altamente diversificada por segmentos de negocio.

LIDERAZGO EN REDES

La empresa mantiene liderazgo en infraestructura de redes en Chile, permitiéndole operar con amplia ventaja competitiva respecto a otros operadores móviles. Lo anterior se observa en los porcentajes de participación de mercado que la compañía mantiene en sus principales líneas de negocios.

El posicionamiento de la compañía ha logrado incorporar adecuadamente la innovación en redes inherente a la industria de telecomunicaciones. En este sentido, destaca su participación en la red 3G y 4G, ubicándose como la empresa con mayor número de conexiones. Específicamente, la compañía concentraba un 35% de las conexiones totales a internet móvil de la red 3G a junio de 2018, mientras que en el caso de la red 4G, el *market share* alcanzó un 31,9%.

Participación de mercado internet móvil 3G

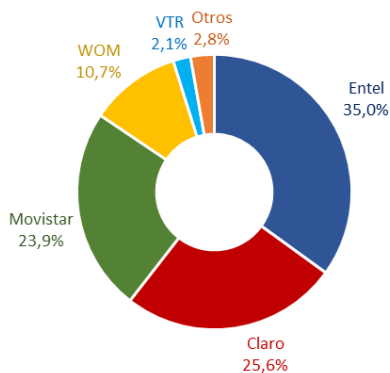


Gráfico 4: Participación de mercado internet móvil 3G a junio de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel)

Participación de mercado internet móvil 4G

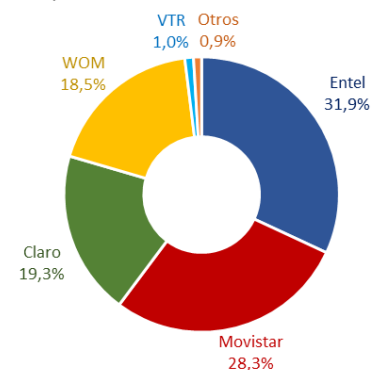


Gráfico 5: Participación de mercado internet móvil 4G a junio de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de Subtel)

REGULACIÓN DEL SECTOR

El marco regulatorio en la industria de telecomunicaciones móvil y fijo, ha permitido que en los últimos años se intensifique la competencia en Chile, principalmente a causa de algunos hitos regulatorios que han ido modificando la estructura inicial del mercado, entre los cuales destacan: la portabilidad numérica (2014), cargos de acceso al segmento móvil (2014), sistema tarifario fijo (2015) y eliminación del servicio de larga distancia nacional (2014).

Durante junio de 2018, la Subtel decidió congelar el uso de la banda 3,5 GHz, con el fin de realizar pruebas para la implementación de la nueva tecnología 5G. Sin embargo, con fecha 3 de octubre de 2018, la

entidad regulatoria estableció a través de una resolución complementaria, que las operadoras podrán hacer uso parcial del espectro asignado en la banda congelada. Esto, como parte del Plan Nacional de Espectro que la Subtel ingresó a consulta al Tribunal de Libre Competencia, en el que se propone una modificación a la cantidad máxima que cada empresa de telecomunicaciones puede poseer sobre el espectro radioeléctrico.

Adicionalmente, en junio de 2018, la Corte Suprema falló a favor de Conadecus, que interpuso una demanda en contra de las principales compañías de telefonía móvil, acusándolas de superar el límite máximo de espectro por compañía en la licitación de la banda 700 MHz.

La materialización de dichos procesos podría significar una modificación en la forma de aplicación del marco regulatorio en la industria de telecomunicaciones por parte de la autoridad. Pese a esto, ICR consi-

dera que los procedimientos que actualmente se discuten en la industria tendrían un efecto en el riesgo regulatorio una vez que exista un desenlace claro para las compañías comprometidas.

OPERACIÓN ENTEL PERÚ

Durante 2013, la compañía ingresó al mercado de telecomunicaciones peruano bajo el nombre de Nextel Perú (hoy Entel Perú). Si bien esta expansión de las operaciones implicó un potencial de crecimiento importante, la compañía realizó importantes desembolsos de recursos para financiar el plan de inversiones de la filial, con un deterioro significativo de los indicadores financieros de Entel a nivel consolidado.

clientes al cierre de 2017. La mayor parte de sus clientes proviene del segmento de telefonía móvil prepago, que representan un 66,5% del total. Los clientes de telefonía pospago, en tanto, constituyen el 33,5% de la cartera. La evolución histórica en el número de clientes muestra un crecimiento sostenido, lo que ha permitido mejorar constantemente los resultados de la operación en el mercado peruano.

Participación de mercado telefonía móvil Perú según número de clientes

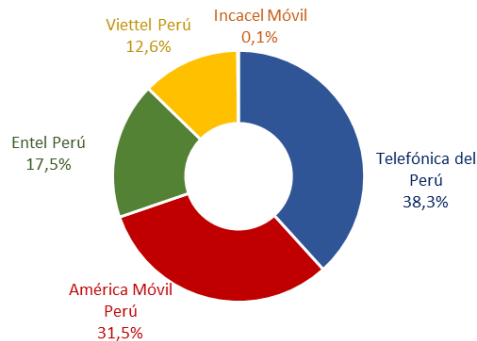


Gráfico 6: Participación de mercado telefonía móvil por número de clientes, Perú. (Fuente: Elaboración propia con información de Osiptel)

En cuanto a la participación en el segmento de telefonía móvil en Perú, la compañía ha logrado posicionarse como la tercera compañía con mayor número de abonados. De acuerdo a la información publicada por la entidad regulatoria de la industria de telecomunicaciones peruana (Osiptel), Entel Perú mantuvo un *market share* de 17,5% a junio de 2018, derivado de un alto crecimiento del segmento pospago.

Cartera de cliente móviles Entel Perú (miles)

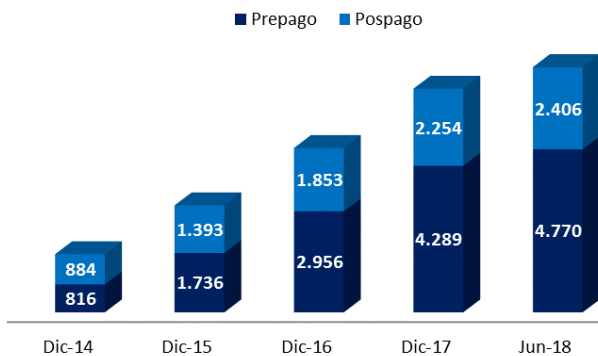


Gráfico 7: Cartera de clientes móviles de la filial Entel Perú. (Fuente: Elaboración propia con información de Investor Presentation junio 2018)

El total de clientes de Entel Perú llegó a 7,17 millones a junio de 2018, lo que se traduce en un incremento de 9,7% respecto a la cartera de

Cifras operacionales Entel Perú

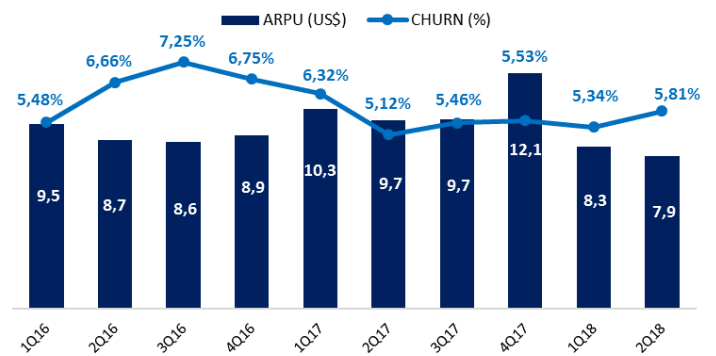


Gráfico 8: Principales cifras operacionales de la filial Entel Perú. (Fuente: Elaboración propia con información de Investor Presentation junio 2018)

Respecto a las cifras operaciones de Entel Perú, el CHURN aumentó desde 5,12% a junio de 2017 hasta 5,81% a junio de 2018, debido principalmente a mayores promociones en la industria. Por otra parte, el ARPU a junio de 2018 fue de 7,9 dólares, disminuyendo 18,9% principalmente a causa de la reducción de tarifas de terminación móvil.

Ingresos y EBITDA Entel Perú (MM\$)

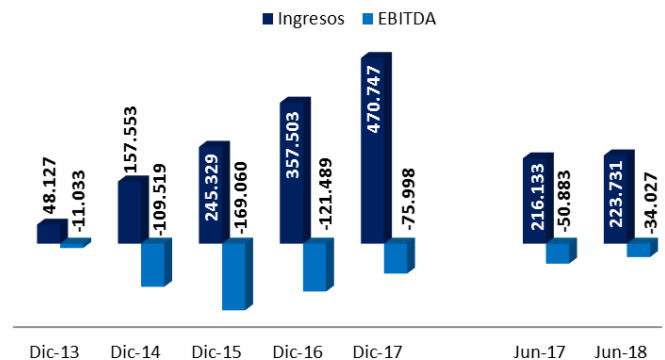


Gráfico 9: Evolución de Ingresos y EBITDA de la filial Entel Perú. (Fuente: Elaboración propia con información de Investor Presentation junio 2018)

Las cifras financieras de la compañía dan cuenta de un crecimiento en los ingresos totales (3,5% al comparar junio de 2017 con junio de 2018) y, por consiguiente, una reducción de los saldos deficitarios de EBITDA.

El cambio contable IFRS 15 ha impactado de manera relevante en las cifras de Entel Perú, por lo que el análisis financiero que se expone en

la siguiente sección señala con mayor detalle el efecto asociado a dicha modificación.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A junio de 2018, Entel reportó ingresos consolidados por \$926.857 millones, disminuyendo 2,7% en comparación a junio de 2017. La variación anterior se explica por una reducción en los ingresos provenientes de la operación en Chile (-4,6%), efecto que no logra ser contrarrestado con el crecimiento de los ingresos generados por la filial Entel Perú (+3,5%).

Ingresos por actividades ordinarias (MM\$)

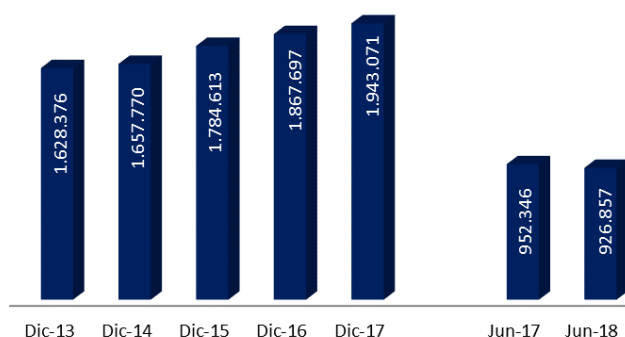


Gráfico 10: Evolución ingresos de actividades ordinarias.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La entrada en vigencia de IFRS 15 (reconocimiento de ingresos) ha tenido un impacto relevante en las cifras de la compañía, especialmente en el caso de la filial de Entel en Perú. Al considerar los ingresos de actividades ordinarias descontando el efecto asociado al cambio contable, estos fueron de \$950.458 millones a junio de 2018, lo que muestra una disminución de 0,2% respecto a junio de 2017.

Al analizar los ingresos a junio de 2018 según área de negocios, se observa una reducción en los segmentos Personas (-3,5%), Empresas (-2,5%) y Corporaciones (-3,7%), mientras que el segmento Telefonía Móvil Perú es el único que presenta una variación positiva respecto a junio de 2017, creciendo 3,5%.

Al cierre de 2018, la compañía generó un flujo de EBITDA consolidado por \$193.564 millones, disminuyendo 7,2% respecto a junio de 2017. El EBITDA de la compañía sin efecto IFRS 15, en tanto, fue de \$211.472 millones, incrementando 1,4% en comparación a junio de 2017. El margen EBITDA, por su parte, pasó desde 21,8% a junio de 2017 hasta 20,8% a junio de 2018 (22,2% sin efecto IFRS 15).

EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)

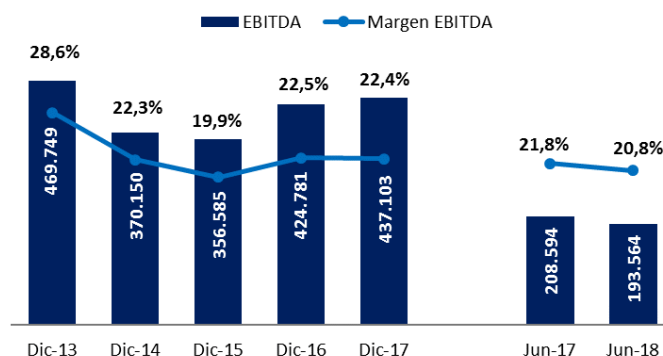


Gráfico 11: Evolución EBITDA y margen EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

El EBITDA generado por las operaciones de Entel en Chile llegó a \$227.591 millones a junio de 2018, disminuyendo 12,3% en comparación a junio de 2017. Respecto a la operación en Perú, ésta redujo el saldo deficitario de EBITDA desde \$50.883 millones a junio de 2017 hasta \$34.027 a junio de 2018 (sin efecto IFRS 15, el saldo deficitario a 2018 fue de \$14.203 millones).

Resultados (MM\$) y margen operacional (%)

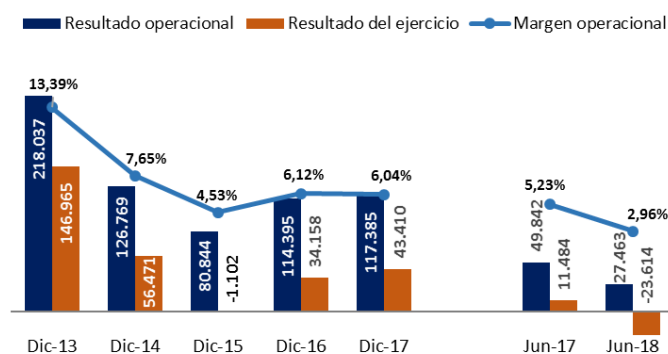


Gráfico 12: Evolución resultados y margen operacional.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto a la evolución de los resultados de la compañía, se observa un deterioro operacional importante, principalmente debido a la intensificación en la competencia en la industria chilena de telecomunicaciones. Si bien las cifras de Entel Perú muestran un crecimiento sostenido, éstas aún no logran compensar el efecto negativo que ha causado el ambiente competitivo en Chile sobre la situación financiera consolidada de la compañía.

En este sentido, el resultado operacional de la compañía llegó a \$27.463 millones a junio de 2018, lo que representa una variación negativa de 44,9% respecto a junio de 2017 (-9% sin IFRS 15). En cuanto al resultado del ejercicio, Entel reportó pérdidas por \$23.614 millones a junio de 2018 (-\$11.136 millones sin IFRS 15), disminuyendo 305,6% en comparación al primer semestre de 2017.

Consistentemente con la evolución del resultado después de impuesto de la compañía, la rentabilidad del patrimonio disminuyó desde 3,47% a diciembre de 2017 hasta 0,6% a junio de 2018. La rentabilidad de activos, en tanto, se redujo desde 1,24% a diciembre de 2017 hasta 0,2% a junio de 2018.

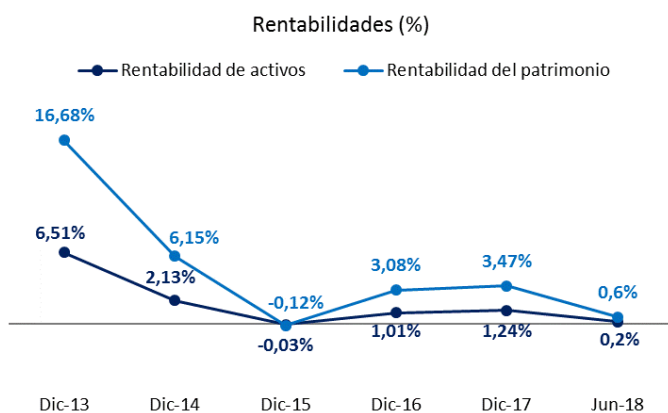


Gráfico 13: Evolución rentabilidades.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de CAPEX, Entel ha desembolsado \$202.291 millones a junio de 2018, monto que representa un 21,8% de los ingresos consoli-

dados y es 20,6% mayor al CAPEX a junio de 2017. El flujo de caja después de inversiones (EBITDA-CAPEX) mostró un déficit de \$8.727 millones a junio de 2018, disminuyendo 121,3% respecto a junio de 2017.

La inversión en Perú ha dificultado la capacidad de Entel para estabilizar la generación de flujos, lo que resulta relevante ante el escenario actual de la industria de telecomunicaciones en Chile, marcado por la decisión regulatoria de congelar el uso de la banda 3,5 GHz por parte de la Subtel, sumado a la intensificación del ambiente competitivo. No obstante, cabe mencionar que la modificación a las condiciones iniciales del congelamiento de la banda antes indicada, permitiría a Entel continuar parcialmente con las operaciones que realizaba previo a la decisión tomada por la entidad regulatoria.

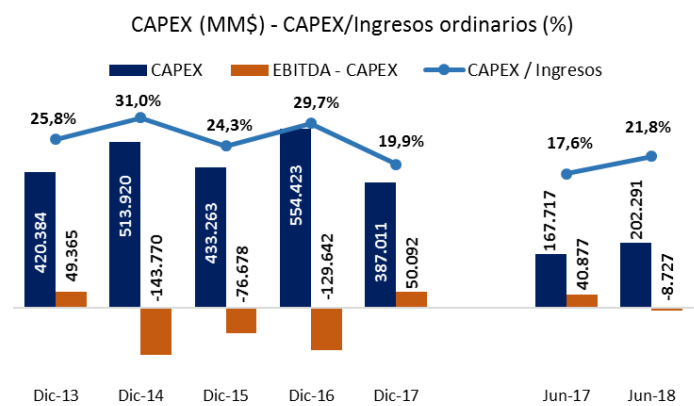


Gráfico 14: Evolución CAPEX y CAPEX/Ingresos ordinarios.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros y de la compañía)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

A junio de 2018, la deuda financiera de la compañía llegó a \$1.694.951 millones, lo que representa un aumento de 4,1% respecto a diciembre de 2017. La deuda financiera neta, en tanto, pasó desde \$1.443.171 millones a diciembre de 2017 hasta \$1.612.175 a junio de 2018. El crecimiento de la deuda durante los últimos períodos está relacionado principalmente a los requerimientos de financiamiento para las inversiones de Entel en Perú.

La deuda financiera al cierre del segundo semestre de 2018 se constituía mayormente por bonos, que representaban un 80,66% del total. Otra fuente relevante de financiamiento para la compañía son los préstamos bancarios, que conformaban un 17,32% de la deuda financiera. Los contratos de derivados y leasing, en tanto, tienen una participación menor en el total de pasivos financieros de la compañía.

El perfil de vencimientos de Entel actualmente se concentra hacia el largo plazo. ICR considera que la compañía cuenta con holgura suficiente para cubrir sus obligaciones de los próximos doce meses. (RCSD)¹.

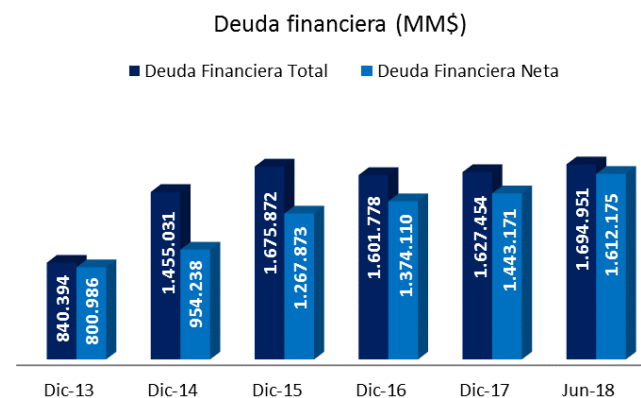


Gráfico 15: Deuda financiera y deuda financiera neta.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto a los indicadores de endeudamiento de la compañía, se observa una mejora al comparar los valores a junio de 2018 con diciembre de 2017 producto del impacto que el cambio contable IFRS 15 tuvo

en las ganancias acumuladas (\$100.780 millones), lo que consecuentemente condujo a un aumento patrimonial.

Indicador (N° de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Jun-18
Endeudamiento total ²	1,56	2,17	2,42	1,76	1,85	1,76
Endeudamiento financiero ³	0,95	1,52	1,75	1,27	1,31	1,28
Endeudamiento financiero neto ⁴	0,91	1,00	1,33	1,09	1,17	1,22
Cobertura de gastos financieros netos ⁵	24,87	8,33	6,06	5,57	5,84	5,27
Deuda financiera neta sobre EBITDA ⁶	1,71	2,58	3,56	3,23	3,30	3,82
Razón circulante ⁷	1,10	1,50	1,19	1,33	1,19	1,34
Razón ácida ⁸	0,81	1,32	1,03	1,17	1,04	1,14

Tabla 1: Principales indicadores utilizados en la clasificación.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de cobertura, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA creció desde 3,3 veces a diciembre de 2017 hasta 3,82 veces a

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

- 1.El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la [metodología general de clasificación de empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Clasificación del riesgo del negocio
- 2.La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la [metodología general de clasificación de empresas](#) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del riesgo financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellas compañías cuya liquidez se encuentra ajustada.

Para el caso de Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A. la evaluación del riesgo del negocio, esto es, ambiente competitivo, tecnología y redes, diversificación, operación en Perú, regulación del sector y factores complementarios detallados en [Reseña Anual de Clasificación \(marzo de 2018\)](#) indican que la clasificación del negocio de esta

Instrumentos Clasificados

1. Bonos

La compañía ha solicitado la inscripción de dos líneas de bonos en la Comisión para el Mercado Financiero, cuyo análisis realizado por ICR considera que el uso de fondos se destinará principalmente al refinanciamiento de pasivos, no impactando significativamente con ello en los

junio de 2018. La variación anterior refleja el aumento del stock de deuda y la disminución del EBITDA generado por la compañía.

Como se ha mencionado en informes de clasificación anteriores de ICR, la situación financiera y los principales indicadores de deuda de Entel (consolidados) se deterioraron significativamente tras la adquisición de Entel Perú y durante los últimos períodos, lo anterior ha sido potenciado por el ambiente competitivo chileno que ha impactado negativamente en el negocio local de la empresa.

Dado que el análisis realizado por ICR considera que los fondos de las nuevas líneas en proceso de inscripción serán destinados principalmente al refinanciamiento de pasivos, no se espera un impacto relevante en los indicadores de endeudamiento de la compañía respecto a sus niveles históricos.

compañía se inclina hacia categoría AA. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, con indicadores financieros presionados al alza deterioran, momentáneamente, esta clasificación en un *notch* (hasta categoría AA-). Cabe indicar que dado el impacto negativo que ha tenido en los resultados de la compañía la intensificación del ambiente competitivo de la industria chilena, el que no ha logrado ser mitigado por las operaciones de la empresa en Perú, actualmente la tendencia asignada a la solvencia del emisor es negativa ([ver Comunicado Cambio de Tendencia – septiembre 2018](#)).

ICR hace hincapié en que la clasificación asignada a Entel está sujeta a las expectativas de esta clasificadora ([mencionadas en la última Reseña Anual de Clasificación – marzo 2018](#)), que incluyen: (i) un escenario de alta competencia en Chile, pero mitigado por los resultados de Perú; (ii) el cumplimiento del *break even* de EBITDA en las operaciones de Perú durante 2018; (iii) menor desembolso para inversión en Perú.

Por lo tanto, en caso de no cumplirse alguno de los aspectos anteriormente indicados, la clasificación podría sufrir una modificación a la baja, tal y como se había anunciado en el último reporte de clasificación. Por otra parte, si efectivamente las operaciones de Perú logran alcanzar el *break even* de EBITDA durante 2018 y más que compensan los impactos negativos del escenario de competencia en Chile, la clasificación de la empresa podría volver a estable.

indicadores financieros de la compañía. No obstante, si en las escrituras complementarias se especificara un uso distinto de los fondos, esta clasificadora procederá a reevaluar el impacto de los nuevos instrumentos sobre la clasificación de solvencia y bonos de la compañía. El detalle de estas líneas es el siguiente:

Principales características del instrumento	
Instrumento	Dos líneas de bonos.
Monto	Máximo UF 10.000.000 entre ambas líneas.
Plazo	10 años y 30 años.
Rescate anticipado	Se especificará en cada escritura complementaria.
Garantías	Las líneas no contempla garantías.
Uso de los fondos	(i) Refinanciamiento de pasivos. (ii) Financiamiento de inversiones.
Covenants	(i) Deuda financiera neta/EBITDA <= 4,5 (ii) Cobertura de gastos financieros => 2,2

Tabla 2: Principales características de las líneas de bonos.

(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión).

Respecto a los *covenants*, a modo de referencia se muestran los niveles históricos obtenidos por la empresa:

Indicador (N° de veces)	Restricción	Obtenido Dic-17	Obtenido Jun-18
Deuda financiera neta/EBITDA	<= 4,5 veces	3,3 veces	3,8 veces
Cobertura de gastos financieros	>= 2,2 veces	6,5 veces	5,6 veces

Tabla 3: Covenants asociados a las emisiones.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Cabe mencionar que con fecha 29 de mayo de 2018, la compañía realizó un cambio de *covenants* asociados a los contratos de emisiones

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría AA.

vigentes, atendiendo al impacto que el cambio contable IFRS 15 tuvo sobre el cálculo de los indicadores financieros.

Dado esto, el límite máximo del indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA pasó desde 4 veces hasta 4,5 veces, mientras que el límite mínimo del indicador de cobertura de gastos financieros pasó desde 2,5 veces hasta 2,2 veces. La vigencia de las nuevas restricciones financieras se extiende hasta junio de 2020.

Las nuevas líneas en proceso de inscripción consideran el mismo esquema de restricciones financieras que las emisiones vigentes a la fecha, por lo que la información indicada en la *Tabla 3* también es válida hasta junio de 2020. Posteriormente, los *covenants* establecerán como máximo una razón de 4 veces para el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA, mientras que para el indicador de cobertura de gastos financieros el mínimo será 2,5 veces.

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-mar-13	AA+	Estable	Reseña anual
31-mar-14	AA+	Negativa	Reseña anual con cambio de tendencia
09-jun-14	AA+	Negativa	Nuevo instrumento
04-nov-14	AA	Negativa	Cambio de clasificación
31-mar-15	AA	Negativa	Reseña anual
29-feb-16	AA-	Negativa	Cambio de clasificación
31-mar-16	AA-	Estable	Reseña anual con cambio de tendencia
31-mar-17	AA-	Estable	Reseña anual
29-mar-18	AA-	Estable	Reseña anual
12-sep-18	AA-	Negativa	Cambio de tendencia
02-oct-18	AA-	Negativa	Nuevo instrumento

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA CONSOLIDADA (MM\$)

INDICADORES	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	jun-17	jun-18
Activos corrientes	568.285	881.441	694.264	767.898	744.946	709.187	733.009
Activos no corrientes	1.688.665	2.154.355	2.568.690	2.712.541	2.784.094	2.855.043	2.932.731
Activos totales	2.256.950	3.035.795	3.262.953	3.480.440	3.529.040	3.564.230	3.665.740
Efectivo y equivalentes	19.250	378.919	136.492	110.915	145.647	108.112	32.416
Inventarios	150.457	107.122	94.435	91.417	96.929	108.898	109.570
Pasivos corrientes	515.270	586.387	585.028	576.051	623.405	528.597	545.197
Pasivos no corrientes	860.595	1.493.064	1.722.578	1.642.515	1.667.284	1.737.923	1.794.406
Pasivos totales	1.375.865	2.079.451	2.307.606	2.218.567	2.290.689	2.266.520	2.339.604
Deuda financiera corriente	27.243	20.772	21.736	24.867	36.540	26.304	21.921
Deuda financiera no corriente	813.151	1.434.258	1.654.135	1.576.911	1.590.914	1.666.612	1.673.030
Deuda financiera total	840.394	1.455.031	1.675.872	1.601.778	1.627.454	1.692.915	1.694.951
Deuda financiera neta	800.986	954.238	1.267.873	1.374.110	1.443.172	1.474.722	1.612.175
Patrimonio	881.085	956.345	955.347	1.261.873	1.238.351	1.297.710	1.326.136
Ingresos de explotación	1.628.376	1.657.770	1.784.613	1.867.697	1.943.071	952.346	926.857
Margen de explotación	13,24%	7,65%	4,53%	6,13%	6,04%	5,23%	2,96%
Resultado operacional	215.603	126.769	80.844	114.395	117.385	49.842	27.463
Gastos financieros netos	18.891	44.434	58.794	76.269	74.810	35.482	40.789
Utilidad del ejercicio	146.965	56.471	-1.102	34.158	43.410	11.484	-23.614
Razón circulante (N° de veces)	1,1	1,5	1,19	1,33	1,19	1,34	1,34
Razón ácida (N° de veces)	0,81	1,32	1,03	1,17	1,04	1,14	1,14
Endeudamiento total (N° de veces)	1,56	2,17	2,42	1,76	1,85	1,75	1,76
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,95	1,52	1,75	1,27	1,31	1,30	1,28
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,91	1	1,33	1,09	1,17	1,14	1,22
EBITDA	467.316	370.150	356.585	424.781	437.103	208.594	193.564
Margen EBITDA (%)	28,47%	22,27%	19,89%	22,51%	22,40%	21,76%	20,77%
Cobertura de gastos financieros (N° de veces)	22,43	6,7	5,02	5,17	5,46	5,15	4,59
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	24,74	8,33	6,06	5,57	5,84	5,88	4,75
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	1,8	3,93	4,7	3,77	3,72	3,98	4,02
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,71	2,58	3,56	3,23	3,3	3,46	3,82
CAPEX	420.384	513.920	433.263	554.423	387.011	208.594	193.564
EBITDA-CAPEX	49.365	-143.770	-76.678	-129.642	50.092	40.877	-8.727
Rentabilidad del patrimonio (%)	16,68%	6,15%	-0,12%	3,08%	3,47%	1,12%	0,63%
Rentabilidad de activos (%)	6,51%	2,13%	-0,03%	1,01%	1,24%	0,38%	0,23%

¹ RCSD = (EBITDA + caja – Capex – Impuesto, proyectados) / (obligaciones financieras próximos 12 meses, capital e interés).

² Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

³ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

⁴ Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera neta / Patrimonio total.

⁵ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros totales – ingresos financieros).

⁶ Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera bruta – Efectivo y equivalente – Activos financieros corrientes – Activos financieros no corrientes) / EBITDA.

⁷ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

⁸ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.