

UNIVERSIDAD EVANGÉLICA BOLIVIANA
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
CARRERA DE AUDITORIA



TESIS DE LICENCIATURA

LUCIO GUTIERREZ BARJA

**“ANÁLISIS DEL DESEMPEÑO FINANCIERO HISTÓRICO
DE TELECEL S.A. MEDIANTE EL ESTUDIO DEL
DIFERENCIAL DE VALOR (ROIC-WACC) Y SU IMPACTO
EN EL VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA),
GESTIÓN 2025”**

LIC. PABLO LIMBER APAZA LEON

SANTA CRUZ DE LA SIERRA, BOLIVIA
AGOSTO DEL 2025

**UNIVERSIDAD EVANGÉLICA BOLIVIANA
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
CARRERA DE AUDITORÍA**



**“ANÁLISIS DEL DESEMPEÑO FINANCIERO HISTÓRICO
DE TELECEL S.A. MEDIANTE EL ESTUDIO DEL
DIFERENCIAL DE VALOR (ROIC-WACC) Y SU IMPACTO
EN EL VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA),
GESTIÓN 2025”**

**PREVIA OPCIÓN AL TÍTULO DE
LICENCIADO EN AUDITORÍA**

POR

LUCIO GUTIERREZ BARJA

TUTOR

LIC. PABLO LIMBER APAZA LEON

**SANTA CRUZ DE LA SIERRA, BOLIVIA
AGOSTO DEL 2025**

DEDICATORIA

Dedico mi tesis al forjador de mi camino, a mi padre celestial, el que me acompaña y siempre me levanta de mi continuo tropiezo, al creador, de mis padres, mis hermanos y de las personas que más amo, con mi más sincero amor.

Con todo mi corazón a mis padres y hermanos, pues sin ellos no lo habría logrado. Su bendición a diario a lo largo de mi vida me protege y me llevan por el camino del bien. Por eso les doy mi trabajo en ofrenda por su paciencia y amor, los amo.

AGRADECIMIENTOS

Agradecer a Dios, por nunca abandonarme e iluminarme en el logro de este trabajo que es la culminación de mucho estudio y dedicación.

Un agradecimiento a mis padres, por el continuo sacrificio, apoyo y paciencia; que fueron los motivos para seguir adelante en mis estudios.

A mis hermanos, por sus consejos y guías que me han llevado a este camino constante de superación.

A mis Tutores, por su asesoramiento, su tiempo y las recomendaciones que coadyuvieron a la realización de la presente tesis.

A cada docente quienes con su apoyo y enseñanza constituyen la base de mi vida profesional.

ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO II PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	2
2.1. Formulación del Problema	2
2.2. Objetivos de la Investigación	3
2.2.1. Objetivo General	3
2.2.2. Objetivos Específicos	3
2.3. Justificación de la Investigación	3
Relevancia científica	3
Relevancia Social	4
2.4. Delimitación del Problema.....	4
2.4.1. Límite Temporal.....	4
2.4.2. Límite Espacial.....	4
2.4.3. Límite Sustantivo.....	4
CAPÍTULO III MARCO TEÓRICO	5
3.1. Marco Referencial.....	5
3.2. Marco Histórico	11
3.2.1. El Paradigma Dominante del Siglo XX: La Era de las Métricas Contables	11
3.2.2. La crisis del sistema de contabilidad: Limitaciones teóricas.....	13
3.2.3. La transición de conceptos: El surgimiento de la filosofía de generar valor.....	15
3.2.4. La sistematización del valor: El marco del valor agregado económico (EVA) ..	17
3.2.5. De la idea a la realidad: influencia y adopción empresarial.	22
3.3. Marco Conceptual	24
CAPÍTULO IV DISEÑO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN	29
4.1. Tipo de Investigación.....	29
4.2. Diseño de la investigación	29
4.3. Hipótesis.....	30
4.4. Variables	30
4.4.1. Variable Independiente.....	30
4.4.2. Variable Dependiente	30

4.4.3. Operacionalización de las variables	31
4.5. Unidad de estudio.....	31
4.6. Población o Universo	31
4.7. Instrumentos	32
4.8. Plan de Trabajo	32
4.9. Descripción del proceso	34
4.10. Validación del Instrumento	34
CAPÍTULO V DIAGNÓSTICO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA	36
5.1. Contexto Institucional y Estratégico de TELECEL S.A.	36
5.1.1. Origen y Creación.....	36
5.1.2. Cobertura Geográfica	36
5.1.3. Portafolio de Servicios	36
5.1.4. Direccionamiento Estratégico	38
5.1.5. Participación de Mercado	39
5.2. Análisis Financiero Tradicional (Período 2015-2024).....	40
5.2.1. Análisis Estructural	40
5.2.2. Análisis de ratios financieros.....	45
5.2.3. Análisis del Flujo de Efectivo	56
5.3. Análisis de Creación de Valor (EVA) (Período 2015-2024)	57
5.3.1. Recolección y Sistematización de Datos para el Análisis de Valor	58
5.3.2. Cálculo del Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC).....	61
5.3.3. Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)	62
5.3.4. Determinación y Análisis del Valor Económico Agregado (EVA)	63
5.4. Resumen del Capítulo	66
CAPÍTULO VI DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS	67
6.1. Introducción a la Discusión.....	67
6.2. Contraste del EVA frente a las Métricas Contables Tradicionales	67
6.3. Implicaciones Gerenciales del Diagnóstico de Valor	69
6.4. Limitaciones del Análisis	70
CAPÍTULO VII CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	71
7.1. Conclusiones	71

7.2. Recomendaciones.....	72
BIBLIOGRAFÍA	74
ANEXOS.....	77

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Análisis Vertical del Balance General (2015-2024).....	41
Tabla 2. Análisis Vertical del Estado de Resultados (2015-2024)	42
Tabla 3. Análisis Horizontal del Balance General (2015-2024).....	43
Tabla 4. Análisis Horizontal del Estado de Resultados (2016-2023)	44
Tabla 5. Liquidez Corriente (2015-2024)	45
Tabla 6. Prueba Ácida (2015-2024).....	46
Tabla 7. Capital de Trabajo (2015-2024).....	46
Tabla 8. Periodo Promedio de Cobro (2015-2024).....	47
Tabla 9. Periodo Promedio de Pago (2015-2024).....	48
Tabla 10. Periodo Promedio de Inventario (2016-2023)	48
Tabla 11. Periodo Promedio de Ciclo de Caja (2014-2024).....	49
Tabla 12. Margen de Utilidad Bruta (2015-2024)	50
Tabla 13. Margen de Utilidad Operativa (2015-2024)	50
Tabla 14. Margen de Utilidad Neta (2015-2024).....	51
Tabla 15. Rendimiento sobre Activos (ROA) (2015-2024).....	52
Tabla 16. Rendimiento sobre Patrimonio (ROE) (2015-2024).....	52
Tabla 17. Resumen Evolución de Ratios Financieros de TELECEL S.A. (2015-2024)	53
Tabla 18. Benchmarking Indicadores de Rentabilidad vs Competidores (2015-2024)	54
Tabla 19. Estado de Flujo de Efectivo (2015-2024)	56
Tabla 20. Balance General de TELECEL S.A. (2015-2024).....	58
Tabla 21. Estado de Resultados de TELECEL S.A. (2015-2024)	59
Tabla 22. Datos de Mercado y Operativos de la Matriz Millicom (2015-2024)	59
Tabla 23. Parámetros Macroeconómicos y de Mercado Anuales (2015-2024).....	60
Tabla 24. Resumen del historial de financiamiento de TELECEL S.A.....	60
Tabla 25. Cálculo del Kd costo de deuda promedio ponderado (2015-2024)	61
Tabla 26. Rendimiento sobre Capital Invertido (ROIC) (2016-2023).....	62
Tabla 27. Componentes y Cálculo del WACC (2015-2024)	63
Tabla 28. Diagnóstico de Creación de Valor (2015-2024)	64
Tabla 29. Comparación de ROE vs. Diferencial de Valor (ROIC - WACC) (2015-2024) .	67

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Sector de Telecomunicaciones - Posición en el mercado 2020 a 2025	39
Gráfico 2. Evolución del ROIC vs. WACC (2015-2024)	64
Gráfico 3. Evolución del Valor Económico Agregado (EVA) (2015-2024)	65

RESUMEN

El estudio actual lleva a cabo una valoración del desempeño financiero de la empresa de telecomunicaciones TELECEL S.A., en el periodo 2015-2024. El análisis compara las métricas contables tradicionales con la visión de la Gestión Basada en Valor para determinar si el rendimiento contable informado se convirtió en una auténtica generación de valor económico. La metodología es un diseño no experimental, de naturaleza retrospectiva y centrado en un análisis exhaustivo de un caso singular.

Se examinaron de manera sistemática los estados financieros auditados de la empresa, junto con los datos de su matriz Millicom y las variables macroeconómicas del mercado, utilizando el marco del Valor Económico Agregado (EVA). El resultado principal muestra una profunda paradoja financiera: aunque la empresa ha creado utilidades contables y un Retorno sobre el Patrimonio (ROE) positivo en la mayor parte de los años, ha ido eliminando valor económico de manera constante y sistemática. Los análisis revelan que el Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) de la compañía ha estado constantemente por debajo de su Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), lo cual ha llevado a un EVA negativo en cada una de las diez gestiones del periodo.

Se concluye que TELECEL S.A. está atrapada en una "trampa de crecimiento no rentable", a pesar de que es una compañía solvente desde el punto de vista operativo y con un flujo de caja sólido. Esto se debe a que invierte capital en su expansión sin conseguir un rendimiento que compense a sus inversionistas por el costo total del capital. Por todo esto, se sugieren recomendaciones estratégicas que tienen como objetivo revertir esta tendencia y que se enfocan en la implementación de un Sistema de Gestión Basado en Valor (VBM) para tomar decisiones, el establecimiento de una rigurosa disciplina de capital para analizar futuras inversiones (CAPEX) y la reestructuración de los incentivos gerenciales con el fin de vincularlos directamente a la creación de EVA.

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

El acceso al financiamiento y la asignación eficiente de capital son fundamentales para la competitividad e innovación empresarial. La teoría de las finanzas corporativas establece que las decisiones de inversión y estructura de capital son actos estratégicos de generación de valor. En economías emergentes estas decisiones enfrentan desafíos particulares, como mayor volatilidad macroeconómica y costo de capital sensible al riesgo

En este panorama nacional está TELECEL S.A., una de las principales empresas de telecomunicaciones en Bolivia. Operando bajo la marca Tigo, es un actor sistémico de infraestructura digital en el país. Para mantenerse competitivo en una industria que requiere permanentes y costosas inversiones, la empresa ha acudido frecuentemente al capital externo.

Pero una evaluación de su desempeño, apoyándose solo en indicadores contables tradicionales, como el ROE, es insuficiente. Como señalan autores de la Gestión Basada en Valor (Stewart, 1991), estas medidas pueden ser engañosas porque no tienen en cuenta el coste de oportunidad del capital de los accionistas. Esta diferencia entre la rentabilidad contable y la creación real de riqueza es la que crea el problema de la investigación actual.

Por lo tanto, el objetivo general de esta tesis es evaluar el impacto del diferencial entre el ROIC y el WACC en la creación de valor económico agregado (EVA) de la empresa TELECEL S.A. durante el periodo 2015-2024, con el fin de determinar su contribución al desempeño financiero de la organización. Y concluye de manera firme que, a pesar de que la empresa ha tenido éxito en términos operativos, ha destruido valor de manera sistemática, puesto que no ha conseguido rendimientos adecuados para cubrir su alto costo del capital.

Para desarrollar este análisis, el presente documento está organizado de la siguiente forma: en el Capítulo II se explican la pregunta de investigación, los objetivos y el planteamiento del problema. El marco teórico se encuentra en el capítulo III. El Capítulo IV presenta el diseño metodológico. En el Capítulo V se muestra el diagnóstico integral, poniendo en contraste la evaluación tradicional y la de EVA. Por último, los capítulos VI y VII presentan una discusión sobre los hallazgos, así como las conclusiones y recomendaciones que se obtuvieron del análisis.

CAPÍTULO II

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

2.1. Formulación del Problema

La manera de medir el desempeño de una empresa se ha ampliado más allá de las métricas contables tradicionales. Indicadores como la Utilidad Neta o el ROE sirven para medir la rentabilidad de una empresa desde una perspectiva contable, pero dejan de lado información relevante para la evaluación de la creación de valor. Como se evidencia en la literatura financiera (Stewart, 1991) (Damodaran, 2016), estas medidas no consideran el costo de oportunidad de los accionistas, que es una parte del costo total del capital. Una empresa puede arrojar utilidades netas positivas y estar destruyendo valor si sus rendimientos no logran compensar a sus inversionistas y acreedores por el riesgo que están tomando.

TELECEL S.A., como empresa reconocida de telecomunicaciones en Bolivia y altamente intensiva en capital, es un buen ejemplo de cómo se deben afrontar estos retos. La empresa necesita de continuas e importantes inversiones para mantener y ampliar su infraestructura, mejorar su tecnología y apoyar su competitividad. Estas inversiones se financian con una mezcla de capital propio y de terceros, creando así una estructura de capital que la gerencia debe administrar para producir un rendimiento.

Una evaluación de su desempeño, basada únicamente en indicadores tradicionales, puede ser insuficiente. Estos no pueden contestar una pregunta básica como: ¿La utilidad que han producido las operaciones de la empresa ha sido suficiente para pagar el costo total del capital utilizado para generarlas? El no considerar un análisis orientado a la generación de valor económico imposibilita hacer juicios precisos sobre la eficiencia real de la administración en la asignación del capital total y en la generación de riqueza para sus proveedores de fondos.

El problema principal de esta investigación es la brecha analítica: la necesidad de llevar a cabo una evaluación del rendimiento de TELECEL S.A. mediante un método con mayor avance que permita medir la creación de valor claramente. Este estudio tiene como objetivo reducir esta brecha, utilizando el marco del Valor Económico Agregado para calcular cómo ha afectado la creación de riqueza real el desempeño operativo de la empresa.

Por lo tanto, la presente investigación se guía por la siguiente pregunta:

¿Cuál fue el impacto del diferencial de valor (ROIC-WACC) en la creación de Valor Económico Agregado (EVA) de la empresa TELECEL S.A. durante su desempeño financiero histórico del período 2015-2024?

2.2. Objetivos de la Investigación

2.2.1. Objetivo General

Evaluar el impacto del diferencial de valor (ROIC-WACC) en la creación de Valor Económico Agregado (EVA) de la empresa TELECEL S.A. durante el período 2015-2024, con el fin de determinar su contribución a la evaluación del desempeño financiero de la compañía.

2.2.2. Objetivos Específicos

- Recopilar y ordenar la información contable auditada de TELECEL S.A. y los datos de mercado requeridos para el período de análisis.
- Determinar el WACC anual de la empresa, justificando cada uno de sus elementos.
- Calcular el ROIC anual como medida de la eficiencia operativa de la empresa.
- Hallar el EVA para cada año del período y analizar los ciclos de creación y destrucción de valor.
- Elaborar conclusiones sobre el desempeño financiero de TELECEL S.A. desde la perspectiva de la Gestión Basada en Valor.

2.3. Justificación de la Investigación

Relevancia científica

El presente trabajo pretende contribuir al área de las finanzas corporativas aplicadas en Bolivia. El Valor Económico Agregado “EVA” ya es un concepto arraigado en la teoría financiera mundial, pero su aplicación empírica y profunda en casos de estudio para grandes empresas bolivianas como TELECEL S.A. es escasa. Esta investigación no solo analiza ratios tradicionales, sino que construye, paso a paso, una métrica de valor económico, integrando información contable local con parámetros de mercado globales. Se busca presentar un ejemplo metodológico de cómo la teoría actual de la Gestión Basada en Valor

puede ser investigada y aplicada en el contexto del mercado boliviano, sentando un precedente metodológico para futuras investigaciones en el área.

Relevancia Social

Esta investigación, desde un punto de vista práctico, desarrolla un análisis de interés para inversionistas, acreedores y la propia administración de TELECEL S.A. al dar una medida clara de la creación de Valor, convirtiéndose en una herramienta de diagnóstico para medir la eficiencia de la administración y su sostenibilidad en el tiempo. Socialmente, el fortalecimiento de una empresa como TELECEL impacta, en que una empresa más fuerte, más competitiva, que más aporta al ecosistema empresarial boliviano, beneficia a su cadena de valor, a la calidad de sus servicios y a la economía en general.

2.4. Delimitación del Problema

2.4.1. Límite Temporal

Los datos financieros anuales auditados de TELECEL S.A. entre los años 2015 y 2024 serán el enfoque del análisis de este estudio. Este período de investigación de diez años fue elegido porque abarca múltiples ciclos de financiamiento e inversión de la compañía, que facilita la identificación de tendencias significativas y reduce desviaciones de un solo año.

2.4.2. Límite Espacial

La investigación está limitado solamente a una empresa, TELECEL S.A., y a sus actividades en el territorio boliviano. Es un estudio de caso, los resultados y las conclusiones son específicos para esta entidad y su ambiente de mercado. La dirección de la sede principal de la compañía es: Av. Doble Vía a La Guardia y 5to Anillo, Calle Santa Teresa N° 4050, en la ciudad de Santa Cruz de la Sierra, Bolivia.

2.4.3. Límite Sustantivo

El análisis se enfoca, de manera temática, en la implementación de la metodología del Valor Económico Agregado (EVA). El análisis se basa en tres conceptos fundamentales: el cálculo del retorno sobre el capital invertido (ROIC) para medir la rentabilidad operativa, el cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC) para medir el costo de capital y la determinación del EVA como la diferencia entre los dos. Con el fin de asegurar la profundidad y el enfoque del estudio bajo el modelo de Gestión Basada en Valor, se excluyen otras metodologías de valoración, como el flujo de caja descontado, del análisis principal.

CAPÍTULO III

MARCO TEÓRICO

3.1. Marco Referencial

Es esencial examinar investigaciones y aplicaciones prácticas anteriores que validen la pertinencia del enfoque elegido antes de continuar con el análisis. Esta parte examina investigaciones importantes que, en su totalidad, evidencian la solidez de la metodología del Valor Económico Agregado (EVA) como un instrumento más eficaz que las métricas convencionales para medir el rendimiento de una empresa. El objetivo es vincular la teoría financiera global con la realidad local, y para ello se elige un rango que va desde trabajos pioneros a nivel internacional hasta casos de estudio particulares de la zona.

Referencia sobre la Aplicación de EVA en Bolivia

Se ha revisado el **Proyecto de Grado** para la carrera de **Auditoría** de la Universidad Mayor de San Andrés, titulado "**El Valor Económico Agregado como indicador estratégico de medición del rendimiento de la inversión empresarial, para la toma de decisiones**", presentado por **Magdiel Soledad Mendizabal Flores** en el año **2010**.

- **Resumen:** La meta del proyecto es sugerir un modelo de gestión basado en el Valor Económico Agregado (EVA) para su implementación en la realidad boliviana. La metodología es explicativa y documental, empleando plantillas de cálculo de los estados financieros de una compañía ficticia como herramienta esencial para evidenciar cómo se determina el EVA. El modelo teórico que se ha desarrollado concluye que el EVA es un indicador más relevante que las métricas tradicionales porque tiene en cuenta el costo total del capital. (Mendizabal Flores, 2010)
- **Pertinencia para la Investigación:** Este análisis es importante porque confirma en un país vecino y en el mismo sector de TELECEL S.A. tanto la relevancia del problema como la aplicabilidad del método EVA para contestar a la cuestión acerca de cómo se genera valor. Muestra que el análisis de destrucción de valor es un resultado posible y significativo en las compañías de telecomunicaciones del área, lo que mejora el contexto interpretativo para los hallazgos de la tesis actual.

- **Cita Seleccionada:** "Económico Agregado (EVA®) trata de contrarrestar las limitaciones de estos indicadores [tradicionales] al valorizar y evaluar el desempeño de la gestión ya que incorpora el costo de capital en el cálculo del resultado de la empresa." (Mendizabal Flores, 2010)

Referencia sobre la Valoración de una Empresa de Telecomunicaciones en la Región

Se ha analizado la **Tesis de Maestría** para el programa de **Finanzas** de la Escuela Superior Politécnica del Litoral, titulada "**Valoración financiera de una empresa de telecomunicaciones en Ecuador**", presentada por **David Eduardo Rosero Peralta y Gladys Betty Suasnavas Valdiviezo** en el año **2019**.

- **Resumen:** El propósito de esta tesis es establecer el valor financiero de una compañía de telecomunicaciones en Ecuador, analizando si sus tácticas han generado o aniquilado valor. La metodología que se empleó es la valoración por Valor Económico Agregado (EVA), que se implementó en un caso de estudio de una compañía real del sector, utilizando como herramienta la recolección y pronóstico de sus estados financieros entre 2013 y 2017. Los resultados de la valoración señalan que la empresa, pese a sus pronósticos, destruirá valor por un total de veintidós punto seis millones de dólares. (Romero Montoya, 2019)
- **Pertinencia para la Investigación:** Este análisis resulta relevante porque afirma en un país de la región y en el mismo sector de TELECEL tanto la importancia del problema como la aplicabilidad del método EVA para resolver a la cuestión acerca de cómo se genera valor. Señala que el análisis de destrucción de valor es un resultado probable y significativo en las compañías de telecomunicaciones del área.
- **Cita Seleccionada:** "Finalmente, con los datos obtenidos proyectando las cifras financieras... se puede concluir que la empresa seguirá teniendo un decrecimiento en sus ingresos... y que la compañía destruirá valor por un monto de US\$22.693.915,03." (Romero Montoya, 2019)

Referencia sobre la Aplicación de Simulación de Riesgo en Proyectos

Se ha examinado el **Artículo de Investigación** publicado en la revista Project Appraisal, titulado "**Risk analysis in investment appraisal**", escrito por **Savvakis C. Savvides** en el año **1994**.

- **Resumen:** La finalidad del artículo es exponer la técnica de la Simulación Monte Carlo para examinar el riesgo en los proyectos de inversión. Con ese propósito, el escritor emplea esta metodología en un estudio de caso acerca de la evaluación de un proyecto hotelero. Empleando un modelo en hoja de cálculo como herramienta, describe las variables principales en términos de distribuciones de probabilidad. El análisis muestra que, a pesar de que el "caso base" del proyecto era lucrativo, había un riesgo considerable de que se destruyera valor; un peligro que no fue identificado por el análisis convencional. (Savvides, 1994)
- **Pertinencia para la Investigación:** Aunque esta tesis no elabora un modelo de simulación, es relevante porque fundamenta la preeminencia de los análisis que trascienden un "caso base" estático. Confirma la premisa de que los indicadores convencionales suelen enmascarar riesgos, lo que justifica la necesidad de métricas más detalladas como el EVA, que tiene en cuenta el costo del riesgo mediante el WACC.
- **Cita Seleccionada:** "The output of a risk analysis is not a single-value but a probability distribution of all possible expected returns." (La salida de un análisis de riesgo no es un valor único, sino una distribución de probabilidad de todos los posibles retornos esperados.) (Savvides, 1994)

Referencia sobre la Evidencia Empírica del Valor Económico Agregado (EVA)

Se ha revisado el **Artículo de Investigación** de la revista Journal of Applied Corporate Finance, titulado "**EVA and market value**", publicado por **Stephen F. O'Byrne** en el año **1996**.

- **Resumen:** El propósito de la investigación es determinar si el EVA proporciona una mejor explicación del valor de mercado en comparación con los indicadores contables tradicionales. A través de una metodología de regresión, se observó que las fluctuaciones en el EVA determinan un 55 por ciento del cambio en el valor de

mercado durante lapsos de cinco años, mientras que únicamente un 24 por ciento es atribuido a las utilidades. Esta conclusión fue extraída al examinar una muestra de 6,551 años-empresa procedente de la base de datos Compustat. (O'Byrne, 1996)

- **Pertinencia para la Investigación:** Este precedente es fundamental porque confirma, con evidencia empírica de un mercado desarrollado, que el EVA es una medida más adecuada que las utilidades contables para interpretar el rendimiento de una compañía. Justifica de manera completa la selección del EVA como el núcleo principal del diagnóstico de valor sugerido en este estudio para TELECEL S.A. (O'Byrne, 1996)
- **Cita Seleccionada:** "My research... shows that changes in EVA explain more of the variation in... stock returns than do changes in earnings, and dramatically more of the variation in five-year returns." (Mi investigación... muestra que los cambios en el EVA explican más de la variación en los retornos de las acciones que los cambios en las ganancias, y dramáticamente más de la variación en los retornos a cinco años.) (O'Byrne, 1996)

Referencia sobre el Contexto del Financiamiento en Mercados Emergentes

Se ha estudiado el **Documento de Trabajo** del Fondo Monetario Internacional (FMI), titulado "**Consolidation and Market Structure in Emerging Market Banking Systems**", elaborado por **R. Gaston Gelos y Jorge Roldós** en **2004**.

- **Resumen:** El propósito del estudio es analizar el impacto que tuvo la consolidación bancaria en los años noventa sobre la competencia en los mercados emergentes. Se examina una población de empresas en ocho naciones de Europa y América Latina mediante un método econométrico. El resultado primordial, utilizando la información de BankScope como herramienta, es que la competencia no se redujo de manera sistemática, en parte debido a la llegada de bancos internacionales (Gelós & Roldós, 2004).
- **Pertinencia para la Investigación:** Esta investigación describe el contexto de competencia en el que opera TELECEL S.A. y contextualiza los retos financieros de esta empresa. Confirma la premisa de que, en mercados intrincados y en constante

cambio, es esencial un análisis financiero basado en métricas de valor para identificar la capacidad de sostener la estrategia corporativa.

- **Cita Seleccionada:** "...econometric estimates... suggest that, overall, markets have not become less competitive in a sample of eight European and Latin American countries." (...las estimaciones econométricas... sugieren que, en general, los mercados no se han vuelto menos competitivos en una muestra de ocho países europeos y latinoamericanos.) (Gelos & Roldos, 2004).

Referencia sobre la Aplicación de EVA en una Empresa de Servicios Públicos en Perú

Se ha analizado la **Tesis** para optar por el título profesional de **Contador Público** de la Universidad Privada San Carlos (Puno, Perú), titulada **"Aplicación del valor económico agregado (EVA) para la determinación de la rentabilidad de la empresa Electro Puno S.A.A periodo 2020-2021"**, presentada por **Yesenia Karla Neira Mamani** en el año **2022**.

- **Resumen:** El propósito de este estudio es calcular el verdadero rendimiento económico de la compañía Electro Puno S.A.A. mediante la implementación del Valor Económico Agregado (EVA). La metodología utilizada es analítica y descriptiva, y utiliza como muestra los estados financieros de la compañía correspondientes a 2020 y 2021. El análisis documental de esos estados sirve como herramienta para estimar los indicadores de rentabilidad y el EVA. El estudio concluye que, aunque la compañía tiene un ROA (Retorno sobre Activos) positivo, tuvo un EVA negativo en los dos periodos, lo cual señala que hubo una pérdida de valor. (Neira Mamani, 2022)
- **Pertinencia para la Investigación:** El presente trabajo de grado tiene mucha importancia como un antecedente regional. Confirma que el EVA es una herramienta de diagnóstico más eficaz que el ROA para una compañía en un sector regulado. El hecho de que, a pesar de un rendimiento contable positivo, lleguen a la conclusión de que hay una "destrucción de valor" apoya de forma directa el argumento principal que sostiene la necesidad de hacer un análisis basado en EVA para TELECEL.
- **Cita Seleccionada:** "El ROA muestra simplemente el rendimiento que ha producido la empresa con sus operaciones sobre los activos utilizados, de tal forma que, si tiene

utilidades, de modo que a través de este indicador no podemos conocer si la empresa crea o destruye valor. Sin embargo, se calculó con el Eva (valor económico agregado). Dando resultados negativos y destruyendo valor..." (Neira Mamani, 2022)

Referencia sobre la Aplicación de EVA en Pequeñas y Medianas Empresas en Perú

Se ha analizado la **Tesis** para optar por el título profesional de **Contador Público** de la Universidad Tecnológica del Perú, titulada **"El valor económico agregado y la rentabilidad en la empresa MYPE de servicio textil, Villa Tex S.A.C. Villa el Salvador, 2019-2021"**, presentada por **Heydy Iraida Espinoza De la Cruz y Luren del Rosario Mina Saravia** en el año **2022**.

- **Resumen:** El propósito de esta tesis es establecer cómo el Valor Económico Agregado (EVA) afecta la rentabilidad de una micro y pequeña empresa (MYPE) del rubro textil en Perú. La metodología es de naturaleza no experimental y descriptiva-explicativa. La empresa "Villa Tex S.A.C." fue utilizada como muestra a lo largo de los años 2019-2021. El análisis de los estados financieros de la empresa es el instrumento empleado. La investigación concluye que la compañía destruyó valor en 2019 y 2020 (con EVA negativo), pero empezó a crear valor en 2021, lo cual evidencia que el EVA influye directamente en la rentabilidad (Espinoza de la Cruz, 2022).
- **Pertinencia para la Investigación:** Este análisis de caso es importante porque muestra que el EVA tiene una utilidad y versatilidad más allá de las empresas grandes. Cuando se examina una MYPE, se confirma que los principios de creación de valor son globales y que el tema de destrucción de valor a pesar de reportar ganancias contables es un fenómeno generalizado. Esto destaca el valor del análisis basado en EVA como utilidad de diagnóstico para toda la estructura empresarial.
- **Cita Seleccionada:** "Los resultados obtenidos, se basaron en la validación de los objetivos general y específicos, estableciendo que cada uno incide de manera directa en la rentabilidad de la empresa... Si una compañía tiene un EVA positivo, significa que genera más beneficios, lo que se traduce en creación de valor. Por otro lado, si

una empresa tiene un EVA negativo, quiere decir, que no ha generado beneficios, lo que se define como pérdida valor." (Espinoza de la Cruz, 2022).

Finalmente, los estudios de referencia revisados confirman que la medición del valor mediante el EVA es un pilar central de esta investigación, y que por lo tanto es relevante y sólida. Después de haber establecido esta base empírica y académica, tanto regional como internacionalmente, la sección siguiente procederá a analizar en profundidad los principios conceptuales que respaldan el análisis.

3.2. Marco Histórico

La finalidad de esta sección consiste en describir el desarrollo histórico del pensamiento en finanzas corporativas en lo que se refiere a la medición del rendimiento empresarial. El presente recorrido es esencial, ya que muestra cómo las restricciones intrínsecas a las métricas contables convencionales crearon la necesidad, tanto teórica como práctica, de establecer un marco conceptual más sólido y con mayor valor económico. La historia de esta transformación no es simplemente una referencia histórica, sino el marco teórico que explica el empleo de la Gestión Basada en Valor y de la métrica del Valor Económico Agregado (EVA) como las técnicas más apropiadas para el estudio presente. Esto permite realizar un diagnóstico que trasciende el plano contable para examinar la creación genuina de riqueza.

3.2.1. El Paradigma Dominante del Siglo XX: La Era de las Métricas Contables

La historia de la medición del rendimiento financiero a lo largo de gran parte del siglo XX es la historia del surgimiento y el fortalecimiento de indicadores que provienen directamente de la contabilidad financiera. En un escenario de industrialización en aumento y la expansión de compañías grandes, se hizo necesaria la existencia de instrumentos estandarizados para que los inversionistas, acreedores y gerentes pudiesen evaluar la rentabilidad y eficiencia de las empresas. Así, se estableció un modelo según el cual la rentabilidad contable era equivalente al éxito empresarial.

- **Los inicios del análisis de rendimiento: El modelo Du Pont**

La compañía DuPont, a comienzos de los años 20, fue la que hizo uno de los primeros y más significativos progresos en el análisis financiero sistemático. La compañía desarrolló

un sistema de análisis conocido como el Modelo DuPont, que se volvió esencial para el análisis de ratios durante varias décadas. No fue la creación del Retorno sobre el Patrimonio (ROE) lo que representó su innovación esencial, sino más bien su descomposición analítica en elementos que hacían posible que la gerencia entendiera los factores subyacentes de la rentabilidad.

Los tres componentes principales del ROE del modelo DuPont tradicional son:

1. Margen neto de ganancias: Se usa para calcular la rentabilidad de las ventas ($\text{Utilidad Neta} / \text{Ventas}$)
2. Rotación de activos totales: Calcula la eficacia con la que la compañía emplea sus activos para crear ventas ($\text{Ventas} / \text{Activos totales}$).
3. Financiamiento apalancado: Calcula hasta qué punto la compañía emplea deuda para financiar sus activos ($\text{Activos totales} / \text{Patrimonio neto}$).

El beneficio de este modelo es que podía convertir una sola métrica de resultado (ROE) en un diagnóstico financiero y operativo. Con este sistema, un gerente podía establecer si una baja rentabilidad era el resultado de márgenes angostos, una gestión inadecuada de los activos o una estructura de capital excesivamente conservadora. Este método no solo consolidó el ROE como el principal indicador de rendimiento para los accionistas, sino que también estableció la evaluación de ratios como una práctica fundamental en la administración financiera (Higgins, 2018).

- **La consolidación de la perspectiva contable: El reinado del EPS y el ROE**

Durante la etapa de crecimiento económico que siguió a la Segunda Guerra Mundial, el foco en las métricas contables se volvió más fuerte, debido al incremento de los mercados de capitales y a la implicación de un número mayor de inversores. El EPS (por sus siglas en inglés, Beneficio por Acción) se estableció como el indicador más observado por los analistas y los inversores. Su popularidad se justificaba por su supuesta sencillez: mostraba la parte de las ganancias de la compañía que "pertenece" a cada acción en circulación, y su aumento estaba vinculado directamente con el éxito y el incremento posterior del precio de la acción.

Por otro lado, el ROE era el principal indicador interno de la eficacia con que la dirección empleaba el capital de los accionistas para crear esas ganancias. Un ROE elevado

y en aumento era visto de manera generalizada como una indicación de una gestión excelente y de un negocio saludable. El EPS y el ROE, en conjunto, constituyeron el núcleo de un paradigma que prevaleció en la opinión financiera durante varias décadas. Proporcionaban un marco que parecía completo: el ROE calculaba la eficacia interna y el EPS transmitía los resultados al mercado. Esta perspectiva, que se enfoca casi únicamente en los datos del Estado de Resultados y su impacto en el Patrimonio, se volvió la guía principal para tomar decisiones estratégicas y analizar el rendimiento gerencial.

3.2.2. La crisis del sistema de contabilidad: Limitaciones teóricas

A pesar de que parece ser útil y se ha establecido como el paradigma dominante, desde los años setenta comenzaron a aparecer grandes errores teóricos en el modelo basado en las métricas contables. Los académicos y los expertos en finanzas empezaron a cuestionar si índices como el ROE y el EPS eran señales fiables de cómo se generaba riqueza para los accionistas. La evaluación crítica se enfocó en diversos errores esenciales que, aparte de reducir el valor de estas métricas, a menudo llevan a la dirección a tomar decisiones estratégicas que eliminan valor en el largo plazo, pese a que produzcan resultados contables favorables en el corto plazo.

- **Primera debilidad: La distorsión del apalancamiento financiero en el ROE**

Una de las críticas más importantes apuntó a la sensibilidad del ROE ante el apalancamiento financiero. La fórmula del Modelo DuPont evidencia que el ROE puede ser aumentado mediante la utilización de deuda. Una empresa con una rentabilidad operativa limitada podía mostrar un ROE elevado únicamente por financiar la mayor parte de sus activos mediante deuda en lugar de capital propio. Aunque el apalancamiento puede ser una herramienta estratégica válida, su impacto en el ROE provoca una "ilusión financiera".

Hay dos motivos fundamentales por los cuales es problemático. En primer lugar, esconde el rendimiento real del negocio. Un ROE elevado que es impulsado por la deuda no significa necesariamente que haya productos competitivos o una operación eficaz, sino más bien que la estructura de capital es arriesgada. En segundo lugar, y lo más relevante, el incremento del apalancamiento eleva el riesgo financiero para los accionistas. En un contexto adverso, la misma deuda que amplifica las ganancias también puede ampliar las pérdidas y llevar a la empresa a la insolvencia. Por ende, el ROE solo no posibilita diferenciar entre un

retorno producido por una óptima operación y uno que surge de asumir un riesgo financiero desmesurado (Brealey et al., 2019).

- **Segunda debilidad: La omisión del coste de oportunidad en el capital**

El modo en que la contabilidad tradicional trata el capital propio es su limitación más representativa. El costo de la deuda (los intereses pagados) se registra explícitamente en el Estado de Resultados, pero no hay un costo contable relacionado con el capital que los accionistas aportan. Desde el punto de vista contable, el patrimonio es un recurso que no tiene costo.

No obstante, desde un punto de vista económico, esto es un error esencial. Cuando los accionistas invierten en una compañía, incurre en un costo de oportunidad: dejan de lado la opción de destinar ese mismo capital a otros activos con un nivel de riesgo similar. Por consiguiente, requieren una rentabilidad que les compense de manera apropiada por el riesgo que están tomando. El coste del capital propio (Cost of Equity) es el verdadero valor de este retorno esperado.

Si se pasa por alto este coste implícito, aunque sea real, el ROE y la utilidad neta tienden a sobrevalorar el rendimiento económico auténtico de la compañía de manera sistemática. Una compañía podía reportar un ROE del 5 por ciento y una utilidad neta positiva, sin embargo, si los accionistas de la empresa esperaban un retorno del 10 por ciento por el riesgo asumido, en realidad no estaba produciendo valor. En efecto, estaba arruinando la riqueza de sus inversionistas al producir un rendimiento menor que su costo de oportunidad. Esta es una gran limitante de la contabilidad tradicional y la razón principal por la que se requieren métricas fundamentadas en principios económicos (Stewart, 1991) (Damodaran, 2012).

- **Tercera debilidad: el problema de la agencia.**

La Teoría de la Agencia, que fue presentada en 1976 por William H. Meckling y Michael C. Jensen, evidenció que había conflictos de intereses, los cuales intensifican el desajuste entre el rendimiento contable y la producción de valor. Esta teoría sostiene que, en una empresa, los gerentes funcionan como "representantes" de los accionistas. Como los intereses de ambas partes no están completamente alineados, es posible que los gerentes

opten por tomar decisiones que optimizan su propia utilidad (prestigio, salario, seguridad en el trabajo) en vez de maximizar la riqueza de los principales (Jensen & Meckling, 1976).

Este problema es a menudo agravado por las medidas contables tradicionales. Si un gerente es premiado principalmente por el crecimiento del EPS o la magnitud de la compañía, tendrá un fuerte estímulo para realizar adquisiciones o inversiones que incrementen los ingresos, aunque esos proyectos no generen un retorno bastante alto para cubrir el costo del capital. Esta problemática, que se denomina "construcción de imperios" o "crecimiento no rentable", es una expresión típica del problema de agencia. Aunque la gerencia puede informar de ganancias en aumento, en realidad está destinando el capital de los accionistas a proyectos que destruyen valor. La falta de capacidad de las métricas contables para regular este comportamiento demostró que era necesario un sistema de medición y compensación que alineara realmente los intereses de los gerentes y los accionistas (Jensen & Meckling, 1976).

3.2.3. La transición de conceptos: El surgimiento de la filosofía de generar valor

Las restricciones teóricas de la perspectiva contable y el escepticismo creciente acerca de la relación entre los beneficios informados y el valor auténtico de mercado establecieron los fundamentos para una revolución en el pensamiento financiero. Apareció una nueva filosofía de gestión en los años ochenta y noventa, la cual buscaba volver a conectar las decisiones corporativas con su efecto esencial en la riqueza de los accionistas. Esta transición conceptual se enfocó en crear valor económico sostenible a largo plazo, dejando de lado la optimización de las métricas contables a corto plazo.

- **La atención enfocada en el flujo de caja libre**

Uno de los primeros y más relevantes pasos en esta transición fue el cambio de perspectiva: se pasó de la utilidad neta al Flujo de Caja Libre (FCF, por sus siglas en inglés). Por diversas razones, los académicos y asesores, entre ellos Alfred Rappaport, quien publicó "Creating Shareholder Value" (1986), sostuvieron que el flujo de caja era un indicador del rendimiento más relevante que la utilidad contable (Rappaport, 1986).

En primer lugar, el FCF es menos propenso a la manipulación contable. A pesar de que la utilidad neta puede verse afectada por decisiones discrecionales sobre provisiones,

depreciación o reconocimiento de ingresos, el flujo de caja refleja la entrada y salida del efectivo tangible en la empresa, lo cual es más complicado de alterar.

En segundo lugar, el FCF proporciona una perspectiva más integral de la salud financiera de la compañía al combinar datos del Balance General y del Estado de Resultados. El FCF se determina a partir de la ganancia operativa; sin embargo, también toma en consideración las inversiones requeridas en activos fijos (CAPEX) y en capital de trabajo para mantener y expandir el negocio. Así, responde a una pregunta fundamental que la utilidad neta no aborda: ¿Cuánto efectivo produce la compañía después de hacer todas las inversiones necesarias para sostener su competitividad?

Esta perspectiva centrada en el flujo de caja fue un progreso conceptual importante. Al obligar a los gerentes a tener en cuenta no sólo las ganancias, sino también la inversión de capital necesaria para producirlas, se establecieron fundamentos para un análisis más estricto de las decisiones de inversión y, por lo tanto, para una gestión más enfocada en el valor (Rappaport, 1986).

- **El surgimiento de la Gestión Basada en Valor (VBM, por sus siglas en inglés)**

El cambio de perspectiva hacia el flujo de caja fue un componente de un movimiento más extenso que se conoce como Gestión Basada en Valor (Value-Based Management - VBM). El VBM es más que una métrica; es una filosofía de gestión integral. Su premisa esencial afirma que la única finalidad de todas las decisiones estratégicas y operativas de una empresa debería ser aumentar al máximo el valor a largo plazo para sus accionistas.

En el contexto del VBM, el éxito no se mide solamente por la expansión de los ingresos o la cuota de mercado. En su lugar, se evalúa según la habilidad de la compañía para producir rendimientos sobre el capital invertido que excedan su costo de capital. Esta filosofía cambia la forma en que se administra una compañía, afectando aspectos fundamentales como:

1. Estrategia empresarial: Las decisiones acerca de en qué negocios competir dependen del potencial que cada unidad tiene para generar valor. Es necesario conocer las capacidades de la compañía, haciendo uso de indicadores adecuados.

2. Distribución de capital: Los recursos se asignan a los proyectos que ofrecen el retorno más elevado por encima del costo del capital, mientras que se retiran de aquellos que destruyen valor.
3. Gestión operacional: Los gerentes son incentivados a optimizar la eficiencia y las ganancias de los activos que supervisan.
4. Sistemas de retribución: La retribución de los ejecutivos se conecta directamente con las métricas que generan valor, lo que alinea sus intereses con los de los accionistas y soluciona el dilema de agencia.

Por consiguiente, el VBM constituyó la madurez del pensamiento financiero al ofrecer un marco lógico para tomar decisiones. No obstante, para que esta filosofía pudiera funcionar, era necesario contar con una métrica central que tuviera la capacidad de medir la generación de valor de manera periódica y clara. Esta necesidad fue la que llevó al Valor Económico Agregado (EVA) a ser el foco central.

3.2.4. La sistematización del valor: El marco del valor agregado económico (EVA)

La filosofía fue proporcionada por la Gestión Basada en Valor (VBM), mientras que el instrumento fue dado por el Valor Económico Agregado (EVA). A pesar de que la idea básica de "ingreso residual" no era reciente, su estandarización a comienzos de los años noventa por la consultora Stern Stewart & Co. lo convirtió en uno de los métodos de evaluación del rendimiento más influyentes en el ámbito empresarial (Stewart, 1991).

- **Los fundamentos históricos: La noción de "ingreso residual"**

En la economía, se ha afirmado por mucho tiempo que el beneficio real debe considerar el costo total del capital invertido. El concepto de "beneficio económico" fue formulado en el siglo XIX por economistas como Alfred Marshall. Este se distingue del beneficio contable porque incorpora un cargo por el costo de oportunidad del capital propio. En la literatura contable, en el transcurso del siglo XX, se le llamó "ingreso residual" a esta noción: el beneficio que queda luego de restar un cargo por el costo de los activos empleados para producir dicha utilidad. No obstante, pese a que su fundamentación teórica es sólida, el ingreso residual nunca logró una implementación amplia debido a la ausencia de un método

riguroso y estandarizado para calcularlo, sobre todo en lo que se refiere a la estimación del costo del capital.

- **La aportación de Stern Stewart & Co.: Del ingreso residual al EVA®**

El progreso significativo se produjo con los trabajos de G. Bennett Stewart, reflejados en su libro "The Quest for Value" (1991), que tuvo un impacto importante, así como con el trabajo de su firma, Stern Stewart & Co. Ellos se apropiaron del concepto de ingreso residual, lo mejoraron a nivel metodológico y lo presentaron al mundo empresarial bajo la marca registrada EVA® (Economic Value Added). Su aportación no consistió tanto en crear una idea novedosa, sino en convertirla en un instrumento potente y práctico para la gestión de empresas (Stewart, 1991).

La filosofía del EVA puede sintetizarse en una única y poderosa premisa: si la rentabilidad que produce es más alta que el costo total de todo el capital que emplea para generarla, entonces la compañía genera valor para sus accionistas. El EVA, a diferencia de las métricas contables, convierte esta noción en una cifra monetaria absoluta, dando respuesta al interrogante: ¿Cuánto patrimonio ha generado o eliminado la compañía en un tiempo específico más allá de lo que sus inversores (acreedores y accionistas) requerían como recompensa por su capital?

La fórmula del EVA en su forma conceptual es la siguiente:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT (Utilidad Operativa Neta después de impuestos)} - (\text{Capital invertido} \times \text{WACC (Costo promedio ponderado de capital)})$$

- **Los fundamentos teóricos del cálculo de EVA**

La fortaleza del EVA se debe a la firmeza económica de sus componentes, que son el resultado de décadas de avances en la teoría financiera.

1. El retorno sobre la inversión de capital (ROIC): Puede expresarse la fórmula del EVA como $(\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Capital Invertido}$. El ROIC es la métrica más pura de la eficiencia operacional, por encima del ROE y el ROA. La rentabilidad de las operaciones primordiales de la compañía puede evaluarse con claridad porque, al calcularse el NOPAT dividido por el Capital Invertido, se aísla el rendimiento del

negocio de los impactos que tiene la estructura financiera. Esto posibilita que se realice una comparación equitativa entre distintas empresas o unidades de negocio, sin importar sus políticas de endeudamiento, estableciendo un "campo de juego nivelado" para examinar la gestión operativa (Stewart, 1991).

2. El WACC (costo medio ponderado de capital): Es posible que esta parte sea el progreso teórico más importante que facilitó la implementación práctica del EVA. El WACC es el costo de oportunidad agregado de todo el capital de la compañía o la "tasa de valla" económica. Su cálculo incluye, además del costo de la deuda después de impuestos, el costo del patrimonio, lo cual es fundamental. Se pudo estimar este último debido al avance del Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM), que ofreció un procedimiento detallado para calcular el rendimiento esperado por los accionistas en función del riesgo sistemático (Beta). La obra de académicos como Aswath Damodaran se ha transformado en el estándar actual para calcular y aplicar estos parámetros en mercados emergentes y desarrollados, proporcionando la precisión necesaria para que el WACC sea un indicador confiable del costo total del capital (Damodaran, 2012).

- **Las adaptaciones contables: Interpretando la contabilidad en términos económicos**

Un principio fundamental y característico del marco EVA, tal como lo estableció Stern Stewart, es que los datos contables deben ser modificados para representar de manera más precisa la realidad económica de la compañía. La contabilidad, que se crea para presentar informes externos, frecuentemente se basa en principios como el conservadurismo, los cuales pueden afectar las decisiones de administración. (Stewart, 1991) sostiene que la finalidad del EVA es tomar decisiones, no reportar; para lograrlo, hay que eliminar estas distorsiones. A pesar de que se han determinado hasta 164 ajustes potenciales, en la práctica se enfocan en un número controlable de "drivers" clave del valor.

El principio rector de los cambios es considerar ciertos desembolsos como inversiones a largo plazo en lugar de gastos del período. Entre los ajustes más importantes se encuentran:

- Capitalización de los costos estratégicos: Se consideran inversiones en vez de gastos los desembolsos para la formación de empleados a gran escala, las campañas de marketing para crear una marca o los desembolsos en investigación y desarrollo (I+D). Esto impide que los gerentes sean penalizados a corto plazo por tomar decisiones que son cruciales para la competitividad a largo plazo.
- Tratamiento del arrendamiento operativo (leasing): El marco EVA sostiene que los arrendamientos operativos son una manera de financiarse a través de una deuda oculta. Así pues, el valor presente de los pagos futuros del alquiler se capitaliza, sumándose a los activos (capital invertido) y a la deuda.
- Reversión de provisiones contables: Las provisiones, como las deudas incobrables o la reestructuración, se suman al capital y se eliminan del cálculo del NOPAT, dado que no constituyen un flujo de caja real y pueden ser manejadas a discreción por la gerencia.

Estos ajustes, entre otros, tienen como objetivo establecer una medida de inversión (Capital Invertido) y de beneficio (NOPAT) que se asemeje lo más posible a un flujo de caja económico. De esta manera, se brinda un fundamento más sólido para la evaluación del rendimiento y la toma de decisiones (Stewart, 1991).

- **El EVA como un sistema de administración integral: Las "Cuatro M"**

La aplicación del EVA como un sistema de gestión integral es su verdadera innovación, no la fórmula en sí. (Stewart, 1991) organiza esta implementación en base a cuatro pilares vinculados entre sí, que se conocen como las "Cuatro M de la Creación de Valor":

- Medición: Calcular el EVA de forma consistente y rigurosa durante toda la organización es el primer paso. Esto significa que hay que hacer las correcciones contables necesarias para que la métrica represente la realidad financiera del negocio.
- Administración (Gestión): Implica incorporar el EVA en el proceso diario de toma de decisiones. Esto incluye la utilización del EVA para formular la

estrategia corporativa, evaluar unidades de negocio y presupuestar capital (solamente se autorizan proyectos con un EVA proyectado positivo).

- Motivación: Este puede ser, tal vez, el elemento más revolucionario. La idea es alinear los intereses de los gerentes y trabajadores con los de los accionistas, ligando una parte importante de la compensación variable (bonos) a la mejora del EVA. Para prevenir una perspectiva a corto plazo, se emplean frecuentemente sistemas de "bonus bank", en los que los bonos se almacenan en una cuenta y se abonan con el tiempo, dependiendo de un rendimiento sostenido.
- Mentalidad: El propósito final es establecer una cultura corporativa en la que todos los trabajadores, desde la alta dirección hasta el personal operativo, comprendan los principios de generación de valor y se sientan con poder para decidir como si fueran "propietarios" del negocio. El EVA se vuelve el idioma común para analizar el rendimiento.

Esta perspectiva holística es lo que distingue al EVA de ser un simple indicador de análisis posterior y lo transforma en un impulsor proactivo de la transformación cultural y el perfeccionamiento del rendimiento (Stewart, 1991).

- **Evidencia empírica, ventajas y críticas del marco EVA**

El efecto del EVA fue respaldado por la evidencia empírica, que verificó su impacto en las métricas contables. Estudios de gran relevancia, como el que llevó a cabo Stephen F. (O'Byrne, 1996), demostraron que los cambios en el EVA explicaban una parte significativamente mayor de la variación de los rendimientos accionariales que las modificaciones en el ROE o las ganancias contables (EPS). Esta conexión directa con el valor de mercado no solamente corroboró que el EVA es un parámetro del rendimiento interno, sino también que es una señal para anticipar la generación de valor para los accionistas. Se conceptualizó el EVA de esta manera: como la desconexión que existe entre las decisiones gerenciales internas y sus repercusiones en el mercado de capitales (Stewart, 1991).

El marco del EVA tiene beneficios evidentes: ofrece una métrica singular e intuitiva, establece una estricta disciplina de capital y soluciona con eficacia el problema de agencia mediante la alineación de incentivos. Sin embargo, no está libre de críticas. Aunque se han

hecho ajustes, afirman académicos como (Damodaran, 2012) que el EVA continúa dependiendo de datos contables y es muy sensible a las estimaciones subjetivas de los parámetros del WACC, como la prima de riesgo. La dificultad de los ajustes puede ser un problema para su aplicación. No obstante estas restricciones, hay un consenso generalizado de que el EVA y la filosofía subyacente del ingreso residual presentan una visión del rendimiento económico conceptualmente más avanzada que los indicadores contables tradicionales (Damodaran, 2012).

3.2.5. De la idea a la realidad: influencia y adopción empresarial.

El marco del EVA no solo muestra su ventaja de forma teórica, sino en su aplicación como un sistema de gestión integral que cambia la cultura y la forma de hacer las cosas en una organización. Pasar de la idea a la acción demostró que, al medir lo que importa, las empresas podían empezar a gestionarlo. La adopción del EVA por parte de grandes corporaciones globales en la década de 1990 validó su fuerza como agente de cambio.

- **Historias de éxito y transformación de la gestión**

La historia de la adopción del EVA muestra casos de estudio de éxito que demuestran su capacidad para transformar una organización. Posiblemente el caso más famoso y mejor documentado sea el de The Coca-Cola Company. A principios de los años 80, bajo el liderazgo de Roberto Goizueta, la empresa se embarcó en la tarea de transformarse en una organización que pensara y actuara como propietaria, con un enfoque declarado en generar valor para sus accionistas. Implementaron el EVA como la medida de desempeño para todas sus unidades de negocio y, lo que es más importante, para las decisiones de asignación de capital.

Proyectos que antes habrían sido aprobados por su potencial para aumentar los ingresos o la cuota de mercado ahora se analizaban con mayor detenimiento: ¿generarían un retorno sobre el capital invertido (ROIC) superior al coste de capital de la empresa (WACC)? Esta disciplina de capital llevó a Coca-Cola a deshacerse de negocios mediocres y a invertir en sus mejores marcas y operaciones, desatando uno de los mayores períodos de creación de valor en la historia corporativa. Otros gigantes de la industria, como Siemens, AT&T o Eli Lilly, tomaron caminos similares (Stewart, 1991).

- **El EVA y la remuneración de los ejecutivos: la solución al problema de agencia**

Una de las aplicaciones más influyentes del marco del EVA fue como base de los sistemas de compensación variable. Pero al ligar una parte importante de la remuneración de los altos directivos y mandos intermedios a la mejora del EVA, las empresas consiguieron alinear de forma inmediata y eficaz los intereses de los "agentes" (la gerencia) con los de los "principales" (los accionistas).

Este mecanismo resolvió de forma práctica el problema de agencia descrito por Jensen y Meckling. Cuando la compensación de un gerente se basa en la creación de EVA positivo, éste tiene un fuerte incentivo para:

1. Mejorar el retorno sobre el capital operativo (ROIC): encontrando eficiencias, mejorando márgenes y cortando gastos innecesarios.
2. Invertir capital con disciplina: aprobar solo proyectos que generen un rendimiento superior al WACC.
3. Administrar la base de capital: Desinvertir en activos de bajo rendimiento para liberar capital y devolverlo a los accionistas o reinvertirlo en proyectos de mayor valor.

Así, el EVA dejó de ser un simple informe de rendimiento de rendimiento para convertirse la herramienta principal y el sistema de recompensa que dirigía las decisiones diarias en toda la empresa, desde el taller hasta la sala de juntas (Stewart, 1991).

El recorrido histórico de la medición del desempeño financiero revela una clara trayectoria: un recorrido que comienza con la simplicidad de las métricas contables, atraviesa una crisis de confianza al reconocer sus profundas limitaciones teóricas y prácticas, y culmina en el surgimiento de una filosofía de gestión económica centrada en la creación de valor. El Valor Económico Agregado (EVA) representa la culminación de este proceso evolutivo, proporcionando una medida conceptualmente robusta, empíricamente verificada y prácticamente aplicable. Esta evolución histórica y teórica no solo enriquece el campo del análisis financiero, sino que también ofrece una justificación contundente para el uso del marco del EVA en el análisis de TELECEL S.A., revelando un diagnóstico más rico y sincero que el que pueden revelar las métricas tradicionales por sí solas (Damodaran, 2012).

3.3. Marco Conceptual

Los términos esenciales que se emplearon en este estudio se definen a continuación, para garantizar la precisión y la claridad del lenguaje técnico usado, citando autores reconocidos en el ámbito de las finanzas corporativas.

- **Beta Apalancado (Levered Beta, β_L):** Una medida del riesgo sistemático del patrimonio de una empresa, que cuantifica su volatilidad en relación con el mercado, ajustada por su nivel de apalancamiento financiero. Un Beta mayor a 1.0 indica un riesgo superior al del mercado (Damodaran, 2016).

Formula:

$$\beta_L = \beta_U * \left[1 + \left(\frac{Deuda * (1 - Tasa Impositiva)}{Patrimonio} \right) \right]$$

- **Capital Invertido (Invested Capital):** La suma total de todo el capital que tiene un costo financiero y ha sido confiado a una empresa, tanto por parte de los accionistas (patrimonio) como de los acreedores (deuda financiera). Es la base sobre la cual se calcula la rentabilidad operativa de la empresa (ROIC). Se diferencia de los Activos Totales al excluir el financiamiento operativo sin costo, como las cuentas por pagar a proveedores (Stewart, 1991).

Fórmula:

$$Capital\ Invertido = Deuda\ Financiera\ Total + Patrimonio\ Neto\ Contable$$

- **Costo de la Deuda (Cost of Debt, K_d):** El costo real que una compañía paga por sus fondos prestados antes de impuestos. Para compañías que cuentan con varias fuentes de deuda, se estima como la tasa de interés promedio ponderada de sus compromisos financieros (Brealey et al., 2019).
- **Costo del Patrimonio (Cost of Equity, K_e):** El retorno esperado por los accionistas por invertir en el patrimonio de la empresa. Se calcula mediante el Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM) extendido para mercados emergentes, que incorpora el riesgo país (Damodaran, 2012).

Formula:

$$Ke = R_f + \beta_L * (R_m - R_f) + CRP$$

- **Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC):** La tasa de descuento que representa el costo promedio de todas las fuentes de capital (deuda y patrimonio), ponderado por su respectiva proporción en la estructura de capital de mercado de la empresa. Es el retorno mínimo que debe generar una inversión para crear valor (Brealey et al., 2019).

Fórmula:

$$WACC = \left(\frac{E}{E + D} * Ke \right) + \left(\frac{D}{E + D} * Kd * (1 - Tasa Impositiva) \right)$$

- **NOPAT (Net Operating Profit After Taxes):** Utilidad Operativa Neta Después de Impuestos. Es la utilidad generada por las operaciones principales de una empresa, calculada antes de los gastos financieros y después de los impuestos correspondientes a esa utilidad operativa ($EBIT * (1 - Tasa Impositiva)$). Es el punto de partida para calcular el ROIC y el EVA (Stewart, 1991).

Fórmula:

$$NOPAT = EBIT * (1 - Tasa Impositiva)$$

- **Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC):** La medida principal de la eficiencia operativa de una empresa. Calcula el retorno generado por cada unidad monetaria de capital invertido en el negocio ($NOPAT / Capital Invertido$) (Stewart, 1991).

Fórmula:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Capital Invertido}$$

- **Valor Económico Agregado (EVA):** Una métrica financiera que mide la creación de riqueza real de una empresa durante un período. Se calcula como la ganancia operativa neta después de impuestos menos el costo de oportunidad de todo el capital invertido. Un EVA positivo indica creación de valor (Stewart, 1991).

Fórmula:

$$EVA = (ROIC - WACC) * Capital\ Invertido$$

- **Gestión Basada en Valor (Value-Based Management - VBM):** Filosofía y un sistema de gestión integral que tiene como propósito principal el aumento máximo de la riqueza de los accionistas en el largo plazo. En un marco VBM, se examinan y dirigen todas las decisiones operativas y estratégicas en función de cómo se espera que afecten el valor económico de la compañía, lo que permite alinear los intereses de la gerencia con los de los dueños (Stewart, 1991).
- **Teoría de la Agencia (Agency Theory):** Marco teórico que examina la conexión y los desacuerdos de intereses que se presentan entre un "agente" (por ejemplo, los gerentes), a quien se le delega la toma de decisiones, y un "principal" (por ejemplo, los accionistas). La teoría explora los "costos de agencia" que se producen debido a esta separación, y estudia la manera de diseñar incentivos y contratos óptimos para alinear los intereses de ambas partes (Jensen & Meckling, 1976).
- **Costo de Oportunidad del Capital:** La capacidad de rendimiento que se deja de obtener al invertir en un proyecto particular, en vez de hacerlo en la opción más favorable de inversión disponible con un perfil de riesgo similar. Este principio es el fundamento económico para calcular la tasa mínima de retorno que una inversión necesita producir para ser considerada aceptable (tasa de valla) (Brealey et al., 2019).
- **Retorno sobre el Patrimonio (Return on Equity - ROE):** Medida de rentabilidad contable que determina el beneficio neto producido por una compañía como un porcentaje de su patrimonio neto contable (utilidad neta/patrimonio neto). Calcula el rendimiento que los accionistas han logrado sobre el capital invertido. Su mayor restricción es que puede ser distorsionado por el apalancamiento financiero y no tiene en cuenta el costo de oportunidad de ese patrimonio (Higgins, 2018).
- **Retorno sobre Activos (Return on Assets - ROA):** Indicador de rentabilidad en términos contables que evalúa la habilidad de una compañía para producir beneficios a partir de su base total de activos (utilidad neta / activos totales). Funciona como un indicador de la eficacia con la que se utilizan los activos, sin importar el modo en que estén financiados (Higgins, 2018).

- **Beneficio por Acción (Earnings Per Share - EPS):** El indicador de la rentabilidad de una compañía se obtiene al dividir la ganancia neta por el total de acciones ordinarias emitidas (Higgins, 2018).
- **Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow - FCF):** El efectivo que resulta de las operaciones de una compañía después de restar las inversiones en capital. Representa el dinero que está disponible para todos los financistas (Rappaport, 1986).
- **Apalancamiento Financiero:** Financiar los activos de una compañía mediante la deuda. El riesgo para los accionistas y el rendimiento potencial aumentan con un mayor apalancamiento (Brealey et al., 2019).
- **Análisis Vertical y Horizontal:** Métodos de análisis de estados financieros que representan las partidas en forma de porcentajes de una base común (Vertical) o examinan su desarrollo a través del tiempo (Horizontal), con el fin de detectar tendencias y estructuras (Higgins, 2018).
- **Ciclo de Caja (Cash Conversion Cycle):** El periodo de tiempo, en días, que pasa desde que una compañía abona a sus proveedores hasta que recibe el pago efectivo de sus clientes. Un ciclo de caja negativo es normalmente beneficioso (Higgins, 2018).
- **CAPEX (Capital Expenditures):** Inversiones en activos fijos o desembolsos de capital. Simboliza la suma de dinero que una compañía emplea para comprar, optimizar y conservar activos físicos como edificios, fábricas, maquinaria, tecnología o infraestructura. Es un elemento esencial del flujo de caja de inversión (Brealey et al., 2019).
- **Ingreso Residual (Residual Income):** Un concepto de medición del rendimiento que computa el ingreso neto de una organización, descontando un cargo por la utilización del capital propio para producirlo. Es el precursor en términos históricos y conceptuales del valor económico agregado (Stewart, 1991).
- **Beneficio Económico (Economic Profit):** El beneficio que se obtiene tras deducir de los ingresos totales los costos explícitos (contables) y los costos implícitos (de oportunidad). Una compañía obtiene un beneficio económico positivo únicamente cuando sus ingresos superan el coste total de sus recursos (Brealey et al., 2019).

- **Disciplina de Capital (Capital Discipline):** Un principio de administración financiera que requiere que el capital se invierta solamente en proyectos que tengan un rendimiento esperado mayor al costo del capital (WACC). Conlleva un proceso estricto de selección y evaluación de inversiones para garantizar la generación de valor (Brealey et al., 2019).
- **Ajustes Contables (EVA Adjustments):** Cambios efectuados en las cifras contables para suprimir distorsiones y mostrar de forma más exacta la realidad económica de la compañía, lo cual hace que la contabilidad sea una base más adecuada para decidir sobre cuestiones gerenciales (Stewart, 1991).
- **Sistema de Gestión EVA (EVA Management System):** La puesta en marcha del EVA como un marco completo que incluye la evaluación del desempeño, la guía para la toma de decisiones, la base para la compensación y el establecimiento de una cultura organizacional centrada en el valor (Stewart, 1991).
- **Mercados Emergentes:** Mercados de naciones que están en pleno crecimiento y desarrollo económico, los cuales presentan un riesgo político mayor, una volatilidad más alta y un marco institucional menos desarrollado si se les compara con los mercados ya desarrollados. Estas particularidades tienen un impacto directo en la estimación del costo de capital mediante la Prima de Riesgo País (Damodaran, 2012).
- **Desempeño Financiero:** El cálculo de la salud financiera de una compañía a lo largo de un periodo determinado. Se analiza mediante diferentes indicadores que miden la habilidad de la compañía para generar ganancias, manejar activos, controlar pasivos y crear valor para sus accionistas (Higgins, 2018).
- **Diferencial de Valor (Value Spread):** La variación porcentual entre el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) y el Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC). Un diferencial positivo significa que la compañía está produciendo un retorno mayor a su coste de capital, lo que genera valor. Un diferencial negativo señala que hay destrucción de valor (Stewart, 1991).
- **Sistematización:** El procedimiento que consiste en estructurar, clasificar y organizar datos e información de forma lógica, de acuerdo con un conjunto de normas preestablecidas (Hernández Sampieri et al., 2014).

CAPÍTULO IV

DISEÑO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN

4.1. Tipo de Investigación

El estudio se enmarcó en las siguientes clasificaciones metodológicas:

- **Según la intervención del investigador, es una investigación No Experimental.** Las variables no serán manipuladas intencionalmente. La investigación se fundamenta en el estudio de datos que ya han sucedido.
- **Según el número de variables de interés, la investigación es Analítica y Correlacional Bivariable.** Es analítica ya que estructura un concepto complicado en sus elementos medibles. Se considera que es correlacional bivariable debido a que su análisis principal estudia la relación entre dos variables primordiales a través del tiempo: la creación de valor (evaluada por el EVA) y el rendimiento operativo ajustado por riesgo (medido por el diferencial ROIC - WACC).
- **Según la planificación de la toma de datos, la investigación es Retrospectiva y de Diseño Transversal.** Se considera retrospectiva porque utiliza datos secundarios que ya están disponibles. Se le considera de diseño transversal porque, aunque se estudia una serie de tiempo (2016-2023), la recopilación y la compilación de estos datos históricos se llevan a cabo en un solo momento para crear el sistema de análisis.

4.2. Diseño de la investigación

La investigación presenta un diseño no experimental y se organiza como un estudio de caso único y en profundidad, lo cual es un enfoque metodológico que permite un examen profundo y detallado de la unidad del estudio (TELECEL S.A.). El proceso se lleva a cabo en una única etapa de diagnóstico (diseño retrospectivo) y está calibrado únicamente para la situación financiera y operativa de la empresa. Esta etapa se basa en la recopilación y organización de información proveniente de fuentes secundarias con el objetivo de crear una base de datos sólida. Posteriormente, se utiliza esta base para determinar el Valor Económico Agregado (EVA) correspondiente a cada año del periodo analizado.

4.3. Hipótesis

Se plantean las siguientes hipótesis para orientar el análisis y dar respuesta a la pregunta de investigación:

- **Hipótesis Nula (H_0)**

El impacto del diferencial de valor (ROIC-WACC) en el Valor Económico Agregado (EVA) de TELECEL S.A. durante el período 2015-2024 no ha sido positivo de manera sostenida, indicando una destrucción neta de valor económico.

- **Hipótesis Alternativa (H_1)**

El impacto del diferencial de valor (ROIC-WACC) en el Valor Económico Agregado (EVA) de TELECEL S.A. durante el período 2015-2024 ha sido positivo de manera sostenida, indicando una creación neta de valor económico.

4.4. Variables

Para realizar el estudio, se han establecido y categorizado las siguientes variables.

4.4.1. *Variable Independiente*

- **El Desempeño Financiero Histórico.**

- Esta es la variable que muestra el rendimiento de la empresa. Se calcula mediante el diferencial de valor (ROIC menos WACC). Este solo indicador porcentual ya incluye toda la información importante: compara directamente la eficacia de las operaciones (ROIC) con el costo de capital ajustado por riesgo (WACC). Un rendimiento positivo se representa con un diferencial positivo; uno negativo, con uno negativo.

4.4.2. *Variable Dependiente*

- **La Creación de Valor Económico.**

- Esta es la variable que muestra el resultado final de las actividades de la empresa. Se calcula en términos monetarios (bolivianos), usando el Valor Económico Agregado (EVA). El EVA es afectado directamente por la magnitud y el signo del Diferencial de Valor (la variable independiente) y también por la escala de la inversión (Capital Invertido).

4.4.3. Operacionalización de las variables

El método de operacionalización se describe a continuación. Este procedimiento convierte las variables conceptuales abstractas en dimensiones e indicadores tangibles y cuantificables, determinando la manera en que se examina cada elemento en la práctica y de qué fuentes se recaba la información.

Variable Conceptual	Dimensiones	Indicadores	Tipo de Variable	Fuente de Datos
Variable Independiente: Desempeño Financiero Histórico	Desempeño Relativo	Diferencial de Valor (en porcentaje): Se determina como la diferencia entre el Retorno sobre el Capital Invertido y el Costo Promedio Ponderado de Capital (ROIC - WACC).	Cuantitativa (Razón)	(Resultado del cálculo)
Variable Dependiente: Creación de Valor Económico	Resultado Monetario	Valor Económico Agregado (EVA) (en Millones de Bs.): Se calcula como el producto del Diferencial de Valor y el Capital Invertido (Diferencial * Capital Invertido).	Cuantitativa (Razón)	(Resultado del cálculo)

4.5. Unidad de estudio

La compañía TELECEL S.A. es la unidad de estudio, considerada como un caso único y exhaustivo en su contexto de operación en Bolivia.

4.6. Población o Universo

El total de las compañías que funcionan en el campo de las telecomunicaciones en Bolivia podría ser considerado la población teórica para un estudio como este. No obstante, debido a que el presente estudio está diseñado como un caso de estudio exhaustivo y detallado, la "población" o "universo" de análisis se determina con mayor precisión.

Para los propósitos de esta tesis, el universo de estudio comprende la totalidad de las decisiones relacionadas con la gestión del capital realizadas por TELECEL S.A. y todos sus resultados financieros anuales durante el periodo fiscal que va desde el 1 de enero de 2015 hasta el 31 de diciembre de 2024.

Cada ejercicio fiscal en este periodo (por ejemplo, el año 2015 o el año 2016) se toma como una unidad de análisis dentro del universo temporal que hemos establecido. No se realiza un muestreo estadístico porque el propósito es examinar la totalidad del universo definido.

4.7. Instrumentos

Los instrumentos que se utilizaron para llevar a cabo la investigación son los siguientes:

1. Hoja de Cálculo (Microsoft Excel): Este será el instrumento principal para la sistematización de información y la realización de todos los cálculos requeridos para calcular el WACC, el ROIC y el EVA. La estructura de la hoja de cálculo posibilita que las fórmulas y la lógica del sistema sean totalmente transparentes, lo cual permite una auditoría completa.
2. Fuentes documentales: La recopilación de datos se apoya únicamente en fuentes documentales públicas y oficiales, que abarcan:
 - Prospectos de Emisión de Bonos y Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A.: Obtenidos del Registro del Mercado de Valores (RMV) de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI).
 - Informes Anuales de Millicom International Cellular S.A.: Obtenidos de su sección de Relaciones con Inversionistas.
 - Bases de Datos de Mercado: Se utilizó las bases de datos públicas de Aswath Damodaran (NYU Stern), la Reserva Federal de St. Louis (FRED) y el Banco Central de Bolivia (BCB) para los parámetros de mercado.

4.8. Plan de Trabajo

Se ha creado un cronograma específico de actividades para organizar y administrar eficazmente el progreso de esta investigación. Este cronograma, que se muestra en un Diagrama de Gantt, es una herramienta estándar para la administración de proyectos que posibilita el análisis del orden, la duración y la superposición de las tareas a través del tiempo.

El plan se ha fraccionado en ocho etapas fundamentales, que coinciden con los capítulos de la tesis y las fases finales de exposición. De esta manera, se garantiza un proceso de trabajo lógico y organizado desde el comienzo de la investigación hasta la defensa del trabajo. Un plan de actividades intensivo pero realizable para alcanzar todos los objetivos planteados abarca un total estimado de dieciséis semanas.

Fase	Tarea Principal	Duración (Semanas)	Mes 1 (Semanas 1-4)	Mes 2 (Semanas 5-8)	Mes 3 (Semanas 9-12)	Mes 4 (Semanas 13-16)
I	Cap. I y II: Introducción y Problema	1	■ □ □ □			
II	Cap. III: Marco Teórico	4	□ ■ ■ ■	■ □ □ □		
III	Cap. IV: Diseño Metodológico	1		□ ■ □ □		
IV	Recolección y Sistematización de Datos	4		□ □ ■ ■	■ ■ □ □	
V	Cap. V: Análisis de Resultados (Cálculo y Gráficos)	2			□ □ ■ ■	
VI	Cap. VI: Discusión de Resultados	1				■ □ □ □
VII	Cap. VII: Conclusiones y Redacción Final	2				□ ■ ■ □
VIII	Preparación de Presentación.	1				□ □ □ ■

4.9. Descripción del proceso

. La metodología de esta investigación está diseñada para seguir una secuencia lógica que comienza con la recolección de datos y termina con la interpretación de los resultados. Es un proceso de trabajo metódico que garantiza que cada fase se edifique sobre una base firme y comprobable.

La obtención y organización de los datos auditados y públicos de TELECEL S.A. y su matriz Millicom, además de las variables externas del mercado, inicia el proceso. Esta etapa va a posibilitar la creación de las tres tablas de "materia prima" que sustentan el análisis completo.

Después, se continua con la etapa de cálculo. En esta fase, se emplea una hoja de cálculo para medir las variables esenciales para cada año entre 2015 y 2024: el Valor de Mercado del Patrimonio (E), el Costo de la Deuda (Kd), el Costo del Patrimonio (Ke), el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), el Capital Invertido y el Retorno sobre la Inversión (ROIC).

Para cada año, el cálculo del Valor Económico Agregado (EVA) será la última etapa del proceso. Esto posibilita el análisis de cómo ha evolucionado la creación de valor y la elaboración de las conclusiones de la investigación.

4.10. Validación del Instrumento

El "instrumento" principal utilizado en esta investigación no es un cuestionario, sino más bien el conjunto de métricas y el proceso de cálculo que se emplean para establecer el Valor Económico Agregado. Dado que su naturaleza es cuantitativa y se fundamenta en datos objetivos, la validación de este no se apoya en pruebas estadísticas de fiabilidad, sino en el diseño y aplicación robustos y relevantes. Por esta razón, la validación se lleva a cabo mediante dos criterios que se complementan entre sí:

1. **Validez del contenido:** Esta norma se centra en la coherencia interna del análisis. Se garantiza que la estructura del modelo, sus procedimientos lógicos y sus fórmulas de cálculo sean completamente coherentes con los principios básicos fijados en la teoría de finanzas corporativas (gestión basada en valor). En teoría, cada componente del

cálculo (WACC, ROIC, NOPAT, entre otros) tiene una justificación y está referenciado en el marco teórico.

2. **Validez empírica:** Este criterio se centra en la importancia de los resultados y su utilidad en términos prácticos. Si los resultados del EVA ofrecen una perspectiva más detallada y explicativa sobre el rendimiento de TELECEL S.A. que la que brindan las métricas contables convencionales (como el ROA o el ROE), se considera que el análisis tiene validez empírica. En el Capítulo VI (Discusión), se contrastan los resultados del EVA con los de las proporciones habituales, lo que demuestra esta validez.

CAPÍTULO V

DIAGNÓSTICO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA

5.1. Contexto Institucional y Estratégico de TELECEL S.A.

Para entender la situación actual de TELECEL S.A., es necesario examinar su recorrido histórico y cómo se posiciona estratégicamente en el mercado de Bolivia. Esta sección describe los aspectos fundamentales de la empresa, su desarrollo operativo, cómo ha diversificado sus servicios y cuál es su dirección estratégica, para terminar con una revisión de su participación en el mercado. El propósito es definir el marco institucional que servirá de base para los análisis financieros futuros.

5.1.1. Origen y Creación

TELECEL S.A. (Telefónica Celular de Bolivia S.A.) se estableció en agosto de 1990, un período en que la industria de las telecomunicaciones boliviana estaba naciendo. Los accionistas fundadores, entre ellos Luis Fernando Campero Prudencio, Carlos Krutzfeld, Raúl Garafulic Lehm y Millicom International Holdings Limited, establecieron las bases para que la telefonía móvil llegara a Bolivia. La compañía comenzó a operar en el ámbito comercial en 1991, estableciéndose como la empresa líder y, hasta ese momento, la única que ofrecía este servicio; sus primeras instalaciones estaban ubicadas en las ciudades de Santa Cruz y La Paz. (BNB VALORES S.A., 2023).

5.1.2. Cobertura Geográfica

Una parte fundamental de la expansión de TELECEL S.A. ha sido su estrategia de crecimiento. En abril de 1992, la cobertura se extendió a Cochabamba después de ser lanzada en el eje troncal. La compañía realizó tres grandes expansiones de su red entre 1993 y 1997. Comenzó a operar en Puerto Suárez en 1995, y en la mitad del año 1997, llegó a las capitales departamentales de Oruro, Trinidad, Tarija, Sucre y Potosí. Así logró una cobertura nacional (BNB VALORES S.A., 2023).

5.1.3. Portafolio de Servicios

Operando bajo la marca comercial Tigo, TELECEL S.A. ha evolucionado de un proveedor de voz móvil a un ecosistema digital integral. Como se detalla a continuación, su portafolio de servicios actual abarca los siguientes servicios (BNB Valores S.A., 2023):

Voice (Telefonía Celular)

- Outgoing: Llamadas Salientes
 - ✓ Outgoing On Net: Llamadas salientes entre usuarios TIGO
 - ✓ Outgoing X-Net: Llamadas salientes entre usuarios de otros Operadores
 - ✓ Outgoing International: Llamadas salientes internacionales
- Incoming: Llamadas Entrantes
 - ✓ Incoming X-Net: Llamadas entrantes de otros Operadores
 - ✓ Incoming International: Llamadas entrantes internacionales
- Roaming Outgoing: Llamadas salientes de usuarios TIGO en el Exterior
 - ✓ VAS (Servicios de Valor Agregado)
- VAS Roaming:
 - ✓ SMS Roaming: SMS de usuarios TIGO en el Exterior
 - ✓ Data Roaming: Internet de usuarios TIGO en el Exterior
- VAS SMS:
 - ✓ SMS On Net: SMS entre Usuarios TIGO
 - ✓ SMS X-Net National Outgoing: SMS salientes a usuarios de otros Operadores
 - ✓ SMS X-Net National Incoming: SMS entrantes de usuarios de otros Operadores
 - ✓ SMS X-Net International Outgoing: SMS internacionales salientes
- VAS Voice:
 - ✓ Voice Mail: mensaje de voz
- VAS Data:
 - ✓ Data: internet móvil
 - ✓ Data MMS: descargas y aplicaciones de menú dinámicos
 - ✓ Data Video Call: video llamadas
 - ✓ Data Corporate Business: internet móvil
- VAS Content:
 - ✓ Content Streaming: televisión por teléfono móvil
 - ✓ Content Downloads: descargas de contenido
- VAS Others:

- ✓ Give me Balance: transferencia y dame saldo
- ✓ Lend me Balance: TIGO te presta saldo
- ✓ Lend me Product: Préstamo de llamadas, sms y paquetes
- ✓ Gift and Collect: llamadas y SMS por cobrar
- ✓ Corporate Solutions GPS: servicio de GPS
- ✓ Salva tu agenda: Backup de contactos
- ✓ Smart Apps: Aplicaciones Premium
- ✓ New Entertainment: navegación por sms
- ✓ Content Downloads: descargas de contenido
- Corporate Fixed:
 - ✓ Broadband Internet: Servicio de Internet a través de Fibra a nivel nacional
 - ✓ Transport: Alquiler de Fibra óptica para el Servicio de envío de datos punto a punto a nivel nacional (VPN)
 - ✓ Sip trunk: servicio de Voice IP
 - ✓ Wholesale: Venta mayorista de servicios de transmisión de datos e internet a operadores nacional e internacionales
 - ✓ Cloud computing: servicio de soluciones, infraestructura y software en la nube
 - ✓ Home Service:
 - ✓ Internet domiciliario (HFC, FTTH)
 - ✓ Cable (MMDS, DTH, HFC, FTTH)
 - ✓ Combo Triple Play (Internet + TV+ servicio móvil)

5.1.4. Direccionamiento Estratégico

TELECEL S.A. está alineada con la misión y la visión del grupo empresarial Millicom, que es un proveedor líder en los mercados emergentes de América Latina.

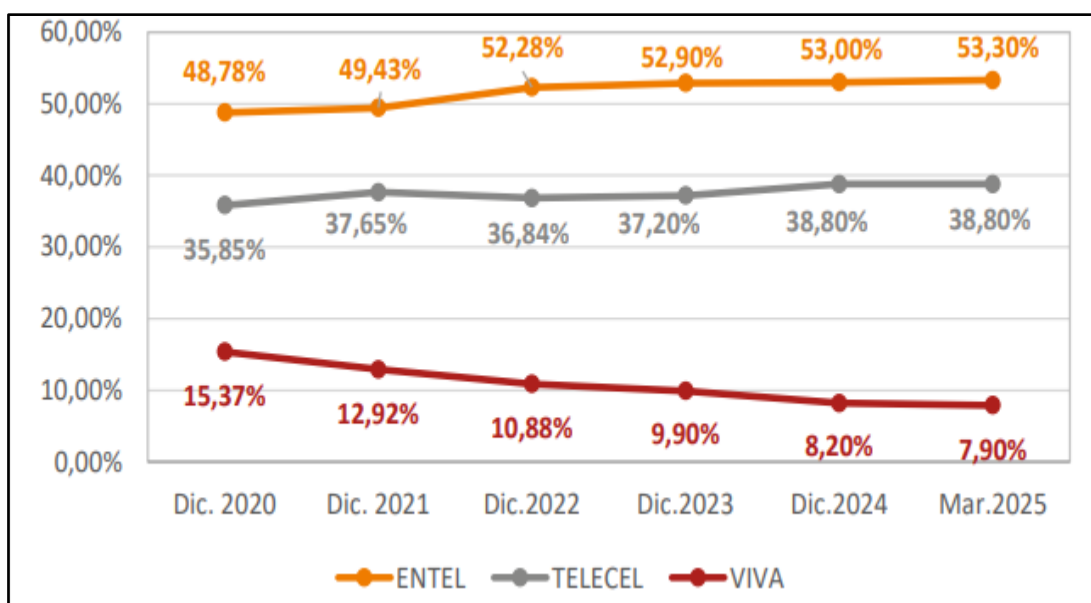
- Misión: Construimos autopistas digitales que conectan, mejoran vidas y desarrollan nuestras comunidades (Tigo, s.f.).
- Visión: Tener la mejor autopista digital y ser la primera opción para nuestros mercados (Tigo, s.f.).

- Valores: La cultura corporativa se rige por la Pasión, Simplicidad, Innovación, Confianza e Integridad (Tigo, s.f.).

5.1.5. Participación de Mercado

TELECEL S.A. ha logrado posicionarse como uno de los principales competidores en el mercado boliviano. Conforme al informe de la calificadora de riesgo PCR, que fue emitido en el año 2025, se expone a continuación el siguiente reporte. (Pacific Credit Rating, 2023a).

Gráfico 1. Sector de Telecomunicaciones - Posición en el mercado 2020 a 2025



Fuente: Informe de Calificación de Riesgo PCR (junio 2025).

El Gráfico 1 muestra que TELECEL S.A. es el segundo operador más grande del país, con una participación de mercado del 38,8 por ciento en marzo de 2025. A lo largo del periodo analizado, esta cifra ha ido aumentando, pasando de un 35,85 por ciento en diciembre de 2020 a la situación actual. Esta posición ha mostrado una notable estabilidad durante los años recientes, lo que evidencia la capacidad de recuperación de su modelo empresarial en un ambiente muy competitivo.

El mercado de telecomunicaciones boliviano se distingue por ser un oligopolio integrado por tres compañías principales, cada una con un perfil y una estrategia únicos:

Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL S.A.): Es la compañía operadora estatal y líder del mercado, con una cuota del 49,43 por ciento hasta diciembre de 2021. El Estado boliviano, que fue fundado en 1965 y nacionalizado en 2008, posee el 97 por ciento de sus acciones. En términos de tamaño, es el actor principal, reportando un total de activos de Bs. 16.228,6 millones a diciembre de 2024, lo que representa tres veces más en comparación con el patrimonio de TELECEL S.A. Su estrategia consiste en garantizar un acceso equitativo a las telecomunicaciones y desplegar servicios como un vector de desarrollo y soberanía nacional (Entel S.A., s.f.-a).

A diciembre de 2021, tiene una participación del 12,92 por ciento, siendo el tercer competidor del mercado. VIVA comenzó a operar en 1999 y está controlada principalmente por el holding estadounidense Trilogy International Partners. Es el competidor de menor tamaño, con un total de activos en bolivianos. 1.088,3 millones a diciembre de 2024 (Pacific Credit Rating, 2023c), equivalente al 20 del patrimonio de TELECEL S.A. Su táctica ha estado centrada en ofrecer precios competitivos y hacer inversiones específicas en infraestructura, por ejemplo la línea de fibra óptica que une Bolivia y Perú (Bnamericas, s.f.).

En este contexto, TELECEL S.A. se posiciona como el segundo operador, con un Total de Activos de Bs. 5.192,5 millones a diciembre de 2024 (Pacific Credit Rating, 2023b), lo cual evidencia su considerable base de inversión en infraestructura, que sobrepasa con amplitud a la del tercer competidor Nuevatel PCS de Bolivia S.A. (VIVA).

5.2. Análisis Financiero Tradicional (Período 2015-2024)

Se llevó a cabo un análisis estructural y de ratios para el período 2015-2024 con el fin de entender la situación financiera de la compañía desde una perspectiva tradicional. Los Anexos 1 al 10 contienen los estados financieros completos utilizados como base para este estudio.

5.2.1. Análisis Estructural

5.2.1.1. Análisis Vertical

El análisis vertical muestra la estructura de cada cuenta en comparación con una cuenta principal. La relación de cada cuenta en el Balance General con respecto al Total Activo se explica a continuación.

Tabla 1. Análisis Vertical del Balance General (2015-2024)

	BALANCE GENERAL ANALISIS VERTICAL											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	PROMEDIO 15-24	Mini Gráfico
Disponibilidades	11,0%	9,5%	11,3%	5,5%	4,1%	6,8%	8,7%	7,4%	7,4%	6,0%	7,8%	
Inversiones temporarias	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Cuentas por cobrar comerciales	4,5%	4,3%	4,2%	5,2%	5,2%	5,4%	6,5%	6,6%	6,2%	6,8%	5,5%	
Cuentas por cobrar con Entel S.A.	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	
Cuentas por cobrar a relacionadas	0,8%	3,7%	3,6%	0,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,6%	2,6%	1,2%	
Otras cuentas por cobrar	4,3%	5,2%	4,8%	5,1%	5,0%	4,3%	3,6%	3,2%	2,1%	2,4%	4,0%	
Inventarios	1,3%	1,2%	0,5%	0,4%	0,2%	0,2%	0,4%	0,3%	0,2%	0,3%	0,5%	
Total Activo Corriente	22,2%	24,0%	24,4%	16,5%	14,7%	16,7%	19,2%	17,6%	16,6%	18,1%	19,0%	
Otras cuentas por cobrar	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,3%	
Cuentas por cobrar a relacionadas	1,5%	1,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,8%	8,4%	1,9%	
Impuesto diferido	5,3%	5,3%	5,0%	6,7%	8,3%	9,6%	10,2%	11,0%	10,6%	12,3%	8,4%	
Activo fijo	54,9%	53,2%	55,1%	59,7%	59,4%	56,9%	54,4%	53,3%	47,8%	45,7%	54,0%	
Activos intangibles	15,5%	15,9%	14,4%	16,3%	16,7%	15,6%	13,9%	15,1%	14,0%	13,6%	15,1%	
Inversiones permanentes	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	1,2%	1,6%	2,1%	2,4%	1,0%	1,2%	
Total activo no corriente	77,8%	76,0%	75,6%	83,5%	85,3%	83,3%	80,8%	82,4%	83,4%	81,9%	81,0%	
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%	
Deudas comerciales	10,5%	13,3%	12,7%	11,8%	12,5%	13,6%	16,3%	16,5%	13,9%	16,7%	13,8%	
Cuentas por pagar con Entel S.A.	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,4%	0,3%	0,5%	0,2%	0,2%	0,3%	
Deudas financieras	4,0%	4,3%	7,5%	9,2%	9,6%	7,6%	9,4%	11,0%	7,0%	6,3%	7,6%	
Deudas con compañías relacionadas	2,2%	0,2%	1,5%	1,4%	1,2%	1,0%	1,8%	3,5%	3,7%	6,7%	2,3%	
Deudas fiscales y sociales	4,9%	3,8%	4,2%	8,0%	5,1%	3,5%	3,8%	3,8%	4,5%	3,9%	4,5%	
Ingresos diferidos	2,8%	2,8%	1,4%	3,8%	3,5%	4,4%	4,4%	3,9%	4,0%	4,0%	3,5%	
Total pasivo corriente	24,4%	24,6%	27,5%	34,6%	32,4%	30,5%	35,9%	39,2%	33,3%	37,8%	32,0%	
Deudas financieras	31,4%	36,2%	35,0%	30,8%	32,6%	33,6%	28,4%	21,7%	23,8%	14,3%	28,8%	
Deudas con compañías relacionadas	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,5%	
Deudas fiscales y sociales	0,9%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	
Otros pasivos no corrientes	3,2%	3,0%	3,3%	3,5%	3,9%	3,9%	3,1%	5,7%	4,3%	4,5%	3,9%	
Previsión para indemnizaciones	1,3%	1,5%	1,2%	1,5%	1,6%	1,7%	1,9%	1,8%	1,9%	1,1%	1,6%	
Total pasivo no corriente	40,8%	40,8%	39,7%	36,0%	38,1%	39,3%	33,4%	29,2%	30,0%	20,6%	34,8%	
TOTAL PASIVO	65,2%	65,4%	67,2%	70,5%	70,5%	69,8%	69,3%	68,4%	63,4%	58,4%	66,8%	
PATRIMONIO NETO	34,8%	34,6%	32,8%	29,5%	29,5%	30,2%	30,7%	31,6%	36,6%	41,6%	33,2%	
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100,0%	

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

Para la Tabla 1 en la composición del ACTIVO, se destaca que el Activo No Corriente es la mayor parte, ya que constituye un 81,0 por ciento promedio del Total del Activo. En esta categoría, la cuenta más importante es Activo Fijo, que tiene una participación media del 54.0 por ciento, y después se encuentra Activos Intangibles (sobre todo las licencias), con una media del 15.1 por ciento de los activos totales. El Activo Corriente, por otro lado, abarca un 19.0 por ciento del total. Los rubros más importantes son las Disponibilidades (7.8 por ciento), que evidencian la liquidez de la compañía, y las Cuentas por cobrar comerciales (5.5 por ciento), que indican las ventas a crédito aún no cobradas.

En la parte de PASIVO Y PATRIMONIO, el financiamiento empresarial está formado mayormente por el Total Pasivo, que representa alrededor del 66,8 por ciento de la estructura y señala una relevante estrategia de apalancamiento. El Pasivo No Corriente es la

parte más significativa de este (34,8 por ciento del total), lo cual concuerda con la estructura de los activos a largo plazo.

Tabla 2. Análisis Vertical del Estado de Resultados (2015-2024)

	ESTADO DE RESULTADOS ANALISIS VERTICAL											PROMEDIO 15-24	Mini Gráfico
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024			
Ventas netas de servicio	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Costo de los servicios vendidos	25,2%	27,4%	23,0%	24,1%	26,7%	24,5%	24,9%	25,2%	23,0%	21,0%		24,5%	
Utilidad bruta	74,8%	72,6%	77,0%	75,9%	73,3%	75,5%	75,1%	74,8%	77,0%	79,0%		75,5%	
Menos:													
Gastos administrativos	12,7%	11,4%	13,2%	14,3%	12,4%	11,5%	11,5%	11,0%	11,4%	11,2%		12,1%	
Gastos de ventas	12,3%	11,8%	11,3%	10,1%	10,2%	11,3%	11,1%	11,8%	12,3%	9,5%		11,2%	
Gastos operativos	13,4%	12,4%	13,4%	14,7%	12,9%	15,5%	15,4%	16,4%	19,1%	20,1%		15,3%	
Depreciación de activos fijos y amortización	18,8%	18,1%	19,9%	23,2%	22,8%	26,6%	22,9%	23,1%	21,2%	19,8%		21,6%	
Servicio de asistencia técnica	9,8%	6,2%	6,5%	6,8%	5,9%	6,8%	7,2%	7,4%	7,2%	7,6%		7,2%	
Utilidad operativa	7,7%	12,8%	12,7%	6,8%	9,1%	3,7%	7,0%	5,0%	5,7%	10,8%		8,1%	
Otros ingresos y/o (egresos)													
Gastos financieras	2,1%	3,3%	3,4%	3,7%	4,5%	4,2%	3,5%	3,0%	4,3%	7,0%		3,9%	
Intereses ganados	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,4%	1,3%		0,3%	
Otros egresos	0,0%	0,7%	0,2%	0,2%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	1,0%	1,0%		0,4%	
Otros ingresos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,9%	1,0%		1,1%	
Resultado en inversiones permanentes	0,6%	0,3%	0,2%	0,1%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,4%	0,1%		0,3%	
Diferencia de cambio	0,0%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%		0,1%	
Ajustes por inflación y tenencia de bienes	1,7%	1,6%	1,8%	1,3%	1,2%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		0,9%	
Utilidad antes de impuesto	6,9%	10,2%	11,1%	4,3%	5,8%	0,9%	4,4%	2,8%	10,9%	5,1%		6,3%	
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	3,7%	2,5%	2,5%	2,6%	1,0%	2,0%	2,8%	3,0%	4,4%	2,3%		2,7%	
Utilidad neta del ejercicio	3,3%	7,7%	8,6%	1,7%	4,9%	1,1%	1,6%	0,2%	6,5%	2,8%		3,8%	

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 2 presenta la estructura del Estado de Resultados en función de las ventas. La Utilidad Bruta ha sido de un 75,5 por ciento en promedio, lo que señala un margen saludable respecto al coste directo de los servicios. Los costos operativos deben ser tenidos en cuenta para alcanzar la Utilidad Operativa, que tuvo un promedio del 8,1 por ciento. Entre ellos, la depreciación de activos fijos y la amortización es el rubro individual más importante, con un promedio del 21,6 por ciento sobre las ventas; lo cual demuestra una vez más el efecto de la elevada inversión en activos fijos.

5.2.1.2. Análisis Horizontal

El análisis horizontal ofrece una perspectiva dinámica, mientras que el análisis vertical brinda una visión estática de la estructura financiera en un momento específico. Determina tendencias a largo plazo utilizando como punto de partida el año inicial del análisis (2015, en este caso) y calcula la variación porcentual de cada cuenta durante varios períodos.

Este procedimiento es especialmente eficaz para determinar las cuentas que han sufrido los incrementos o reducciones más significativos.

Tabla 3. Análisis Horizontal del Balance General (2015-2024)

	BALANCE GENERAL ANALISIS HORIZONTAL											
	16/15	17/16	18/17	19/18	20/19	21/20	22/21	23/22	24/23	PROMEDIO 15-24	Mini Gráfico	
Disponibilidades	-8,0%	30,2%	-53,7%	-21,1%	62,9%	28,5%	-17,7%	-0,2%	-23,8%	-0,3%		
Inversiones temporarias	-2,2%	-19,0%	0,0%	-100,0%	-	-	-	-	-	-30,3%		
Cuentas por cobrar comerciales	1,2%	7,5%	17,9%	6,0%	2,5%	21,7%	-1,5%	-6,3%	1,1%	5,5%		
Cuentas por cobrar con Entel S.A.	-32,5%	-71,2%	-40,4%	41,0%	-7,3%	-79,0%	-4,1%	-23,4%	-39,8%	-28,5%		
Cuentas por cobrar a relacionadas	396,1%	6,5%	-91,5%	-51,2%	-55,3%	-18,5%	160,9%	339,4%	277,4%	107,1%		
Otras cuentas por cobrar	28,5%	1,5%	2,0%	2,7%	-15,3%	-15,2%	-15,4%	-35,5%	7,3%	-4,4%		
Inventarios	0,3%	-51,5%	-24,5%	-40,2%	-15,5%	97,2%	-22,6%	-26,8%	16,8%	-7,4%		
Total Activo Corriente	15,6%	11,5%	-35,4%	-6,2%	12,4%	15,5%	-11,4%	-6,5%	1,7%	-0,3%		
Otras cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	-	16,5%	-1,5%	0,0%	5,0%		
Cuentas por cobrar a relacionadas	-28,6%	-54,4%	-100,0%	-	-	-	-	-	0,0%	-45,7%		
Impuesto diferido	6,6%	4,5%	27,5%	30,7%	14,0%	6,9%	4,4%	-3,7%	8,1%	11,0%		
Activo fijo	3,1%	14,1%	3,0%	5,2%	-5,6%	-4,0%	-5,1%	-10,8%	-10,9%	-1,2%		
Activos intangibles	8,9%	0,0%	7,8%	7,7%	-7,6%	-10,5%	5,0%	-7,8%	-9,3%	-0,6%		
Inversiones permanentes	9,6%	24,0%	9,6%	27,5%	29,4%	28,1%	27,5%	14,4%	-61,3%	12,1%		
Total activo no corriente	3,9%	9,6%	5,0%	8,0%	-3,7%	-2,7%	-1,3%	0,8%	-8,5%	1,2%		
TOTAL ACTIVO	7%	10%	-5%	6%	-1%	0%	-3%	0%	-7%	0,7%		
Deudas comerciales	36,0%	4,8%	-11,7%	12,2%	7,3%	20,1%	-2,1%	-16,0%	11,9%	6,9%		
Cuentas por pagar con Entel S.A.	15,5%	318,2%	46,2%	43,5%	-14,5%	-35,0%	94,3%	-51,9%	-39,3%	41,9%		
Deudas financieras	13,4%	91,4%	17,3%	9,5%	-21,5%	24,1%	13,5%	-36,6%	-16,2%	10,5%		
Deudas con compañías relacionadas	-88,1%	577,7%	-12,2%	-7,1%	-22,9%	87,9%	87,8%	4,5%	70,6%	77,6%		
Deudas fiscales y sociales	-17,8%	22,4%	82,7%	-32,8%	-33,4%	9,7%	-2,0%	16,2%	-18,0%	3,0%		
Ingresos diferidos	8,5%	-47,0%	164,4%	-2,3%	25,3%	-1,4%	-13,7%	2,4%	-7,5%	14,3%		
Total pasivo corriente	7,1%	23,2%	19,7%	-1,1%	-7,2%	18,2%	5,8%	-15,5%	5,7%	6,2%		
Deudas financieras	23,0%	6,5%	-16,2%	11,6%	1,9%	-15,3%	-26,1%	9,3%	-44,0%	-5,5%		
Deudas con compañías relacionadas	-99,0%	-100,0%	-	-	-	-	-	-	-	-99,5%		
Deudas fiscales y sociales	-98,4%	941,3%	-13,6%	-100,0%	-	-	-	-	-	182,3%		
Otros pasivos no corrientes	0,1%	20,8%	-0,5%	18,8%	-0,4%	-19,8%	75,2%	-24,2%	-3,5%	7,4%		
Previsión para indemnizaciones	23,8%	-11,6%	21,4%	12,5%	1,9%	9,5%	-4,6%	2,2%	-43,8%	1,2%		
Total pasivo no corriente	6,5%	7,1%	-13,7%	11,9%	1,7%	-14,6%	-15,4%	2,4%	-36,1%	-5,6%		
TOTAL PASIVO	6,7%	13,1%	0,0%	5,6%	-2,4%	-0,3%	-4,4%	-7,9%	-14,1%	-0,4%		
PATRIMONIO NETO	6,2%	4,4%	-14,6%	5,8%	1,1%	1,9%	-0,6%	15,5%	5,8%	2,8%		
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	7%	10%	-5%	6%	-1%	0%	-3%	0%	-7%	0,7%		

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 3 muestra las tendencias de expansión y contracción del Balance General, tomando como base el año 2015. El Total Activo ha presentado un crecimiento acumulado significativo durante la mayor parte de la década, a pesar de una desaceleración e incluso una contracción en años recientes como el 23/22 (-7 por ciento). Este aumento se debe a los ciclos constantes de inversión de la empresa con el fin de sostener su competitividad tecnológica.

En el Activo Corriente, la cuenta de Cuentas por cobrar a relacionadas ha mostrado la mayor volatilidad, con una expansión exponencial que llega al 277,4 por ciento en el periodo más reciente (24/23). Esto muestra cambios importantes en la política de financiamiento entre grupos, donde TELECEL S.A. ha incrementado los fondos que les presta a sus entidades asociadas. Por otra parte, las cuentas de Disponibilidades e Inventarios presentan una disminución promedio, lo que indica una administración más estricta de la liquidez y los stocks.

El aumento en la sección de Activo No Corriente ha sido mayormente impulsado por las Inversiones Permanentes y el Activo Fijo, lo cual concuerda con la estrategia de expansión de la red de la compañía.

En el lado del PASIVO, la cuenta de Deudas con empresas relacionadas ha mostrado ser muy activa, con una subida media del 77,6 por ciento, lo que indica la importancia estratégica de la financiación llegada desde Millicom, la empresa matriz. A pesar de que el promedio de crecimiento es más moderado (3,0 por ciento), la cuenta Deudas sociales y fiscales también muestra una gran volatilidad. La administración activa de la estructura de financiamiento, que fusiona recursos del mercado con el respaldo del grupo corporativo, se pone de manifiesto a través de estos cambios en el pasivo.

Tabla 4. Análisis Horizontal del Estado de Resultados (2016-2023)

	ESTADO DE RESULTADOS ANALISIS HORIZONTAL										PROMEDIO 15-24	Mini Gráfico
	16/15	17/16	18/17	19/18	20/19	21/20	22/21	23/22	24/23			
Ventas netas de servicio	7,8%	-5,5%	9,7%	7,5%	-7,8%	5,5%	-0,4%	-1,4%	1,2%	1,8%		
Costo de los servicios vendidos	-16,8%	20,8%	-15,3%	-19,0%	15,4%	-7,0%	-1,1%	10,1%	7,7%	-0,6%		
Utilidad bruta	4,7%	0,2%	8,0%	3,8%	-5,1%	5,0%	-0,9%	1,5%	3,8%	2,3%		
Menos:	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Gastos administrativos	3,5%	-9,4%	-18,7%	6,8%	14,6%	-5,5%	5,1%	-2,2%	-0,1%	-0,7%		
Gastos de ventas	-3,4%	9,0%	1,9%	-8,2%	-2,4%	-3,2%	-5,9%	-2,5%	21,9%	0,8%		
Gastos operativos	0,0%	-2,0%	-20,0%	5,7%	-11,0%	-4,8%	-6,4%	-14,8%	-6,3%	-6,6%		
Depreciación de activos fijos y amortización	-4,0%	-3,7%	-27,6%	-5,6%	-7,5%	9,0%	-0,6%	9,5%	5,8%	-2,8%		
Servicio de asistencia técnica	32,6%	0,0%	-14,6%	6,1%	-6,1%	-10,4%	-3,3%	4,0%	-6,2%	0,2%		
Utilidad operativa	77,4%	-6,1%	-41,2%	43,6%	-62,0%	98,4%	-29,6%	13,7%	90,7%	20,5%		
Otros ingresos y/o (egresos)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Gastos financieras	-70,1%	0,7%	-17,6%	-30,7%	13,3%	11,6%	15,3%	-42,2%	-64,3%	20,4%		
Interesese ganados	-8,0%	-22,1%	-27,8%	-56,5%	32,3%	233,1%	32,4%	120,7%	228,9%	59,2%		
Otros egresos	-6545,6%	121,9%	-259,7%	-24,7%	105,5%	842,7%	-185,8%	-748,6%	6,8%	43,1%		
Otros ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-89,9%	89,9%		
Resultado en inversiones permanentes	47,9%	44,0%	151,6%	272,0%	36,1%	23,6%	25,4%	-33,3%	-84,0%	53,7%		
Diferencia de cambio	-847,5%	69,2%	-260,8%	52,4%	-16,6%	531,4%	-24,8%	-155,4%	59,3%	65,9%		
Ajustes por inflacion y tenencia de bienes	5,5%	2,3%	-16,0%	-1,1%	-25,9%	-99,9%	-100,0%	-	100,0%	16,9%		
Utilidad antes de impuesto	59,3%	2,4%	-57,4%	45,9%	-85,2%	398,7%	-38,0%	290,9%	-52,7%	62,7%		
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	26,8%	4,2%	-15,4%	61,3%	-97,9%	-43,9%	-6,7%	-45,2%	47,0%	-7,8%		
Utilidad neta del ejercicio	155,8%	4,5%	-78,8%	216,8%	-120,9%	255,5%	-114,2%	2860,1%	-56,5%	346,9%		

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 4, que examina el desarrollo de los resultados, detecta una volatilidad elevada. La cuenta más volátil es la de la Utilidad Neta del ejercicio, que presenta cambios porcentuales extremos de un año a otro. Esto evidencia que el resultado final de una empresa no se basa únicamente en su actividad principal, sino también en cómo administra sus ingresos y gastos no operativos.

5.2.2. Análisis de ratios financieros

Se llevó a cabo el cálculo e interpretación de varios ratios financieros con el fin de examinar en detalle la actuación y la situación financiera de TELECEL S.A.

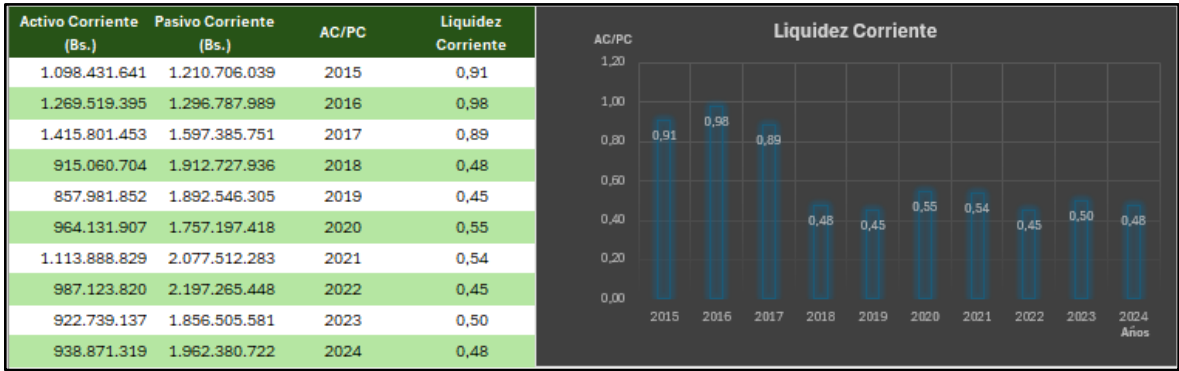
Este análisis se clasifica en tres categorías primordiales: ratios de rendimiento, ratios de liquidez y ratios de actividad, lo que posibilita una valoración del manejo de la compañía durante el lapso 2015-2024.

5.2.2.1. Ratios de Liquidez

Los índices de liquidez indican la capacidad de una compañía para cumplir con sus compromisos a corto plazo mediante el uso de sus activos más líquidos. Son un signo de la capacidad de pago inmediata de la empresa.

Liquidez Corriente. Esta proporción compara la totalidad de los activos corrientes con la totalidad de los pasivos corrientes. Cuando el resultado es superior a 1, quiere decir que la compañía tiene más activos líquidos que deudas a corto plazo; en cambio, si el valor es inferior a 1, puede haber una presión potencial sobre la liquidez.

Tabla 5. Liquidez Corriente (2015-2024)

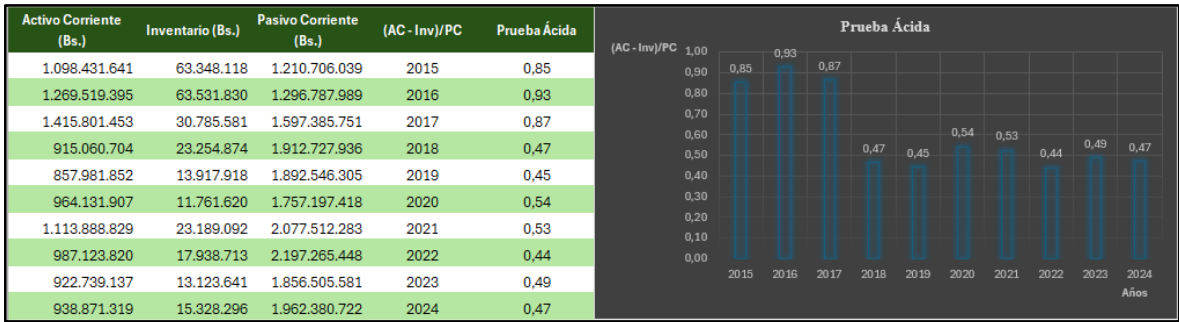


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 5 ilustra cómo ha cambiado el índice de liquidez corriente. El periodo comienza con un índice de 0,91 en 2015, cerca del punto de equilibrio, y presenta una tendencia general a la baja hasta llegar a 0,48 en 2024. El valor más bajo, 0,45, se registra en el año 2022. Esta tendencia señala que la relación entre los activos líquidos y las deudas a corto plazo se ha reducido, lo cual indica una dependencia más alta de la producción de flujos futuros para cumplir con las obligaciones inmediatas.

Prueba Ácida. Este indicador es un parámetro más estricto de la liquidez porque, al considerar los inventarios como el activo menos líquido, los elimina del activo corriente. La prueba ácida mide la capacidad de una compañía para saldar sus deudas a corto plazo sin tener que vender su inventario.

Tabla 6. Prueba Ácida (2015-2024)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

En la Tabla 6 se observa un comportamiento de la Prueba Ácida muy parecido al del indicador de liquidez corriente. Comienza en 0,85 en 2015 y finaliza con un valor de 0,47 en 2024. Que este indicador esté numéricamente próximo al de liquidez general evidencia que los inventarios constituyen una parte pequeña y no crucial de los activos corrientes de TELECEL S.A., lo cual es común en empresas prestadoras de servicios.

Capital de Trabajo. La diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente se utiliza para calcular el capital de trabajo. Una cifra positiva señala que hay un excedente de recursos líquidos para las operaciones, mientras que una cifra negativa, como es este caso, muestra que los pasivos a corto plazo superan a los activos líquidos.

Tabla 7. Capital de Trabajo (2015-2024)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

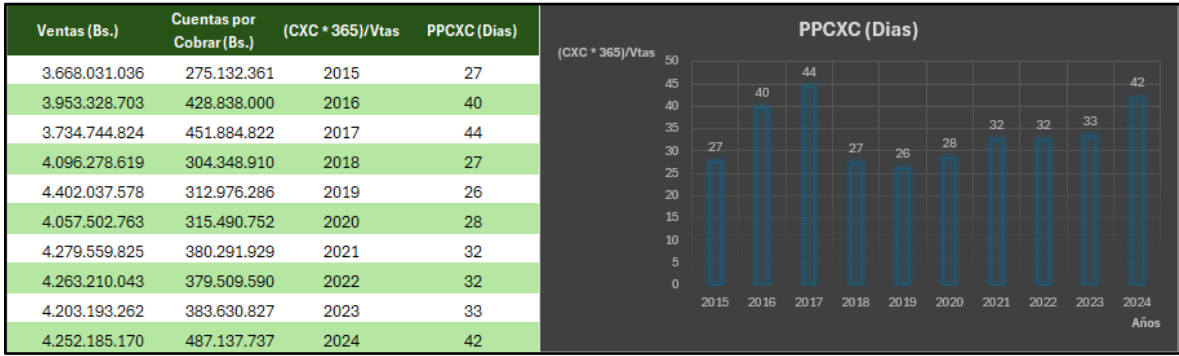
La Tabla 7 indica que durante el periodo de análisis, TELECEL S.A. ha trabajado con un capital de trabajo negativo. En 2022, se presenta el déficit más significativo, con una cifra de -1.210 millones de bolivianos. Esta circunstancia, en lugar de ser forzosamente mala para una compañía de este tipo, sugiere que financia de manera regular una parte de sus inversiones y operaciones con recursos a corto plazo, sobre todo por medio del crédito otorgado por sus proveedores, como se muestra en los ratios de actividad.

5.2.2.2. Ratios de Actividad

Los ratios de actividad evalúan la eficiencia con que una empresa está empleando sus activos para producir ventas. Señalan la rapidez con que varias cuentas se transforman en efectivo o ventas.

Periodo Promedio de Cobro. Este índice señala el promedio de días que una compañía tarda en cobrar las ventas hechas a crédito. Un lapso de tiempo más breve es usualmente preferible, porque indica que la compañía transforma sus ventas en dinero efectivo con mayor rapidez.

Tabla 8. Periodo Promedio de Cobro (2015-2024)



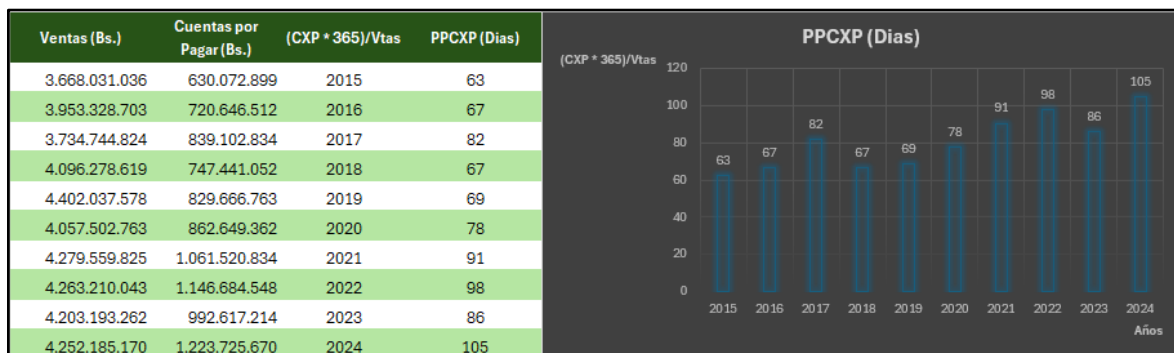
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La evolución del periodo medio de cobro se ilustra en la Tabla 8. El periodo comienza en 2015 con una duración de 27 días y termina en 2024 cuando dura 42 días. En los últimos años, la tendencia general ha sido hacia una ligera extensión del tiempo que le toma a la compañía convertir sus ventas a crédito en dinero efectivo, pese a las oscilaciones.

Periodo Promedio de Pago. Este indicador calcula la cantidad media de días que tarda la compañía en pagar a sus proveedores por las compras a crédito. Un manejo efectivo

de la liquidez puede reflejarse en un periodo más extenso, empleando el financiamiento de los proveedores para sus operaciones.

Tabla 9. Periodo Promedio de Pago (2015-2024)

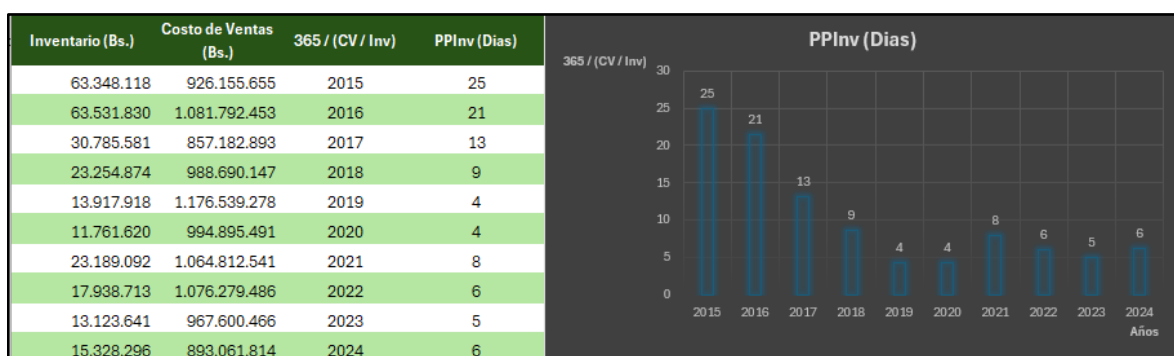


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 9, que presenta el desarrollo de la duración media de pago, muestra una tendencia evidente a extender los plazos con los proveedores. El lapso de tiempo comienza con 63 días en 2015 y concluye con un máximo de 105 días en 2024. Esto muestra que se está utilizando de manera estratégica y creciente el crédito comercial que sus proveedores conceden como una fuente significativa de financiamiento operativo a corto plazo.

Periodo Promedio de Inventario. Este ratio determina la cantidad media de días que un artículo se halla en el inventario antes de ser vendido. Una administración eficaz de inventario suele manifestarse con un número bajo.

Tabla 10. Periodo Promedio de Inventario (2016-2023)



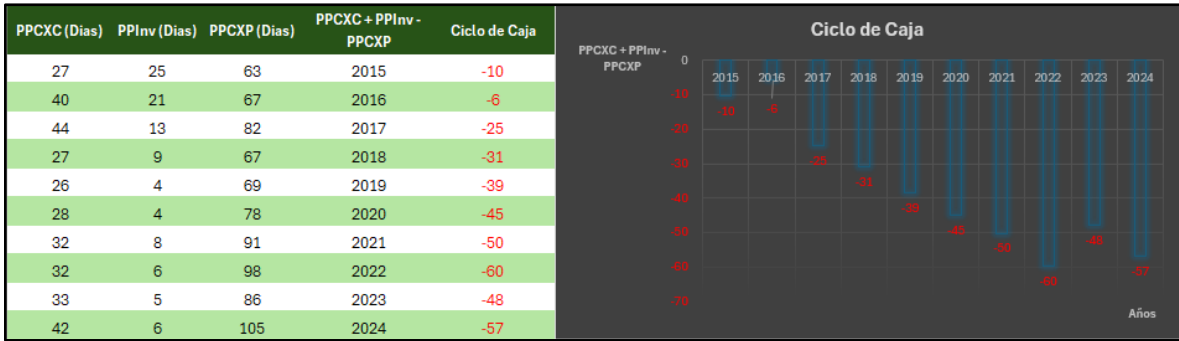
Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

Como se aprecia en la Tabla 10, los días de inventario de TELECEL S.A. han sido constantemente bajos, comenzando con un máximo de 25 días en el año 2015 y terminando

con tan solo 6 días en el año 2024. Este descenso es señal de que la administración del inventario se vuelve cada vez más eficaz y de que los inventarios materiales tienen un peso relativamente bajo en su modelo comercial.

Periodo Promedio de Ciclo de Caja. El ciclo de caja mide el periodo (en días) que pasa desde que la compañía abona por su inventario hasta que recibe el pago de sus clientes por la venta del mismo. Se obtiene al sumar el periodo medio de cobro y el de inventario, y restar luego el periodo medio de pago. En este caso, un ciclo de caja negativo es muy beneficioso, porque implica que la compañía recibe el pago de sus clientes antes de tener que pagarle a sus proveedores.

Tabla 11. Periodo Promedio de Ciclo de Caja (2014-2024)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

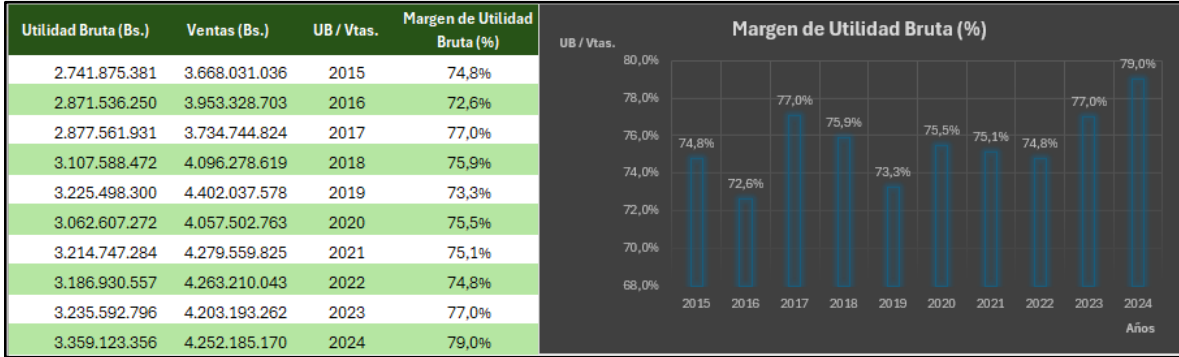
La Tabla 11 muestra que durante todo el periodo la empresa tiene un ciclo de caja negativo. Comienza con un ciclo de -10 días en 2015 y concluye en -57 días, que es una cifra muy positiva, en 2024. Un ciclo de caja negativo implica que la compañía recibe el pago de sus clientes antes de tener que pagar a los proveedores, lo cual constituye una fuente gratuita de financiamiento. Esto evidencia que TELECEL S.A. logra financiarse de manera eficiente por medio de su cadena de suministro.

5.2.2.3. Ratios de Rendimiento

La habilidad de la compañía para producir beneficios a partir de sus ventas y su capital se mide con los ratios de rendimiento. Son indicadores fundamentales que reflejan la rentabilidad del negocio y la eficiencia en la gestión de sus activos. A continuación, se analizan los principales ratios de rendimiento utilizados para evaluar a la compañía: Margen de Utilidad, el Retorno sobre los Activos (ROA) y el Retorno sobre el Patrimonio (ROE).

Margen de Utilidad Bruta. Este índice muestra la utilidad bruta como un porcentaje de las ventas netas, lo cual permite calcular la rentabilidad del negocio después de tener en cuenta solamente el costo de los servicios vendidos.

Tabla 12. Margen de Utilidad Bruta (2015-2024)

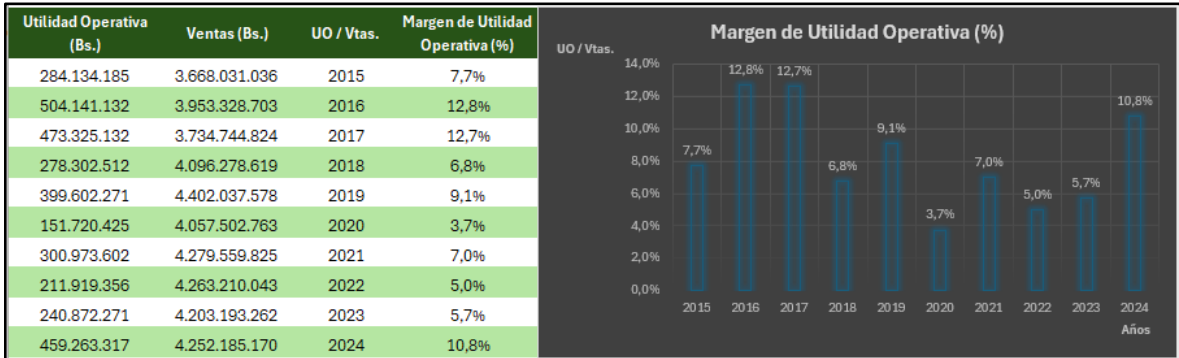


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 12 muestra que el Margen de Utilidad Bruta se ha mantenido en una banda angosta entre 72.6 por ciento y 79.0 por ciento a lo largo de todo el período, lo cual indica una estabilidad considerable. Esta estabilidad indica que la compañía ejerce un control eficaz sobre los costos directos de servicio y tiene una capacidad para establecer precios en el mercado relativamente constante.

Margen de Utilidad Operativa. Este margen muestra el porcentaje que representa la utilidad operativa en relación con las ventas netas. Es un marcador de la rentabilidad que generan las operaciones primarias de la compañía antes de descontar los impuestos y los costos financieros.

Tabla 13. Margen de Utilidad Operativa (2015-2024)

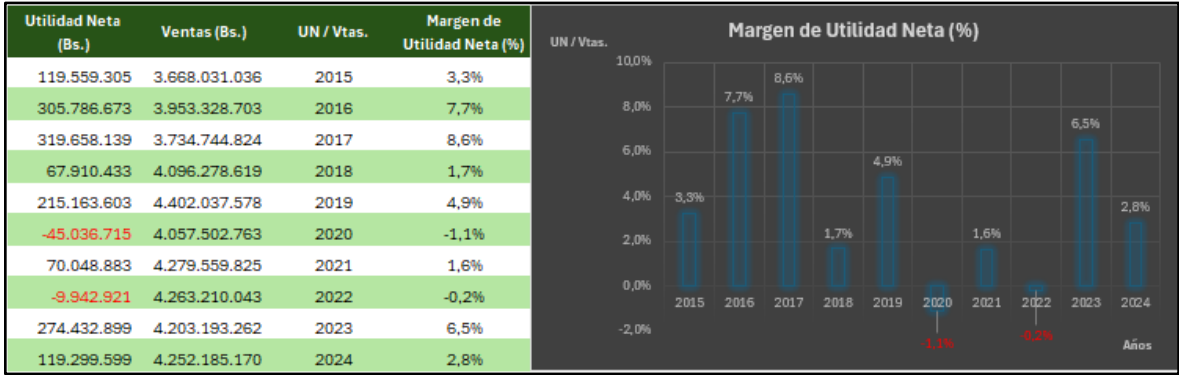


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

El Margen de Utilidad Operativa Tabla 13 presenta una volatilidad más alta que el Margen Bruto. El periodo comienza en el 7,7 por ciento en el año 2015, llega a un máximo de 12,8 por ciento al siguiente año 2016 y termina con un 10,8 por ciento en el año 2024. El 2020 es el año en el que se observa el porcentaje más bajo del periodo estudiado, con un 3,7 por ciento. Esta tendencia señala que los costos operativos (los de ventas, administrativos y otros) han desempeñado un papel cambiante en comparación con las ventas, lo cual ha tenido un impacto en la rentabilidad del negocio principal.

Margen de Utilidad Neta. Este ratio muestra la utilidad neta final expresada como un porcentaje de las ventas en total. Calcula la rentabilidad total de la empresa después de descontar todos los costos y gastos, que comprenden impuestos e intereses.

Tabla 14. Margen de Utilidad Neta (2015-2024)

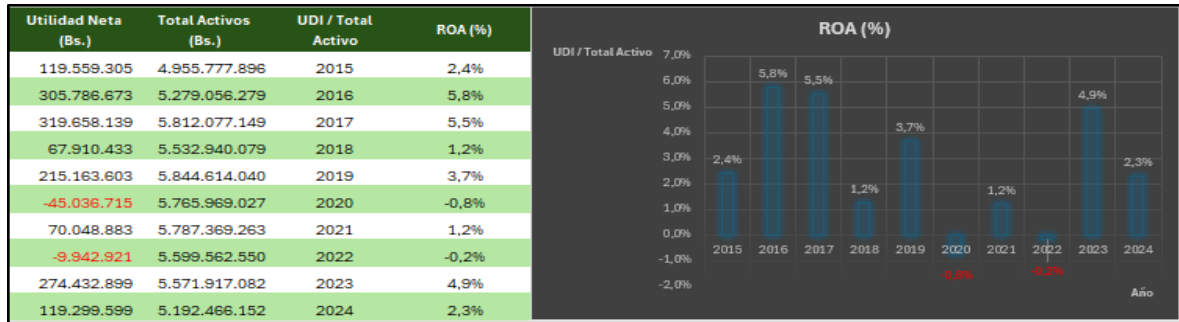


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

El Margen de Utilidad Neta Tabla 14 es el que muestra la volatilidad más alta entre los tres. Empieza con un 3,3 por ciento en 2015 y concluye con un 2,8 por ciento en 2024. El pico de la serie es del 8,6 por ciento y se presenta en el año 2017; mientras que el valle está en el año 2020, con un -1,1 por ciento, cuando la empresa tuvo un resultado neto negativo. Esta oscilación ratifica que el resultado final es sensible a las partidas no operativas, por ejemplo, los ingresos o egresos y los gastos financieros.

Rendimiento sobre Activos (ROA). El ROA evalúa qué tan eficientemente la compañía emplea su base total de activos para producir ganancias. Se estima al dividir la utilidad neta del ejercicio entre el total de los activos. Un ROA elevado demuestra una administración de activos más eficaz, lo cual pone de manifiesto una mayor habilidad para producir beneficios con los recursos que maneja.

Tabla 15. Rendimiento sobre Activos (ROA) (2015-2024)

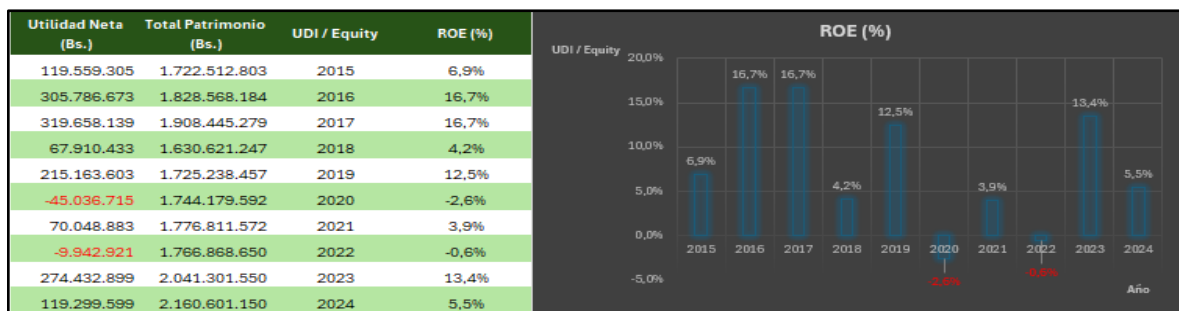


Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

El ROA, que se muestra en la Tabla 15, comienza con un 2,4 por ciento en el año 2015 y termina con un 2,3 por ciento en el año 2024. El año 2020 es el que presenta la cifra más baja, un -0,8 por ciento. La tendencia de este ratio es un reflejo directo de la inestabilidad de la utilidad neta, lo que demuestra cómo fluctúa la habilidad de la compañía para generar beneficios a partir del total de sus activos.

Rendimiento sobre Patrimonio (ROE). El ROE evalúa la rentabilidad que se ha producido en relación con el capital que los accionistas han proporcionado. Se calcula dividiendo la utilidad neta del periodo por el patrimonio neto.

Tabla 16. Rendimiento sobre Patrimonio (ROE) (2015-2024)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 16 revela que el ROE empezó en un 6,9 por ciento en 2015 y concluyó en un 5,5 por ciento en 2024. Los picos se logran en los primeros años, luego el punto más bajo es de -2,6 por ciento en 2020. El efecto del apalancamiento financiero es lo que causa la diferencia en magnitud entre el ROA y el ROE. los resultados logrados, sean positivos o negativos, se ven amplificados en el patrimonio de los accionistas por la estructura de deuda de la compañía.

5.2.2.4. Resumen de Indicadores Financieros Clave de TELECEL S.A.

La Tabla 17, consolida los índices más importantes de liquidez, rendimiento y actividad, ofrece una perspectiva global del desempeño financiero de TELECEL S.A. durante el periodo analizado. Este resumen permite observar las tendencias generales y los rasgos estructurales del modelo de negocio de la empresa.

Tabla 17. Resumen Evolución de Ratios Financieros de TELECEL S.A. (2015-2024)

Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
RATIOS DE LIQUIDEZ										
Liquidez Corriente	0,91	0,98	0,89	0,48	0,45	0,55	0,54	0,45	0,50	0,48
Prueba Ácida	0,85	0,93	0,87	0,47	0,45	0,54	0,53	0,44	0,49	0,47
Capital de Trabajo (Millones de Bs.)	-112	-27	-182	-998	-1.035	-793	-964	-1.210	-934	-1.024
RATIOS DE ACTIVIDAD										
Periodo Promedio de Cobro	27	40	44	27	26	28	32	32	33	42
Periodo Promedio de Pago	63	67	82	67	69	78	91	98	86	105
Periodo Promedio de Inventario	25	21	13	9	4	4	8	6	5	6
Periodo Promedio de Ciclo de Caja	-10	-6	-25	-31	-39	-45	-50	-60	-48	-57
RATIOS DE RENDIMIENTO										
Margen de Utilidad Bruta	74,8%	72,6%	77,0%	75,9%	73,3%	75,5%	75,1%	74,8%	77,0%	79,0%
Margen de Utilidad Operativa	7,7%	12,8%	12,7%	6,8%	9,1%	3,7%	7,0%	5,0%	5,7%	10,8%
Margen de Utilidad Neta	3,3%	7,7%	8,6%	1,7%	4,9%	-1,1%	1,6%	-0,2%	6,5%	2,8%
Rendimiento sobre Activos (ROA)	2,4%	5,8%	5,5%	1,2%	3,7%	-0,8%	1,2%	-0,2%	4,9%	2,3%
Rendimiento sobre Patrimonio (ROE)	6,9%	16,7%	16,7%	4,2%	12,5%	-2,6%	3,9%	-0,6%	13,4%	5,5%

Fuente: Elaboración propia en base a los análisis de ratios del Capítulo 5.2.2.

El análisis consolidado de los ratios muestra una historia financiera con dos lados. Por un lado, la compañía muestra un manejo del capital de trabajo muy eficiente. Esto se demuestra en el Período Promedio de Ciclo de Caja, que, con una tendencia a la baja, ha tenido un comportamiento negativo constante, bajando de -10 a -57 días. Este resultado señala que la empresa obtiene financiación para sus operaciones facturando a sus clientes con anterioridad al pago a sus proveedores, lo cual se traduce en una ventaja competitiva importante que produce efectivo.

Por otra parte, esta fortaleza operativa se opone a una posición de liquidez ajustada. La Liquidez Corriente ha permanecido bajo 1 la mayor parte del tiempo, alcanzando un mínimo de 0,45. Esto, junto con un capital de trabajo que ha sido constantemente negativo (alcanzando los -1.210 millones de Bs. en 2022), demuestra que la compañía necesita de su efectivo ciclo de caja y del financiamiento por parte de sus proveedores para sostener su solvencia a corto plazo.

El margen de utilidad bruta muestra una estabilidad notoria (alrededor del 75 por ciento) en términos de rendimiento, lo que verifica la eficacia en el costo directo de sus

servicios. No obstante, durante el período analizado, el margen operativo, el margen neto, el ROA y el ROE muestran una gran inestabilidad. A pesar de que la empresa reportó un ROE positivo, incluso por encima del 10 por ciento en algunos años (por ejemplo, 2016, 2017 y 2019), también ha presentado rentabilidades negativas sobre el patrimonio y netas (en 2020 y 2022), lo cual resalta la inestabilidad de sus ganancias finales.

En resumen, el análisis convencional muestra una compañía que es eficiente en términos operativos y cuya administración del capital de trabajo es excelente, aunque tiene presiones en términos de liquidez y una fluctuante rentabilidad final. Aunque obtenemos esta información, deja sin respuesta la cuestión esencial de si este rendimiento ha sido suficiente para cubrir el costo total del capital y generar valor para sus accionistas; esto se trató en las secciones siguientes.

5.2.2.5. Análisis Comparativo del Sector (Benchmarking)

Para entender mejor el desempeño de TELECEL S.A. (marca Tigo), se compara con sus principales competidores en el mercado boliviano, ENTEL S.A. y Nuevatel PCS (Viva), y con un benchmark internacional del sector, Verizon Communications Inc. En la Tabla 18 se muestra la evolución de cuatro indicadores de rentabilidad. Se debe tener en cuenta que los datos de la competencia local pueden ser limitados en disponibilidad, mientras que la comparación con Verizon se utiliza como punto de referencia de la industria global, dadas las diferencias en escala y madurez del mercado. (Entel S.A., s.f.-b) (Pacific Credit Rating, 2023c) (Verizon, s.f.)

Tabla 18. Benchmarking Indicadores de Rentabilidad vs Competidores (2015-2024)

Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ROA ENTEL	7,77%	7,63%	7,41%	6,29%	5,60%	3,28%	3,24%	3,38%	2,50%	3,70%
ROA TIGO	2,41%	5,79%	5,50%	1,23%	3,68%	-0,78%	1,21%	-0,18%	4,93%	2,30%
ROA VIVA	7,76%	3,28%	3,24%	-0,67%	10,22%	-14,62%	-33,48%	-28,93%	-24,87%	-28,74%
ROA VERIZON	7,32%	5,38%	11,71%	5,86%	6,78%	5,80%	6,17%	5,73%	3,18%	4,67%
ROE ENTEL	12,01%	11,66%	11,10%	9,31%	8,41%	4,63%	4,59%	4,66%	3,43%	4,98%
ROE TIGO	6,94%	16,72%	16,75%	4,16%	12,47%	-2,58%	3,94%	-0,56%	13,44%	5,52%
ROE VIVA	11,28%	4,67%	4,41%	-0,92%	13,63%	-20,43%	-52,53%	-57,02%	-72,74%	-163,68%
ROE VERIZON	100,21%	54,62%	67,36%	28,38%	31,49%	26,49%	27,19%	23,52%	12,89%	17,85%
Margen Bruto ENTEL	69,02%	69,20%	71,32%	70,90%	72,42%	72,89%	73,42%	74,02%	73,50%	77,37%
Margen Bruto TIGO	74,75%	72,64%	77,05%	75,86%	73,27%	75,48%	75,12%	74,75%	76,98%	79,00%
Margen Bruto VIVA	24,17%	7,53%	6,28%	0,34%	-11,73%	-30,28%	-36,54%	-48,62%	-56,89%	-57,15%
Margen Bruto VERIZON	60,07%	59,18%	57,90%	57,58%	58,50%	60,09%	57,86%	56,79%	59,03%	59,87%
Margen Neto ENTEL	22,73%	23,99%	22,87%	21,04%	20,00%	12,16%	11,79%	11,88%	9,15%	13,34%
Margen Neto TIGO	3,26%	7,73%	8,56%	1,66%	4,89%	-1,11%	1,64%	-0,23%	6,53%	2,81%
Margen Neto VIVA	10,73%	4,48%	4,88%	-1,02%	18,51%	-29,93%	-59,45%	-51,67%	-49,18%	-56,10%
Margen Neto VERIZON	13,58%	10,42%	23,88%	11,87%	15,01%	14,30%	16,93%	15,89%	9,03%	13,32%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Auditados de Entel, Tigo, Viva y Verizon.

En el entorno de Bolivia, el rendimiento de Tigo respecto a sus competidores muestra resultados variados. Su Margen Bruto, en lo que respecta a la eficiencia operativa, se presenta siempre más alto que el de ENTEL y muchísimo mejor que el de Viva. Esto indica una estructura más eficaz de los costos del servicio o una variedad de productos con mayor valor. No obstante, este beneficio operativo no siempre se convierte en una mayor rentabilidad. El Retorno sobre Activos (ROA), que evalúa qué tan eficaces son los activos para producir beneficios, indica que Tigo ha tenido un rendimiento más inestable y con frecuencia más bajo que el de ENTEL. En 2023, el ROA de Tigo (4,93 por ciento) fue casi el doble que el de ENTEL (2,50 por ciento). Sin embargo, en años previos como 2018, fue notablemente más bajo (1,23 frente a 6,29 por ciento). Esta fluctuación también se manifiesta en el Margen Neto. A pesar de que Tigo ha tenido un rendimiento positivo durante años, sus cifras han sido menores a las de ENTEL en la mayoría del tiempo. El caso de Viva es extremo, con indicadores de rentabilidad que son constantemente negativos; esto la ubica como el participante más frágil del mercado en términos financieros y resalta a los competidores más fuertes ENTEL y Tigo.

Al comparar con Verizon, se pueden observar las dificultades de operar en un mercado emergente. El ROA de Verizon, que se mantiene constantemente por encima del 5 por ciento en la mayoría de los años, muestra una habilidad constante para producir ganancias a partir de sus activos, un nivel que Tigo ha logrado solo en algunas ocasiones. De manera parecida, aunque Tigo muestra inestabilidad, el Margen Neto de Verizon es sólido y se mantiene frecuentemente en dos dígitos. Esto demuestra que tiene un mejor control sobre los costos totales y una estructura de mercado que posibilita una mayor rentabilidad. El ROE de Verizon es notoriamente elevado, lo que no solamente indica una alta rentabilidad sino también una estructura de capital optimizada. Este rendimiento se presenta como modelo de eficiencia y generación de valor para los accionistas y como una referencia deseable para operadores como TELECEL.

Por último, el estudio de benchmarking sitúa a TELECEL S.A. como un competidor sólido en el mercado de Bolivia, resaltando su eficacia en costos de servicio (margen bruto). No obstante, su rentabilidad total (calculada a través del ROA, ROE y Margen Neto) es considerablemente más volátil que la de ENTEL, el líder del mercado, y está muy lejos de

los niveles de estabilidad y rendimiento alcanzados por referentes a nivel global. A pesar de que este análisis tradicional muestra la posición competitiva de la compañía, no tiene en cuenta el costo del capital. Por esto, se llevará a cabo el análisis de Valor Económico Agregado (EVA) para establecer si este rendimiento contable, que es frecuentemente positivo pero volátil, significó una genuina generación de riqueza para sus inversionistas.

5.2.3. Análisis del Flujo de Efectivo

Para finalizar el diagnóstico tradicional, se examina la habilidad de la compañía para producir efectivo. El Estado de Flujo de Efectivo presenta el origen y el uso de los fondos de la empresa, agrupándolos en tres categorías: financiación, inversión y operaciones. Para comprender la solvencia operativa y la liquidez de la empresa, este análisis es crucial.

Tabla 19. Estado de Flujo de Efectivo (2015-2024)

	ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (Cifras expresadas en bolivianos)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad del ejercicio	119.559.305	305.786.673	319.658.139	67.910.433	215.163.603	-45.036.715	70.048.883	-9.942.921	274.432.899	119.299.599
Partidas que no generan nov. de fondos:										
Depreciación de activos fijos	689.167.253	562.693.846	641.583.646	835.732.309	844.026.900	905.411.323	805.806.391	720.418.810	727.109.048	629.205.199
Amortización de activos intangibles	-	154.256.498	102.022.204	113.455.226	158.238.850	172.466.827	175.013.015	266.459.675	165.575.183	211.828.556
Provisión para incobrables	48.904.057	52.934.087	61.206.163	107.168.231	149.249.161	174.756.948	132.367.467	182.769.269	188.013.993	145.815.331
Provisión por obsolescencia de inventarios	3.976.561	750.849	-125.033	2.098.776	-122.705	-57.333	64.628	-77.056	338.494	-306.278
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	20.314.620	-28.245.333	-34.116.791	-63.094.121	-113.777.239	-67.822.431	-32.345.536	-16.273.112	23.519.934	-48.268.176
Devengamiento de intereses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-35.299.057
Provisión para beneficios sociales	20.407.423	24.158.423	27.641.024	42.114.699	31.956.747	25.258.272	31.776.653	34.065.510	27.595.690	31.759.915
Efecto del ajuste por inflación por movimientos	-285.152	-	-	-	-1.133.414	-	-	-	-	-41.640.216
Ganancia/Pérdida en inversiones	21.375.080	11.131.065	6.235.081	-3.218.802	-11.975.133	-16.300.494	-20.151.800	-25.264.337	-16.852.816	-2.695.427
Otros ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	39.356.938
Ganancia por enajenación de activos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajuste a resultados acumulados	-	-	-	-18.282.081	5	-	-	-	-414.169.301	-
Flujos por actividades de operación	923.419.147	1.083.466.088	1.124.104.433	1.083.884.670	1.271.626.775	1.148.676.397	1.162.579.701	1.152.155.838	975.563.124	1.049.056.384
Cambios en activos y pasivos de operación:										
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cui	31.009.904	-42.910.853	-64.665.119	-143.468.973	-161.749.346	-178.359.087	-197.879.714	-180.879.564	-164.387.798	-149.669.153
Otras cuentas por cobrar	73.131.629	-53.360.621	4.081.837	1.095.844	-2.558.828	132.528.538	37.570.405	25.540.292	63.675.631	-8.304.806
Cuentas por cobrar con compañías relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.107.366	-27.747.432
Inventarios	-1.909.315	1.290.145	34.753.033	6.172.621	9.876.993	2.381.407	-11.492.100	5.327.435	4.476.578	-1.898.377
Impuesto diferido	-41.654.273	20.120.618	29.955.003	-9.805.082	6.643.284	5.834.152	-5.800.507	-9.786.986	-439.334	-
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con E)	-154.328.999	168.702.188	22.475.460	-98.954.635	75.718.986	40.273.034	150.295.919	-6.053.539	-162.867.693	87.120.311
Deudas fiscales y sociales	40.290.941	-96.648.937	45.538.484	194.362.075	-160.605.973	-187.691.355	19.320.694	-4.356.691	34.606.630	-44.814.186
Provisión para indemnizaciones	-11.657.281	-11.081.606	-39.274.069	-28.683.638	-22.819.196	-24.618.360	-22.497.645	-39.047.131	-25.310.066	-36.032.725
Ingresos de dividendos	7.616.036	6.895.891	-74.887.831	128.427.422	-8.638.927	49.314.960	-3.695.832	-34.690.080	5.275.807	-16.787.158
Otros pasivos no corrientes	17.613.330	-5.421.599	28.424.975	-5.581.546	32.609.240	-3.545.630	-44.952.887	136.896.853	-27.582.980	-8.474.939
Flujo generado por actividades de operación	883.331.119	1.071.051.314	1.110.486.206	1.127.448.758	1.040.103.008	984.794.056	1.083.448.034	1.043.999.061	675.262.467	815.067.420
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN										
Adquisiciones de bienes de uso (neto)	-742.063.072	-552.384.553	-954.586.129	-856.231.753	-957.856.294	-625.597.998	-673.019.733	-660.158.890	-534.939.135	-402.120.878
Venta de bienes de uso	-	-	-	-	-	-	-	-	496.166.983	-
Inversiones temporarias	-	-	8.725	776	-	-	-	-	-	-
Inversiones permanentes	-27.039.954	-12.894.746	-12.972.700	346.012	780.560	668.674	-	19.551	-	84.903.133
Adquisición de licencias	-136.018.282	-195.954.540	-77.431.631	-158.581.317	-211.961.236	-86.572.003	-80.803.197	-207.701.790	-99.316.624	-116.626.234
Préstamos a compañías relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-433.627.963	-
Flujo aplicado a actividades de inversión	-905.121.308	-761.233.839	-1.044.981.735	-1.014.466.282	-1.169.036.970	-711.501.327	-753.822.930	-867.841.129	-571.716.739	-433.843.979
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO										
Deudas financieras (neto)	578.403.096	322.836.678	268.521.801	-314.021.773	205.711.683	-113.301.267	-190.054.200	-355.895.967	-113.073.351	-657.193.700
Deudas con compañías relacionadas	-119.447.714	-435.281.138	96.968.815	207.379.892	2.427.799	-12.431.311	8.944.677	91.217.253	8.800.359	178.086.070
Distribución parcial de dividendos	-149.339.601	-260.223.754	-293.941.454	-373.368.915	-148.676.128	-	-37.416.903	-	-	-
Flujo aplicado a actividades de financiación	309.615.781	-372.668.214	71.549.162	-480.010.796	59.463.354	-125.732.578	-218.526.426	-264.678.714	-104.272.992	-479.107.630
Aumento (disminución) en disponible e inversiones temporarias:										
Disponibilidades e inversiones temporarias al in	288.025.592	-62.850.738	137.053.633	-367.028.320	-89.470.608	147.560.151	111.088.678	-88.520.782	-727.264	-97.884.188
Disponibilidades e inversiones temporarias al cie	258.292.692	565.504.289	517.500.679	670.302.662	308.748.741	242.183.572	388.723.723	500.822.401	412.301.619	411.574.355
Disponibilidades al cierre del ejercicio	546.318.284	502.653.551	654.554.312	303.274.342	238.279.133	389.723.723	500.822.401	412.301.619	411.574.355	313.690.186

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

TELECEL S.A. ha producido de manera constante un flujo de efectivo positivo y considerable a partir de sus operaciones, promediando más de 983 millones de bolivianos anualmente en el periodo, como se muestra en la Tabla 19. Este es un descubrimiento esencial, porque señala que el negocio principal está en buena forma y produce una liquidez sólida que

le facilita mantenerse y financiar sus proyectos de expansión. La cifra más alta de generación de efectivo operativo fue de 1.127 millones y tuvo lugar en 2018.

En las actividades de inversión, además, se aprecia un flujo de efectivo negativo constante, con una media de -823 millones. Esto muestra la táctica de la compañía, que es típica del sector de telecomunicaciones, de destinar grandes cantidades a la ampliación y actualización de su red (CAPEX). En los años 2017, 2018 y 2019 se realizó la inversión más alta (flujo más negativo), con cifras que sobrepasaron los miles de millones de bolivianos en cada uno de esos años.

Por último, el flujo de efectivo de las actividades financieras ha mostrado variabilidad, desempeñando la función de un equilibrador. Se notan ingresos netos de capital (309 millones y 59 millones, respectivamente) en años de grandes inversiones, como 2015 y 2019, para saldar el déficit. En cambio, en años más actuales como 2023 y 2024, se aprecian salidas netas considerables, que probablemente se destinan a la cancelación de deuda.

Esta evaluación de liquidez evidencia la capacidad de pago operacional de la compañía. La posibilidad de crear un sólido flujo de caja operativo es la que le posibilita continuar en funcionamiento y costear sus inversiones, a pesar del reto de generar valor económico que se examina en el próximo apartado.

5.3. Análisis de Creación de Valor (EVA) (Período 2015-2024)

El análisis financiero tradicional ha ofrecido una visión precisa de la rentabilidad contable, la gestión de activos y la liquidez de TELECEL S.A., mostrando que se trata de una empresa con operaciones pero con un rendimiento fluctuante. No obstante, estos indicadores no abordan la cuestión principal acerca de cómo se crea valor económico. Para lograrlo, es preciso implementar una metodología de mayor calidad que tenga en cuenta el costo total del capital. Esta sección describe, paso a paso, cómo calcular y analizar el Valor Económico Agregado (EVA), que es la medida principal de este estudio.

La fórmula esencial para calcular el EVA, que fue popularizada por G. Bennett (Stewart, 1991) y otros teóricos, es la siguiente:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{Capital Invertido}$$

Donde **ROIC** es el Retorno sobre el Capital Invertido y **WACC** es el Costo Promedio Ponderado de Capital. Esta fórmula indica que una empresa crea valor únicamente si su rentabilidad operativa (ROIC) es superior a su costo total de capital (WACC). Para aplicar esta fórmula, es necesario calcular cada uno de sus componentes, lo que requiere la recolección de datos específicos de la empresa y del mercado, como se detalla a continuación.

5.3.1. Recolección y Sistematización de Datos para el Análisis de Valor

Para calcular el EVA, es necesario contar con cuatro conjuntos de información básica: los estados financieros de la compañía, los datos de su matriz que se cotiza en bolsa para valorar el patrimonio, los parámetros del mercado para determinar el costo del capital y la descripción detallada de su estructura de endeudamiento.

Primero, la Tabla 20 y Tabla 21 muestran el balance general y el estado de resultados consolidados de TELECEL S.A. durante el periodo de investigación; estos se han sistematizado basándose en los estados financieros auditados que se encuentran en los Anexos 1 a 10.

Tabla 20. Balance General de TELECEL S.A. (2015-2024)

	BALANCE GENERAL (Cifras expresadas en bolívianos)									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Disponibilidades	546.277.575	502.613.749	654.554.312	303.274.342	239.279.133	389.723.723	500.822.401	412.301.619	411.574.355	313.690.166
Inversiones temporarias	40.709	39.802	32.256	32.256	-	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar comerciales	222.551.858	225.153.742	241.951.333	285.183.029	302.195.244	309.626.458	376.733.535	370.925.805	347.395.123	351.373.133
Cuentas por cobrar con Entel S.A.	13.337.757	8.996.783	2.593.459	1.546.168	2.179.783	2.019.859	425.030	407.455	311.942	187.754
Cuentas por cobrar a relacionadas	39.242.746	194.687.475	207.340.030	17.619.713	8.601.259	3.844.435	3.133.364	8.176.330	35.923.762	135.576.850
Otras cuentas por cobrar	213.632.878	274.496.014	278.544.482	284.150.322	291.808.515	247.155.812	209.585.407	177.373.898	114.410.314	122.715.120
Inventarios	63.348.118	63.531.830	30.785.581	23.254.874	13.917.918	11.761.620	23.189.092	17.938.713	13.123.641	15.328.296
Total Activo Corriente	1.098.431.641	1.269.519.395	1.415.801.453	915.060.704	857.981.852	964.131.907	1.113.888.829	987.123.820	922.739.137	938.871.319
Otras cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	-	40.341.947	47.013.164	46.301.117	46.301.117
Cuentas por cobrar a relacionadas	76.560.000	54.697.052	24.966.042	-	-	-	-	-	433.627.963	433.627.963
Impuesto diferido	260.621.364	277.898.790	290.311.670	370.195.671	483.973.161	551.795.593	589.941.636	616.001.734	592.921.134	641.189.310
Activo fijo	2.721.730.812	2.807.005.248	3.203.148.493	3.300.714.578	3.473.778.626	3.279.021.283	3.146.234.625	2.986.827.506	2.663.137.148	2.373.767.871
Activos intangibles	769.240.189	837.952.970	838.181.748	903.474.201	973.410.343	899.249.691	805.039.873	845.429.187	779.170.628	706.896.324
Inversiones permanentes	29.193.890	31.982.824	39.667.743	43.494.925	55.470.058	71.770.553	91.922.353	117.167.139	134.019.955	51.812.248
Total activo no corriente	3.857.346.255	4.009.536.884	4.396.275.696	4.617.879.375	4.986.632.188	4.801.837.120	4.673.480.434	4.612.438.730	4.649.177.945	4.253.594.833
TOTAL ACTIVO	4.955.777.896	5.279.056.279	5.812.077.149	5.532.940.079	5.844.614.040	5.765.969.027	5.787.369.263	5.599.562.550	5.571.917.082	5.192.466.152
Deudas comerciales	518.088.464	704.674.416	738.605.967	651.956.599	731.762.620	784.968.455	943.096.534	923.299.606	775.116.326	867.589.279
Cuentas por pagar con Entel S.A.	2.585.252	2.986.887	12.491.035	18.256.901	26.197.524	22.401.707	14.569.547	28.312.936	13.628.523	8.275.881
Deudas financieras	200.529.832	227.489.222	435.454.078	510.694.149	559.145.986	438.760.367	544.578.897	618.215.119	391.640.149	328.008.178
Deudas con compañías relacionadas	109.399.183	12.985.209	88.005.832	77.227.552	71.706.619	55.279.200	103.854.753	195.072.006	203.872.365	347.860.510
Deudas fiscales y sociales	242.104.757	198.911.478	243.540.717	444.969.546	298.987.394	199.258.413	218.579.107	214.222.416	248.829.046	204.014.860
Ingresos diferidos	137.998.551	149.740.777	79.288.122	209.623.189	204.746.162	256.529.276	252.833.445	218.143.365	223.419.172	206.632.014
Total pasivo corriente	1.210.706.039	1.296.787.989	1.597.385.751	1.912.727.936	1.892.546.305	1.757.197.418	2.077.512.283	2.197.265.448	1.856.505.581	1.962.380.722
Deudas financieras	1.554.141.972	1.911.641.105	2.035.557.007	1.705.746.832	1.902.782.948	1.939.545.122	1.643.672.392	1.214.140.203	1.327.641.822	743.306.192
Deudas con compañías relacionadas	200.538.455	2.070.844	-	-	-	-	-	-	-	34.097.925
Deudas fiscales y sociales	44.128.272	724.755	7.547.031	6.521.361	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	159.262.236	159.433.725	192.580.972	191.632.857	227.681.142	226.880.141	181.927.254	318.824.107	241.718.364	233.243.425
Provisión para indemnizaciones	64.488.119	79.829.677	70.561.109	85.689.846	96.365.188	98.166.754	107.445.762	102.464.142	104.749.765	58.836.738
Total pasivo no corriente	2.022.559.054	2.153.700.106	2.306.246.119	1.989.590.896	2.226.829.278	2.264.592.017	1.933.045.408	1.635.428.452	1.674.109.951	1.069.484.280
TOTAL PASIVO	3.233.265.093	3.450.488.095	3.903.631.870	3.902.318.832	4.119.375.583	4.021.789.435	4.010.557.691	3.832.693.900	3.530.615.532	3.031.865.002
PATRIMONIO NETO	1.722.512.803	1.828.568.184	1.908.445.279	1.630.621.247	1.725.238.457	1.744.179.592	1.776.811.572	1.766.868.650	2.041.301.550	2.160.601.150
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	4.955.777.896	5.279.056.279	5.812.077.149	5.532.940.079	5.844.614.040	5.765.969.027	5.787.369.263	5.599.562.550	5.571.917.082	5.192.466.152

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 21 presenta el Estado de Resultados consolidado de la compañía.

Tabla 21. Estado de Resultados de TELECEL S.A. (2015-2024)

ESTADO DE RESULTADOS (Cifras expresadas en bolivianos)										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventas netas de servicio	3.668.031.036	3.953.328.703	3.734.744.824	4.096.278.619	4.402.037.578	4.057.502.763	4.279.559.825	4.263.210.043	4.203.193.262	4.252.185.170
Costo de los servicios vendidos	-926.155.655	-1.081.792.453	-857.182.893	-988.690.147	-1.176.539.278	-994.895.491	-1.064.812.541	-1.076.279.486	-967.600.466	-893.061.814
Utilidad bruta	2.741.875.381	2.871.536.250	2.877.561.931	3.107.588.472	3.225.498.300	3.062.607.272	3.214.747.284	3.186.930.557	3.235.592.796	3.359.123.356
Menos:										
Gastos administrativos	-467.500.785	-451.309.311	-493.660.115	-585.739.676	-546.165.021	-466.646.422	-492.429.740	-467.317.486	-477.543.331	-477.901.391
Gastos de ventas	-450.014.941	-465.435.211	-423.423.868	-415.334.778	-449.528.285	-460.325.310	-475.130.858	-503.313.401	-515.745.715	-402.585.826
Gastos operativos	-490.432.715	-490.531.772	-500.378.486	-600.408.174	-566.342.168	-628.378.797	-658.823.769	-700.776.768	-804.563.227	-855.439.153
Depreciación de activos fijos y amortización	-689.167.253	-716.950.344	-743.605.850	-949.187.535	-1.002.265.750	-1.077.878.150	-980.819.406	-986.878.485	-892.684.231	-841.033.755
Servicio de asistencia técnica	-360.625.502	-243.168.480	-243.168.480	-278.615.797	-261.594.805	-277.658.168	-306.569.909	-316.725.061	-304.184.021	-322.899.914
Utilidad operativa	284.134.185	504.141.132	473.325.132	278.302.512	399.602.271	151.720.425	300.973.602	211.919.356	240.872.271	459.263.317
Otros ingresos y/o (egresos)										
Gastos financieras	-75.981.217	-129.244.315	-128.375.068	-150.910.060	-197.239.693	-171.034.915	-151.140.121	-127.947.599	-181.977.666	-298.923.463
Intereses ganados	5.727.197	5.268.823	4.101.823	2.963.280	1.290.094	1.707.098	5.686.095	7.526.884	16.614.319	54.636.598
Otros egresos	-400.496	-26.615.452	5.815.623	-9.289.027	-11.586.351	633.945	5.976.250	-5.125.657	-43.494.822	-40.537.437
Otros ingresos										
Resultado en inversiones permanentes	-21.375.080	-11.131.065	-6.235.081	3.218.802	11.975.133	16.300.494	20.151.800	25.264.337	16.852.816	2.695.427
Diferencia de cambio	396.738	-2.965.544	-913.727	-3.297.133	-1.569.024	-1.830.260	7.895.538	5.934.403	-3.288.221	-1.339.755
Ajustes por inflación y tenencia de bienes	60.975.472	64.336.749	65.812.266	55.276.800	54.655.214	40.517.781	48.592	-	-161.416	-
Utilidad antes de impuesto	253.476.799	403.790.328	413.530.968	176.265.174	257.127.644	38.014.568	189.591.756	117.571.724	459.586.582	217.434.903
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	-133.917.494	-98.003.655	-93.872.829	-108.354.741	-41.964.041	-83.051.283	-119.542.873	-127.514.645	-185.153.683	-98.135.304
Utilidad neta del ejercicio	119.559.305	305.786.673	319.658.139	67.910.433	215.163.603	-45.036.715	70.048.883	-9.942.921	274.432.899	119.299.599

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

Para calcular el valor de mercado del patrimonio de TELECEL S.A. (una compañía que no está listada en bolsa), se emplea a su matriz, Millicom, como una aproximación de mercado. La Tabla 22 detalla los datos de Millicom, los cuales fueron extraídos de sus Informes Anuales oficiales y de fuentes de datos de mercado para su acción (NASDAQ: TIGO). El número de acciones en circulación se refiere a las acciones ordinarias que se informan en la sección "Share Capital" de cada informe anual. El último día de negociación del año, según Yahoo Finance, es el que se considera como Precio de Cierre. Los ingresos se obtuvieron a partir de los resultados consolidados y del desglose por segmentos geográficos de esos informes.

Tabla 22. Datos de Mercado y Operativos de la Matriz Millicom (2015-2024)

Datos de Mercado y Operativos de la Matriz Millicom International Cellular S.A. (2015-2024)										
	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019	Dic. 2020	Dic. 2021	Dic. 2022	Dic. 2023	Dic. 2024
A. Datos de Mercado de la Acción (NASDAQ: TIGO)										
Precio de Cierre de la Acción (USD por acción)	43,97	49,47	74,42	63,06	46,78	37,03	26,87	16,99	17,04	26,70
Número de Acciones en Circulación	101.739.217	101.739.217	101.739.217	101.739.217	101.739.217	101.739.217	101.739.217	172.096.305	172.096.305	172.096.305
Capitalización de Mercado Total (E. total)	4.473.473.371	5.033.039.065	7.571.432.529	6.415.675.024	4.759.360.571	3.767.403.206	2.733.732.761	2.923.916.222	2.932.521.037	4.594.971.344
B. Datos Operativos Consolidados del Grupo										
Ingresos Totales (Revenue) (U.S. dollars in millions)	6,730	4,105	4,133	3,946	4,336	3,805	4,261	5,624	5,661	5,804
Ingresos de la Operación en Bolivia (U.S. dollars in m)	531	542	555	614	639	584	623	621	613	613
Peso Relativo de Bolivia	7,89%	13,20%	13,43%	15,56%	14,74%	15,35%	14,62%	11,04%	10,83%	10,56%

Fuente: Informes Anuales de Millicom y datos de mercados públicos (NASDAQ: TIGO).

En tercer lugar, para calcular el costo de capital se necesitan parámetros externos al mercado. Estos supuestos se consolidan en la Tabla 23. La Tasa Libre de Riesgo (Rf) se calcula como el rendimiento medio que proporciona, durante un año, el Bono del Tesoro norteamericano a 10 años. Este dato proviene de la base de datos administrada por la Reserva

Federal (FRED). Los otros parámetros (Beta no apalancado, ERP y CRP) se obtienen de las bases de datos públicas del profesor Aswath Damodaran (NYU Stern), que es una referencia académica global para la valoración. El Beta No Apalancado, en particular, se refiere a la sección "Telecom (Wireless)" para los mercados emergentes; y la Prima de Riesgo País (CRP) es aquella que fue calculada por el autor para Bolivia. El Tipo de Cambio es el que establece el Banco Central de Bolivia para el cierre del año.

Tabla 23. Parámetros Macroeconómicos y de Mercado Anuales (2015-2024)

Parámetros Macroeconómicos y de Mercado Anuales (2015-2024)										
	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019	Dic. 2020	Dic. 2021	Dic. 2022	Dic. 2023	Dic. 2024
A. Componentes del Costo del Patrimonio (Ke)										
Tasa Libre de Riesgo (Rf) [a]	2,14%	1,84%	2,33%	2,91%	2,14%	0,89%	1,45%	2,95%	3,96%	4,21%
Prima de Riesgo de Mercado (ERP) [b]	6,25%	5,69%	5,08%	5,96%	5,20%	4,72%	4,24%	5,94%	4,60%	4,33%
Beta No Apalancado (Sectorial) [c]	0,81	0,76	0,98	0,74	0,64	0,70	0,79	0,61	0,69	0,75
Prima de Riesgo País (CRP) para Bolivia [d]	5,66%	5,12%	4,15%	5,00%	3,55%	5,33%	5,44%	9,49%	10,97%	13,35%
B. Otros Parámetros										
Tasa Impositiva Corporativa	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Tipo de Cambio (Bs./USD) - Cierre de Año [e]	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96	6,96

Fuente: FRED, Base de datos de Aswath Damodaran, BCB.

Para calcular con exactitud el Costo de la Deuda (Kd), se llevó a cabo un estudio detallado del financiamiento de la compañía. La Tabla 24 ofrece un resumen de la historia financiera de TELECEL S.A. y del cálculo anual del costo promedio ponderado de su deuda, el cual se basa en las tasas y montos de cada instrumento de deuda que aparecen en las Notas a los Estados Financieros anuales.

Tabla 24. Resumen del historial de financiamiento de TELECEL S.A.

Resumen del historial de financiamiento de TELECEL S.A. (Expresado en Bolivianos)									
Fuente de Fondo	Fecha de Desembolso	Fecha de Vencimiento	Tasa Activa	Monto	Fuente de Fondo	Fecha de Desembolso	Fecha de Vencimiento	Tasa Activa	Monto
FONDEO POR BANCA LOCAL					FONDEO POR BONOS				
Leasing - BISA Leasing S.A.	27/02/2014	27/02/2023	11%	8.364.203	BONOS TELECEL I	14/05/2012	02/04/2020	4,75%	1.360.000.000
Banco Mercantil Santa Cruz S.A.	06/04/2018	28/02/2025	4,30%	69.600.000	BONOS TELECEL II – Emisión 1 "Serie A"	04/11/2015	16/08/2020	4,05%	104.400.000
Banco BISA S.A.	12/04/2018	06/03/2025	4,30%	69.600.000	BONOS TELECEL II – Emisión 1 "Serie B"	04/11/2015	01/08/2023	4,85%	591.600.000
Banco Economico S.A.	11/01/2019	10/07/2019	4,50%	35.000.000	BONOS TELECEL II – Emisión 2 "Serie A"	11/08/2016	30/06/2024	3,95%	348.000.000
Banco Mercantil Santa Cruz S.A.	25/01/2019	24/07/2019	4,80%	30.870.000	BONOS TELECEL II – Emisión 2 "Serie B"	11/08/2016	04/06/2029	4,30%	174.000.000
Banco de Credito de Bolivia S.A.	25/01/2019	24/07/2019	4,50%	68.600.000	BONOS TELECEL II – Emisión 3 "Serie A"	10/10/2017	14/09/2022	4,30%	210.000.000
Banco de Crédito de Bolivia S.A.	15/11/2019	15/11/2023	4,50%	78.000.000	BONOS TELECEL II – Emisión 3 "Serie B"	10/10/2017	03/09/2024	4,70%	245.000.000
Banco Nacional de Bolivia S.A.	06/04/2020	03/10/2020	7,00%	100.000.000	BONOS TELECEL II – Emisión 3 "Serie C"	10/10/2017	24/08/2026	5,30%	92.000.000
Banco Ganadero S.A.	10/07/2020	30/06/2022	6,00%	48.000.100	BONOS TELECEL III	27/06/2019	09/08/2026	5,00%	418.980.000
Banco Económico S.A.	21/07/2020	11/07/2022	6,00%	40.000.100	BONOS TELECEL IV	27/06/2019	10/08/2024	4,60%	280.000.000
Banco de Credito de Bolivia S.A.	01/06/2021	01/06/2026	4,50%	78.000.000	BONOS TELECEL V	09/12/2020	12/05/2026	5,80%	345.000.000
Banco Nacional de Bolivia S.A	08/10/2021	26/03/2024	5,58%	103.000.000	BONOS TELECEL VI	04/08/2023	08/07/2028	6,00%	520.000.000
Banco Mercantil Santa Cruz S.A	21/10/2021	25/09/2026	5,50%	34.300.000					
Banco Economico S.A.	20/10/2021	24/09/2026	5,33%	43.904.000					
Banco Ganadero S.A.	29/03/2022	03/03/2027	5,60%	55.000.000					
Banco Fie S.A.	30/03/2022	04/03/2027	5,50%	45.000.000					
Banco Mercantil Santa Cruz S.A.	29/07/2022	03/07/2027	4,95%	28.000.000					
Banco BISA S.A.	29/07/2022	29/07/2027	4,75%	26.500.000					
Banco Nacional de Bolivia S.A.	23/02/2023	28/01/2028	5,50%	41.200.000					
Banco de Credito de Bolivia S.A.	27/02/2023	28/02/2028	5,50%	15.000.000					
Banco Ganadero S.A.	28/02/2023	29/02/2028	5,50%	11.000.000					
Banco Fie S.A.	26/05/2023	10/05/2028	5,50%	23.000.000					
Banco BISA S.A.	10/08/2023	31/07/2025	6,00%	137.200.000					
FONDEO POR BANCA INTERNACIONAL			1,20%	167.230.781					
Barclays Bank	12/06/2015	15/12/2022	0,40%	107.705.443					
Barclays Bank	15/06/2016	15/12/2022	2,64%	59.525.337					
TOTAL FONDEO BANCO LOCAL E INTERNACIONAL				1.356.369.183					

Fuente: Elaboración propia en base a las Notas a los Estados Financieros Auditados.

La Tabla 25 muestra el cálculo del costo promedio ponderado de la deuda para cada año, que se basa en las tasas y montos de cada instrumento de deuda que están reportados en las Notas a los Estados Financieros anuales.

Tabla 25. Cálculo del Kd costo de deuda promedio ponderado (2015-2024)

Kd Ponderado	2015		2016		2017		2018		2019	
	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa
Deuda según Balance General	1.754.671.804		2.139.130.327		2.471.011.085		2.216.440.981		2.461.928.934	
Deuda según Cálculos	1.754.671.812		2.139.130.325		2.471.011.083		2.216.440.981		2.461.928.937	
BANCA LOCAL	5.820.397	11,00%	5.221.991	11,00%	4.600.971	11,00%	143.108.075	4,48%	220.350.092	4,44%
Leasing - BISA Leasing S.A.	5.820.397	11,00%	5.221.991	11,00%	4.600.971	11,00%	3.908.075	11,00%	3.150.096	11,00%
Deudas Financieras Corto Plazo									41.394.600	
Deudas Financieras Largo Plazo							139.200.000	4,30%	175.805.396	4,34%
BANCA MULTILATERAL	106.359.052		119.002.866	4,92%	99.807.778	9,22%	80.243.817	4,65%		
Barclays Bank Corto Plazo	21.246.159	2,64%	21.246.159	2,64%	21.246.298	2,64%	21.246.298	2,64%		
Barclays Bank Largo Plazo	85.112.893	0,00%	97.756.708	5,42%	78.561.480	11,00%	58.997.519	5,37%		
FONDEO POR BONOS	1.624.442.633	4,74%	1.983.175.969	4,61%	2.329.240.650	4,61%	1.949.944.217	4,61%	2.200.398.439	4,65%
Financiamiento corto plazo	160.678.470	4,74%	173.897.103	4,61%	376.157.759	4,61%	445.534.461	4,61%	475.714.643	4,65%
Financiamiento largo plazo	1.463.764.163		1.809.278.866		1.953.082.892		1.504.409.756		1.724.683.796	
Intereses por Pagar	18.049.730		31.729.499		37.361.684		43.144.873		41.180.406	
Monto Total y Tasa Ponderada	1.736.622.082	4,50%	2.107.400.826	4,64%	2.433.649.399	4,81%	2.173.296.108	4,60%	2.420.748.531	4,63%

Kd Ponderado	2020		2021		2022		2023		2024	
	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa
Deuda según Balance General	2.378.305.489		2.188.251.289		1.832.355.322		1.719.281.971		1.071.314.370	
Deuda según Cálculos	2.378.305.491		2.188.251.290		1.832.355.322		1.719.281.971		1.071.314.370	
BANCA LOCAL	259.454.776	5,42%	374.128.334	4,88%	442.669.487	4,94%	428.402.675	5,19%	157.801.342	
Leasing - BISA Leasing S.A.	2.271.306	11,00%	1.257.637	11,00%						
Deudas Financieras Corto Plazo	83.523.793	5,37%	76.466.673	4,86%	102.532.138	4,94%			139.166.75	4,96%
Deudas Financieras Largo Plazo	173.659.677		296.404.024		340.137.349		428.402.675	5,19%	143.884.667	
BANCA INTERNACIONAL										
Barclays Bank Corto Plazo										
Barclays Bank Largo Plazo										
FONDEO POR BONOS	2.069.683.229	4,75%	1.766.190.960	4,75%	1.355.776.457	4,75%	1.269.846.173	4,94%	899.467.726	
Financiamiento corto plazo	305.097.078	4,75%	419.097.082	4,75%	481.773.601	4,75%	370.607.026	4,94%	300.046.200	5,45%
Financiamiento largo plazo	1.764.586.151		1.347.093.878		874.002.856		899.239.147		599.421.526	
Intereses por Pagar	49.167.486		47.931.996		33.909.378		21.033.123		14.045.302	
Monto Total y Tasa Ponderada	2.329.138.004	4,82%	2.140.319.294	4,77%	1.798.445.944	4,80%	1.698.248.848	5,00%	1.043.352.393	5,45%

Fuente: Elaboración propia en base a las Notas a los Estados Financieros Auditados.

5.3.2. Cálculo del Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC)

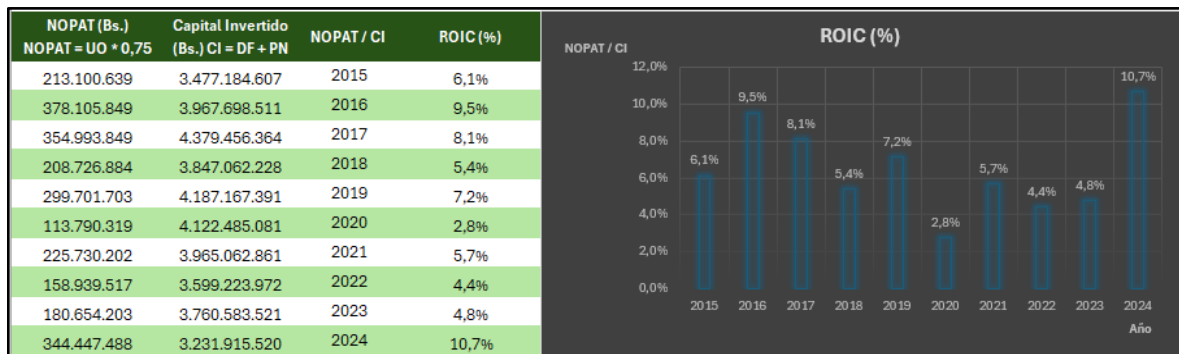
Una de las medidas más relevantes y reveladoras de la eficacia financiera es el rendimiento sobre capital invertido (ROIC), porque evalúa la rentabilidad generada en relación con todo el capital con costo utilizado en el negocio, que incluye tanto a la deuda como al patrimonio. Se calcula dividiendo la utilidad operativa neta después de impuestos (NOPAT) por el capital total invertido.

El ROIC, a diferencia del Retorno sobre el Patrimonio (ROE), que puede ser alterado por el grado de apalancamiento, separa la eficiencia de las operaciones fundamentales de la

compañía de las decisiones financieras. Así, contesta a una pregunta esencial: ¿con qué eficacia está utilizando la gerencia el capital total que tiene disponible para producir beneficios operativos?

Un ROIC bajo o en declive puede señalar una eficiencia operativa reducida o inversiones con poco rendimiento, mientras que uno alto indica que la compañía está obteniendo un alto beneficio de sus inversiones en activos. Dentro del análisis de creación de valor, la rentabilidad que se compara directamente con el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) es el ROIC. Una compañía solo genera valor si su ROIC supera al WACC.

Tabla 26. Rendimiento sobre Capital Invertido (ROIC) (2016-2023)



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

Como se puede observar en la Tabla 26, el ROIC asciende al 9,5 por ciento en 2016 y desciende hasta el 4,8 por ciento en 2023. En 2020, el valle es registrado con un 2.8 por ciento. El hecho de que este ratio haya disminuido en general indica que, durante el período, la eficiencia de la compañía en cuanto al empleo de su capital total para producir beneficios operativos ha ido a la baja. Dado que este indicador separa el rendimiento operativo de la estructura de financiamiento, ofrece un fundamento para el análisis posterior del Valor Económico Agregado.

5.3.3. Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)

El Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) es una de las métricas más utilizadas en las finanzas corporativas, ya que indica la "tasa de valla" mínima que la empresa debe superar para generar valor para sus inversionistas. Este indicador resume el coste de todas las fuentes de financiación de la empresa (deuda y patrimonio) ponderadas por su peso en la estructura de capital.

Para hallar el WACC anual se calcularon sus dos componentes principales:

- Costo del Patrimonio (Ke): Se determinó aplicando el modelo CAPM extendido, que incluye la tasa libre de riesgo, el beta apalancado de la empresa, la prima de riesgo de mercado y la prima por riesgo país específica de Bolivia.
- Costo de la deuda (Kd): Se calculó a partir del costo ponderado de la deuda, en función de los saldos y tasas de interés de los pasivos financieros de TELECEL S.A.

Tabla 27. Componentes y Cálculo del WACC (2015-2024)

Línea de Cálculo	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Dic. 2018	Dic. 2019	Dic. 2020	Dic. 2021	Dic. 2022	Dic. 2023	Dic. 2024
Cálculo del Costo del Patrimonio (Ke)										
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	2,14%	1,84%	2,33%	2,91%	2,14%	0,89%	1,45%	2,95%	3,96%	4,21%
Beta Apalancado de TELECEL	1,24	1,02	1,23	0,91	0,88	1,01	1,25	0,99	1,09	0,92
Prima de Riesgo de Mercado (ERP)	6,25%	5,69%	5,08%	5,96%	5,20%	4,72%	4,24%	5,94%	4,60%	4,33%
Prima de Riesgo País (CRP)	5,66%	5,12%	4,15%	5,00%	3,55%	5,33%	5,44%	9,49%	10,97%	13,35%
Costo del Patrimonio (Ke)	15,56%	12,77%	12,75%	13,34%	10,26%	10,99%	12,21%	18,32%	19,94%	21,56%
Cálculo del Costo de la Deuda (Kd)										
Gastos Financieros (TELECEL)	-75.981.217	-129.244.315	-128.375.068	-150.910.060	-197.239.693	-171.034.915	-151.140.121	-127.947.599	-181.977.666	-298.923.463
Deuda Financiera Total (TELECEL)	1.754.671.804	2.139.130.327	2.471.011.085	2.216.440.981	2.461.928.934	2.378.305.489	2.188.251.289	1.832.355.322	1.719.281.971	1.071.314.370
Costo de la Deuda antes de Impuestos (Kd)	4,33%	6,04%	5,20%	6,81%	8,01%	7,19%	6,91%	6,98%	10,58%	27,90%
(Kd) Ponderado	4,50%	4,39%	4,46%	4,46%	4,63%	4,82%	4,77%	4,80%	5,00%	5,45%
Cálculo del WACC										
Valor de Mercado del Patrimonio (E)	2.456.594.940	4.625.148.338	7.076.440.739	6.948.049.233	4.881.681.407	4.024.477.731	2.781.901.889	2.247.089.925	2.210.129.368	3.377.731.450
Valor de Mercado de la Deuda (D)	1.754.671.804	2.139.130.327	2.471.011.085	2.216.440.981	2.461.928.934	2.378.305.489	2.188.251.289	1.832.355.322	1.719.281.971	1.071.314.370
Valor Total de la Empresa (V = E + D)	4.211.266.744	6.764.278.665	9.547.451.824	9.164.490.214	7.343.610.341	6.402.783.220	4.970.153.178	4.079.445.247	3.929.411.339	4.449.045.820
Ponderación del Patrimonio (E/V)	58,33%	68,38%	74,12%	75,81%	66,48%	62,86%	55,97%	55,08%	56,25%	75,92%
Ponderación de la Deuda (D/V)	41,67%	31,62%	25,88%	24,19%	33,52%	37,14%	44,03%	44,92%	43,75%	24,08%
WACC (A)	10,49%	9,77%	10,31%	10,92%	7,99%	8,25%	8,41%	11,71%	12,86%	17,35%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros Auditados.

Los resultados anuales del cálculo del Ke, Kd y WACC para el período 2015-2024 se muestran en la Tabla 27. Al interpretar dicha tabla, se puede observar que el WACC de TELECEL S.A. ha ido en aumento, desde un 10,49 por ciento en el año 2015 hasta un 17,35 por ciento en el año 2024. Este aumento se explica principalmente por el aumento del Riesgo País, que encareció el costo de oportunidad del capital para la empresa.

5.3.4. Determinación y Análisis del Valor Económico Agregado (EVA)

Con base en los datos presentados en las secciones previas, en las que se calculó el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) y el Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC), se realizó la estimación final del Valor Económico Agregado (EVA) para cada año del intervalo estudiado.

El EVA mide, en términos monetarios, si la compañía ha producido una rentabilidad mayor a su costo de capital. Se estima multiplicando el capital invertido por la diferencia de valor, que se obtiene restando el WACC del ROIC. La Tabla 28 presenta el proceso de manera detallada y clara.

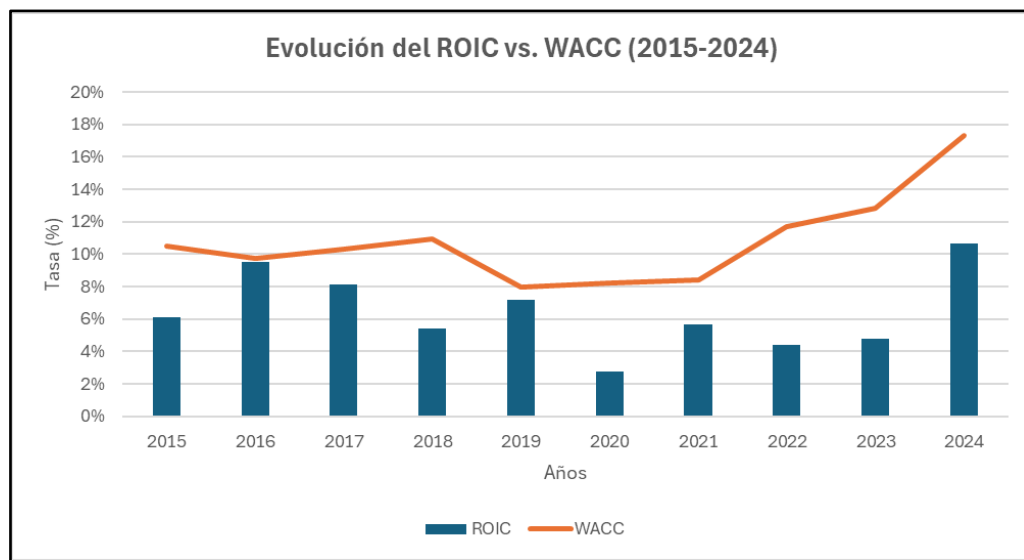
Tabla 28. Diagnóstico de Creación de Valor (2015-2024)

Diagnóstico de Creación de Valor										
Utilidad Operativa (EBIT)	284.134.185	504.141.132	473.325.132	278.302.512	399.602.271	151.720.425	300.973.602	211.919.356	240.872.271	459.263.317
NOPAT (TELECEL)	213.100.639	378.105.849	354.993.849	208.726.884	299.701.703	113.790.319	225.730.202	158.939.517	180.654.203	344.447.488
Capital Invertido (TELECEL)	3.477.184.607	3.967.698.511	4.379.456.364	3.847.062.228	4.187.167.391	4.122.485.081	3.965.062.861	3.599.223.972	3.760.583.521	3.231.915.520
ROIC (NOPAT/Cap Inv)	6,13%	9,53%	8,11%	5,43%	7,16%	2,76%	5,69%	4,42%	4,80%	10,66%
Diferencial de Valor (ROIC-WACC)	-4,36%	-0,24%	-2,21%	-5,50%	-0,83%	-5,49%	-2,72%	-7,29%	-8,05%	-6,70%
EVA (Dif Valor * Cap Inv)	-151.518.939	-9.668.312	-96.683.771	-211.533.325	-34.671.924	-226.426.360	-107.749.809	-262.452.438	-302.873.143	-216.430.332

Fuente: Elaboración propia en base a las tablas de datos precedentes.

Los gráficos que se presentan a continuación muestran los hallazgos principales para que sea más fácil interpretar la densa información cuantitativa de la tabla anterior. El Gráfico 2 muestra la conexión esencial entre el retorno sobre el capital invertido (ROIC) que produce la compañía y el costo del capital que tuvo que desembolsar para generarlo (WACC). La diferencia entre estas dos líneas representa el "diferencial de valor", que es lo que realmente impulsa el desempeño económico.

Gráfico 2. Evolución del ROIC vs. WACC (2015-2024)

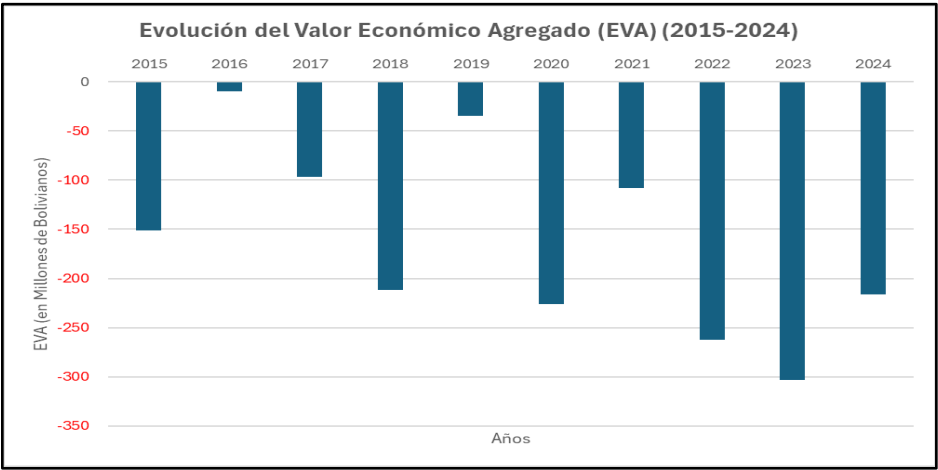


Fuente: Elaboración propia en base a la Tabla 26 y 27.

La relación entre el costo de capital (WACC) y la rentabilidad operativa de la empresa (ROIC), como muestra el Gráfico 2, pone de manifiesto la razón principal por la que se destruye el valor. A lo largo de todo el periodo estudiado, que va de 2015 a 2024, el ROIC ha permanecido de manera constante por debajo del WACC. Este descubrimiento es el fundamento del diagnóstico: a lo largo de la última década, la compañía nunca fue capaz de producir una rentabilidad operativa que alcanzara para cubrir el costo de oportunidad del capital utilizado.

El "diferencial de valor", que es la diferencia entre las dos métricas, ha sido constantemente negativa. Se nota que el WACC ha tenido una tendencia general de crecimiento, especialmente marcada en los años recientes, lo que ha hecho que la "tasa de valla" que debe sobrepasar el ROIC aumente. A pesar de que el ROIC alcanzó un máximo en 2016 y evidenció una recuperación en 2024, estos empeños no han bastado para cerrar la brecha negativa, lo que ha resultado en una destrucción sistemática del valor, como se cuantifica a continuación.

Gráfico 3. Evolución del Valor Económico Agregado (EVA) (2015-2024)



Fuente: Elaboración propia en base a la Tabla 28.

El Gráfico 3 muestra el análisis del Valor Económico Agregado (EVA), que cuantifica en términos monetarios el efecto de la diferencia de valor negativa y valida la evolución económica de la compañía: Durante el periodo de 2015 a 2024, TELECEL S.A. se ha dedicado sistemáticamente a destruir valor.

Se aprecia que el resultado del EVA ha sido negativo en las diez gestiones examinadas. El periodo se inicia con una pérdida de valor de -152 millones de bolivianos en el año 2015. Aunque hubo años con pérdidas menores, como 2016 (-10 millones) y 2019 (-35 millones), la tendencia general ha sido un agravamiento en la destrucción de valor.

Los últimos tres años analizados son especialmente reveladores, pues presentan las pérdidas económicas más altas de la década. En 2023, la destrucción de valor llegó a su nivel más grave, con un EVA de -303 millones de bolivianos. Este resultado, que contrasta fuertemente con las ganancias netas contables que la compañía pudo haber reportado en

algunos de esos años, evidencia lo esencial que es el análisis de EVA para mostrar la verdadera situación financiera y la salud a largo plazo de la empresa.

5.4. Resumen del Capítulo

Se ha llevado a cabo una evaluación detallada de la situación de TELECEL S.A. en el capítulo actual, fusionando un análisis financiero convencional con una valoración del valor creado durante el periodo 2015-2024.

En la primera sección del capítulo se definió el marco institucional y estratégico, corroborando la posición de liderazgo en el mercado boliviano de la compañía. Después, mediante una revisión exhaustiva de sus flujos y ratios, el análisis financiero tradicional demostró que la compañía, en términos operativos, era sólida y que contaba con una administración eficaz del capital de trabajo, puesto que su ciclo de caja era constantemente negativo. No obstante, este mismo análisis reveló que la rentabilidad contable se caracteriza por una notable volatilidad y un descenso en sus principales indicadores de rendimiento, como el ROE y el ROA.

El análisis de Valor Económico Agregado (EVA), logró aclarar las ambigüedades del análisis convencional y proporcionó una conclusión económica clara. Los resultados confirmaron de forma definitiva que la empresa ha sido, a lo largo del periodo 2015-2024, una destructora sistemática de valor. Se observó que su retorno sobre el capital invertido (ROIC) ha sido, de manera constante, más bajo que su costo de capital (WACC).

Este descubrimiento esencial, que se opone a las utilidades contables positivas reportadas en diversas gestiones, destaca la relevancia del análisis de EVA para mostrar el estado financiero real de la compañía. La historia que surge no es la de una compañía con dificultades de liquidez, sino la de una cuyos ingresos operativos no han sido capaces de superar la elevada "tasa de valla" establecida por su costo del capital, lo que ha llevado a un desgaste constante del patrimonio de sus inversores. En el capítulo siguiente se trató a fondo las consecuencias de esta sistemática destrucción de valor.

CAPÍTULO VI

DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

6.1. Introducción a la Discusión

Los resultados cuantitativos del rendimiento de TELECEL S.A. desde dos enfoques, el análisis financiero convencional y el análisis de creación de valor económico (EVA), se mostraron en el capítulo V. La discusión e interpretación crítica de estos hallazgos es el tema de este capítulo. La meta es ir más allá de las cifras para analizar sus consecuencias estratégicas, contrastar los resultados que provienen de distintas metodologías y poner en contexto el rendimiento de la compañía. Se pretende responder a la cuestión de por qué el análisis de EVA proporciona una perspectiva del desempeño que no solo es distinta, sino además más alta que la proporcionada por los ratios contables; también se indagó qué enseñanzas gerenciales pueden derivarse del diagnóstico histórico realizado.

6.2. Contraste del EVA frente a las Métricas Contables Tradicionales

Una de las teorías fundamentales de este estudio es que el Valor Económico Agregado (EVA) es un indicador de rendimiento mejor que el Retorno sobre el Patrimonio (ROE), que se usa con más frecuencia como medida de rentabilidad para los accionistas. El EVA, a diferencia del ROE, toma en cuenta el costo de todo el capital, lo que incluye el costo implícito del patrimonio; en cambio, el ROE puede estar sobrestimado debido al apalancamiento financiero. La Tabla 29 compara la evolución de ambos indicadores durante el período de estudio para evidenciar empíricamente esta diferencia en el caso de TELECEL.

Tabla 29. Comparación de ROE vs. Diferencial de Valor (ROIC - WACC) (2015-2024)

Año	ROE (%)	ROIC (%)	WACC (%)	Diferencial (ROIC-WACC)	Análisis de Señales
2015	18,56%	6,13%	10,49%	-4,36%	Señal Divergente
2016	16,72%	9,53%	9,77%	-0,24%	Señal Divergente
2017	16,75%	8,11%	10,31%	-2,21%	Señal Divergente
2018	4,16%	5,43%	10,92%	-5,50%	Señal Divergente
2019	12,47%	7,16%	7,99%	-0,83%	Señal Divergente
2020	-2,58%	2,76%	8,25%	-5,49%	Señal Consistente (Ambos negativos)
2021	3,94%	5,69%	8,41%	-2,72%	Señal Divergente
2022	-0,56%	4,42%	11,71%	-7,29%	Señal Consistente (Ambos negativos)
2023	13,44%	4,80%	12,86%	-8,05%	Señal Divergente
2024	5,52%	10,66%	17,35%	-6,70%	Señal Divergente

Fuente: Elaboración propia en base a la Tabla de Diagnóstico y Estados Financieros TELECEL S.A.

El análisis comparativo de la Tabla 29 muestra una discrepancia de las indicaciones y evidencia lo erróneo que es depender solamente de los indicadores contables. En ocho de los diez años estudiados, la compañía reportó un ROE positivo, lo que le indicó a los accionistas que su capital estaba produciendo una ganancia contable. Este ROE fue incluso mayor al 10 por ciento en años como 2015, 2016, 2017 y 2019.

No obstante, el análisis del diferencial de valor (WACC - ROIC) para esos mismos años presenta una situación totalmente contraria y preocupante: un diferencial negativo durante todos los años de la etapa. Esto quiere decir que, a pesar de que en casi todos los años se obtuvo un beneficio para el accionista en términos contables, la rentabilidad operativa real del negocio (ROIC) no alcanzó para compensar el coste total del capital (WACC), lo que llevó a una pérdida de valor económico.

El caso de 2017 es especialmente representativo para este estudio y requiere un análisis más detallado. La empresa reportó un ROE muy alto del 16,75 por ciento durante esa gestión. Desde la perspectiva contable tradicional, este número indicaría un rendimiento excepcional para los accionistas. No obstante, el análisis de valor muestra un panorama económico contrario: una diferencia de valor negativa de -2,21 por ciento, lo que señala que se ha destruido valor.

Esta discrepancia se debe a dos elementos esenciales que el ROE no refleja:

El impacto del apalancamiento: El nivel de endeudamiento es extremadamente sensible al ROE. Un apalancamiento elevado tiene la capacidad de hacer más grandes los rendimientos sobre el patrimonio, aun si la rentabilidad operativa del negocio subyacente es baja. La rentabilidad operativa real (ROIC) alcanzó únicamente el 8,11 por ciento en 2017. La estructura de la deuda fue en gran medida responsable del elevado ROE, que fue un espejismo financiero.

El costo de oportunidad del capital: El ROE no tiene en cuenta el costo del capital patrimonial. La evaluación del WACC para 2017 estableció un costo de capital total de 10,31 por ciento. La compañía no logró producir lo necesario para cubrir el costo de oportunidad de sus inversionistas, destruyendo valor en el proceso, cuando se equipara la rentabilidad

operativa real (ROIC del 8,11 por ciento) con el costo real del capital (WACC del 10,31 por ciento).

Entonces, el caso de 2017 prueba de manera concluyente que el ROE puede ser un indicador engañoso, ya que camufla una economía con un rendimiento deficiente tras un alto apalancamiento financiero. Dado que el EVA se basa en la diferencia entre el ROIC y el WACC, corrige esta distorsión y proporciona una evaluación más sincera y rigurosa de la gestión.

6.3. Implicaciones Gerenciales del Diagnóstico de Valor

El análisis histórico del EVA, que demuestra una destrucción sistemática de valor, no es un juicio contra la compañía; más bien, se trata de un diagnóstico que proporciona lecciones cruciales para la gestión estratégica en el futuro. El análisis de la evolución del EVA, el ROIC y el WACC en los últimos diez años posibilita deducir las razones subyacentes de este rendimiento y señalar los factores clave para revertir la tendencia.

La conclusión más importante es que la compañía ha funcionado en lo que se podría calificar como una "trampa de crecimiento no rentable". Esta con el fin de mantener su competitividad en la industria de telecomunicaciones, se ha visto forzada a hacer inversiones grandes y sostenidas en activos fijos (CAPEX), lo que ha aumentado de manera incesante su base de capital invertido. No obstante, los retornos operativos que estas nuevas inversiones han producido (el NOPAT) no han aumentado en la misma medida, lo que ha llevado a una contracción y eventual descenso del ROIC.

A la vez, el costo de capital (WACC) ha permanecido alto, con una influencia significativa del riesgo país de Bolivia. Ha sido ineludible que la combinación de un ROIC en descenso y un WACC elevado conduzca a una diferencia de valor negativa, lo cual ha llevado a la destrucción del EVA.

Es evidente la repercusión para la gerencia: la estrategia no puede enfocarse solamente en incrementar los ingresos o la participación de mercado. Gestionar de manera activa el diferencial de valor debe ser la prioridad. Esto conlleva una transformación de paradigma:

1. **Desde el punto de vista del ROIC:** Es necesario establecer procesos de disciplina de capital más riguroso, en el que cada proyecto de inversión nuevo se evalúe no solamente por su capacidad de generar ingresos, sino también por la repercusión marginal que tendrá sobre el ROIC.
2. **Desde el punto de vista del WACC:** Aunque el Riesgo País es un elemento externo, la compañía debe perfeccionar de manera constante su estructura de capital para reducir al mínimo el costo de las fuentes de financiamiento que sí tiene bajo control.

6.4. Limitaciones del Análisis

Es fundamental reconocer las limitaciones propias de este estudio para sostener la transparencia y el rigor académico, pues ello abre caminos para investigaciones futuras.

- **Estimación del Valor del Patrimonio:** Como TELECEL S.A. no está listado en bolsa, se calculó el Valor de Mercado del Patrimonio (E) usando a su matriz Millicom como referencia. Aunque esta es una metodología estándar, conlleva un margen de error en comparación con obtener un valor de mercado directo.
- **Estimación del Costo de la Deuda:** A pesar de que se empleó un método de Kd ponderado, el mismo se fundamenta en las tasas y saldos que aparecen en los Estados Financieros, y no necesariamente en el coste de mercado de la deuda en cada instante.
- **Carácter Retrospectivo:** Este análisis es de carácter histórico. No se tiene en cuenta la información que la gerencia pudo haber tenido cuando tomo las decisiones.

El hecho de que se reconozcan estas limitaciones no invalida los hallazgos, sino que simplemente los coloca dentro de un marco de supuestos razonables y honestos.

CAPÍTULO VII

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

7.1. Conclusiones

Habiendo completado el análisis de los datos, se presentan las siguientes conclusiones derivadas de la presente investigación:

- Se logró crear una sólida base empírica al combinar la información de los estados financieros auditados de TELECEL S.A. con los datos del mercado de su matriz Millicom y parámetros macroeconómicos obtenidos de fuentes académicas reconocidas.
- Se concluye que el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) de TELECEL S.A. ha mantenido un nivel alto y en aumento, subiendo del 10,49 por ciento en 2015 hasta llegar al 17,35 por ciento en 2024. La Prima de Riesgo País de Bolivia ha tenido un fuerte impacto sobre este alto costo del capital, lo que ha generado una "tasa de valla" muy rigurosa para la creación de valor.
- El análisis del Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) mostró una elevada inestabilidad y una tendencia general a la baja en el periodo estudiado. La eficiencia operativa de la compañía para producir retornos a partir de su base de capital se ha degradado, a pesar de picos como el 9,53 por ciento en 2016, llegando a un mínimo del 2,76 por ciento en el año 2020.
- Como resultado inmediato de los puntos mencionados anteriormente, la conclusión principal de esta tesis es que TELECEL S.A. ha eliminado valor económico de manera sistemática entre 2015 y 2024. El diferencial de valor (ROIC - WACC) se mantuvo constantemente negativo, lo que produjo un Valor Económico Agregado (EVA) negativo durante cada uno de los diez años estudiados, con una disminución del valor que se ha intensificado en los últimos ejercicios.
- Se acepta la Hipótesis Nula (H_0) y se rechaza la Hipótesis Alternativa (H_1), que afirmaba un impacto positivo y sostenido en el valor, debido a los resultados previos, que evidencian una diferencia de valor consistentemente negativa. A través de la investigación se ha comprobado que el desempeño operativo ajustado por riesgo tuvo

un efecto negativo en el Valor Económico Agregado de TELECEL S.A. a lo largo de todo el periodo estudiado.

- Desde la perspectiva de la gestión basada en valor, se establece que el rendimiento de la empresa ha sido inadecuado. Aunque opera con solvencia, su modelo de negocio es económicamente insostenible bajo la actual estructura de costos y capital, pues no produce los rendimientos requeridos para retribuir a sus inversores por el capital usado, lo que provoca un constante desgaste de la riqueza.

7.2. Recomendaciones

Las siguientes sugerencias estratégicas para la gestión de TELECEL S.A. y como orientación para investigaciones futuras se derivan de las conclusiones anteriores:

Para la administración de TELECEL S.A.:

- Establecer un Sistema de Gestión Basado en Valor: Es aconsejable que la administración de TELECEL S.A. no se limite solo al cálculo y asuma el EVA como un sistema completo de gestión. Esto significa acciones tangibles y específicas:
 - Integración en el informe gerencial: El EVA debe ser incluido en los reportes de gestión que se elaboran cada mes y cada tres meses, mostrándose al lado de los indicadores tradicionales. La Dirección de Planificación Financiera o la Gerencia de Finanzas son las encargadas directas de calcular y reportar.
 - Implementación de controles periódicos: Para detectar los motivos de la eliminación de valor y adoptar acciones correctivas, la alta dirección, tiene que examinar periódicamente (mínimo cada tres meses) el progreso del EVA y sus elementos (WACC y ROIC).
 - Análisis del proceso de inversión (CAPEX): Es obligatorio que en todas las propuestas de inversión importantes se incluya un análisis de su impacto proyectado en el EVA. Únicamente deberían ser aprobados proyectos que tengan una alta probabilidad de producir un ROIC marginal que supere el WACC de la empresa.
 - Comunicación a los inversores: Para ajustar las expectativas de desempeño a la creación de valor económico real, es necesario que el análisis del EVA se incluya en la comunicación con la casa matriz (Millicom) y otros inversores.

Para investigaciones futuras:

- Crear un modelo de simulación de riesgo y predictivo. Este análisis ha tenido un carácter retrospectivo. Se sugiere que una línea de investigación futura use los resultados de este diagnóstico como fundamento para desarrollar un sistema prospectivo que emplee la Simulación Monte Carlo con el fin de analizar la relación riesgo-retorno en futuras decisiones de inversión en contextos inciertos.
- Llevar a cabo un análisis de optimización de la estructura del capital. Considerando el alto costo del capital, sería muy valioso llevar a cabo una investigación para establecer cuál es la combinación ideal de patrimonio y deuda que podría reducir el WACC de TELECEL S.A. dentro del mercado boliviano.
- Realizar un análisis comparativo del sector (Benchmarking). Para llevar a cabo un análisis comparativo de la eficiencia en cuanto a la creación de valor en todo el sector telecomunicaciones, sería extremadamente útil replicar este método analítico de EVA para los demás operadores del mercado boliviano (Nuevatel PCS de Bolivia S.A. y ENTEL S.A.).

BIBLIOGRAFÍA

- Bnamericas. (s.f.). *Perfil de la empresa Nuevatel Bolivia*. Recuperado el 29 de agosto de 2025, de <https://www.bnamericas.com/es/perfil-empresa/nuevatel-bolivia>
- BNB Valores S.A. (2023). *Prospecto de emisión 2023*. Bolsa Boliviana de Valores. <https://servicios.bbv.com.bo:10443/api/cargaArchivos/descargarprospecto/8839a80d-4ae1-4553-8ebe-b4aa31105aec/P>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2016). *Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications – The 2016 edition*. New York University, Stern School of Business. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2742186
- Entel S.A. (s.f.-a). *Historia*. Recuperado el 29 de agosto de 2025, de <https://institucional.entel.bo/inicio3.0/index.php/presentacion1/historia>
- Entel S.A. (s.f.-b). *Memorias institucionales*. Recuperado el 29 de agosto de 2025, de <https://institucional.entel.bo/inicio3.0/index.php/planificacion-informes/memorias-2018-2020/memoria-institucional-2024>
- Espinoza de la Cruz, H. I. (2022). *El valor económico agregado y la rentabilidad en la empresa mype de servicio textil Villa Text S.A.C. Villa El Salvador, 2019-2021* [Tesis de licenciatura, Universidad Tecnológica del Perú]. Repositorio Institucional UTP. <https://hdl.handle.net/20.500.12867/8034>
- Gelos, R. G., & Roldos, J. (2004). Consolidation and market structure in emerging market banking systems. *Emerging Markets Review*, 5(1), 39–59. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2003.12.001>
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la investigación* (6ª ed.). McGraw-Hill Education.
- Higgins, R. C. (2018). *Analysis for financial management* (12th ed.). McGraw-Hill Education.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Mendizabal Flores, M. S. (2010). *El valor económico agregado como indicador estratégico de medición del rendimiento de la inversión empresarial, para la toma de decisiones* [Proyecto de grado, Universidad Mayor de San Andrés]. Repositorio Institucional UMSA. <http://repositorio.umsa.bo/xmlui/handle/123456789/28737>
- Neira Mamani, Y. K. (2022). *Aplicación del valor económico agregado (EVA) para la determinación de la rentabilidad de la empresa Electro Puno S.A. A periodo 2020-2021* [Tesis de licenciatura, Universidad Privada San Carlos]. Repositorio Institucional ALICIA Concytec. <http://repositorio.upsc.edu.pe/handle/UPSC/407>
- O'Byrne, S. F. (1996). EVA® and market value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1), 116–125. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1996.tb00109.x>
- Pacific Credit Rating. (2025a). *Informe de calificación de riesgo: Nuevatel PCS de Bolivia S.A. (Septiembre 2025)*. Bolsa Boliviana de Valores. <https://servicios.bbv.com.bo:10443/api/cargaArchivos/descargarinformecalificacion/e590ded0-dcbf-46ca-82ad-9b82e4c9f676>
- Pacific Credit Rating. (2025b). *Informe de calificación de riesgo: Nuevatel PCS de Bolivia S.A. (Septiembre 2025)*. Bolsa Boliviana de Valores. <https://servicios.bbv.com.bo:10443/api/cargaArchivos/descargarinformecalificacion/355e292c-1469-4638-aac9-5f88a809bb9e>
- Pacific Credit Rating. (2025c). *Informe de calificación de riesgo: Nuevatel PCS de Bolivia S.A. (Septiembre 2025)*. Bolsa Boliviana de Valores. <https://servicios.bbv.com.bo:10443/api/cargaArchivos/descargarinformecalificacion/6141ec4d-4d10-4a86-b0fc-22fad051d4ee>
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. The Free Press.
- Romero Montoya, M. E. (2019). *Valoración financiera de una empresa de telecomunicaciones en Ecuador* [Tesis de maestría, Escuela Superior Politécnica del Litoral]. DSpace ESPOL. <http://www.dspace.espol.edu.ec/handle/123456789/46739>

- Savvides, S. C. (1994). *Risk analysis in investment appraisal*. Munich Personal RePEc Archive. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/10035/1/risk_analysis_in_investment_appraisal.pdf
- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: The EVA management guide*. HarperBusiness.
- Tigo. (s.f.). *Conócenos*. Recuperado el 10 de septiembre de 2025, de <https://www.tigo.com.bo/mundo-tigo/conocenos/quien-es-tigo>
- Verizon. (s.f.). *Annual reports*. Recuperado el 10 de septiembre de 2025, de <https://www.verizon.com/about/investors/annual-report>

ANEXOS

Anexo 1: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2015)

Anexo 1.1: Balance General 2015

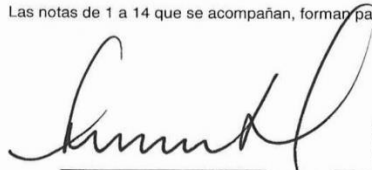
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2015	2014 (Reexpresado)
ACTIVO CORRIENTE		
Disponibilidades (Nota 5.a)	546.277.575	253.904.109
Inversiones temporarias	40.709	4.388.583
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	222.551.858	269.684.888
Cuentas por cobrar con Entel S.A. (Nota 5.c)	13.337.757	46.118.688
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	39.242.746	32.248.569
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	213.632.878	286.764.507
Inventario	63.348.118	65.415.364
Total activo corriente	1.098.431.641	958.524.708
ACTIVO NO CORRIENTE		
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	76.560.000	79.816.740
Impuesto diferido (Nota 5.f)	260.621.364	239.281.711
Activo fijo (Nota 5.g)	2.721.730.812	2.668.834.993
Activos intangibles (Nota 5.h)	769.240.189	633.221.907
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	29.193.890	23.529.016
Total activo no corriente	3.857.346.255	3.644.684.367
TOTAL ACTIVO	4.955.777.896	4.603.209.075
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PASIVO CORRIENTE		
Deudas comerciales (Nota 5.j)	518.088.464	638.456.917
Cuentas por pagar con Entel S.A. (Nota 5.c)	2.585.252	36.545.798
Deudas financieras (Nota 5.k)	200.529.832	199.434.581
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	109.399.183	52.801.254
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	242.104.757	203.030.575
Ingresos diferidos	137.998.551	130.382.515
Total pasivo corriente	1.210.706.039	1.260.651.640
PASIVO NO CORRIENTE		
Deudas financieras (Nota 5.k)	1.554.141.972	976.834.127
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	200.538.455	372.846.661
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	44.128.272	42.911.513
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.m)	159.262.236	141.648.906
Previsión para indemnizaciones	64.488.119	55.737.977
Total pasivo no corriente	2.022.559.054	1.589.979.184
TOTAL PASIVO	3.233.265.093	2.850.630.824
PATRIMONIO NETO (Según estado respectivo)	1.722.512.803	1.752.578.251
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	4.955.777.896	4.603.209.075

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Patricia Magarzo
Gerente Financiero


Lic. Ruben Mercado
Contador



Anexo 1.2: Estado de Resultados 2015

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2015	2014 (Reexpresado y reclasificado)
Ventas netas de servicio (Nota 5.n)	3.668.031.036	3.501.920.885
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.o)	(926.155.655)	(946.795.737)
	2.741.875.381	2.555.125.148
Menos:		
Gastos administrativos	(467.500.785)	(437.081.975)
Gastos de ventas	(450.014.941)	(393.223.391)
Gastos operativos	(490.432.715)	(466.968.518)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(689.167.253)	(639.748.307)
Servicio de asistencia técnica	(360.625.502)	(343.407.076)
Ganancia operativa	284.134.185	274.695.881
Más (Menos):		
Gastos financieros	(75.981.217)	(79.173.813)
Intereses ganados	5.727.197	553.489
Otros egresos	(400.496)	(5.544.069)
Resultado en inversiones permanentes	(21.375.080)	(30.648.386)
Diferencia de cambio	396.738	(910.077)
Ajuste por inflación y tenencia de bienes	60.975.472	104.028.298
Ganancia antes del Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas	253.476.799	263.001.323
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido e Impuesto a las Transacciones (Nota 5.f)	(133.917.494)	(91.703.886)
Ganancia neta del ejercicio	119.559.305	171.297.437

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.

Lic. Pablo Guardia
Gerente General

Patricia Magarzo
Gerente Financiero

Lic. Ruben Mercado
Contador

Anexo 1.3: Estado de Flujo de Efectivo 2015

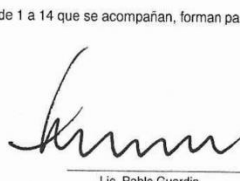
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

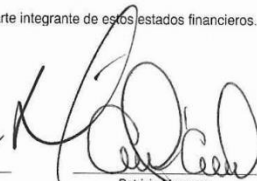
ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2015	2014 (Reexpresado y reclasificado)
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Ganancia neta del ejercicio	119.559.305	171.297.436
Ajustes para conciliar la ganancia neta del ejercicio con los flujos de efectivo generados por las operaciones:		
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	689.167.253	639.748.308
Provisión para incobrables	48.904.057	32.227.717
Provisión por obsolescencia de inventarios	3.976.561	1.445.679
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido	20.314.620	26.198.648
Provisión para beneficios sociales	20.407.423	20.941.680
Efecto del ajuste por inflación por movimientos patrimoniales	(285.152)	-
Ajuste a resultados acumulados	-	(45.185.085)
Pérdida en inversiones	21.375.080	30.648.386
	923.419.147	877.322.769
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	31.009.904	21.670.956
Otras cuentas por cobrar	73.131.629	103.037.173
Inventarios	(1.909.315)	(14.174.025)
Impuesto diferido	(41.654.273)	(45.272.574)
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(154.328.999)	(123.270.989)
Deudas fiscales y sociales	40.290.941	5.512.510
Provisión para indemnizaciones	(11.657.281)	(7.447.335)
Ingresos diferidos	7.616.036	14.153.283
Otros pasivos no corrientes	17.613.330	(42.620.254)
Total flujos de efectivo por las operaciones	883.531.119	788.911.514
Flujo de efectivo por actividades de inversión:		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(742.063.072)	(743.793.927)
Inversiones permanentes	(27.039.954)	(29.910.343)
Adquisición de licencias	(136.018.282)	(66.136.264)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	(905.121.308)	(839.840.534)
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	578.403.096	(203.168.075)
Deudas con compañías relacionadas	(119.447.714)	288.570.015
Distribución parcial de dividendos	(149.339.601)	-
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	309.615.781	85.401.940
Aumento (disminución) en disponible e inversiones temporarias	288.025.592	34.472.920
Disponibilidades e inversiones temporarias al inicio del ejercicio	258.292.692	223.819.772
Disponibilidades e inversiones temporarias al cierre del ejercicio	546.318.284	258.292.692

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Patricia Magarzo
Gerente Financiero


Lic. Ruben Mercado
Contador



Anexo 2: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2016)

Anexo 2.1: Balance General 2016

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

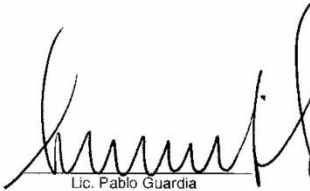
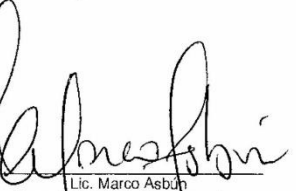
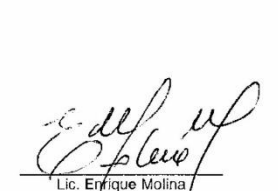
BALANCE GENERAL

AL 31 DE DICIEMBRE DE 2016 Y 2015

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2016	2015 (Reexpresado)
ACTIVO CORRIENTE		
Disponibilidades (Nota 5.a)	502.613.749	565.462.150
Inversiones temporarias	39.802	42.139
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	225.153.742	230.367.597
Cuentas por cobrar con Entel S.A. (Nota 5.c)	8.996.783	13.806.162
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	194.687.475	40.620.901
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	274.496.014	221.135.393
Inventario	63.531.830	65.572.823
Total activo corriente	1.269.519.395	1.137.007.165
ACTIVO NO CORRIENTE		
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	54.697.052	79.248.690
Impuesto diferido (Nota 5.f)	277.898.790	269.774.056
Activo fijo (Nota 5.g)	2.807.005.248	2.817.314.541
Activos intangibles (Nota 5.h)	837.952.970	796.254.928
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	31.982.824	30.219.142
Total activo no corriente	4.009.536.884	3.992.811.357
TOTAL ACTIVO	5.279.056.279	5.129.818.522
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PASIVO CORRIENTE		
Deudas comerciales (Nota 5.j)	704.674.416	536.283.073
Cuentas por pagar con Entel S.A. (Nota 5.c)	2.986.887	2.676.043
Deudas financieras (Nota 5.k)	227.489.222	207.572.185
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	12.985.209	113.241.143
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	198.911.478	250.607.169
Ingresos diferidos	149.740.777	142.844.885
Total pasivo corriente	1.296.787.989	1.253.224.498
PASIVO NO CORRIENTE		
Deudas financieras (Nota 5.k)	1.911.641.105	1.608.721.464
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	2.070.844	207.581.111
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	724.755	45.678.001
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.m)	159.433.725	164.855.322
Provisión para indemnizaciones	79.829.677	66.752.860
Total pasivo no corriente	2.153.700.106	2.093.588.758
TOTAL PASIVO	3.450.488.095	3.346.813.256
PATRIMONIO NETO (Según estado respectivo)	1.828.568.184	1.783.005.266
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	5.279.056.279	5.129.818.522

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.

Lic. Pablo Guardia
Gerente General

Lic. Marco Asbún
Gerente Administrativo Financiero

Lic. Enrique Molina
Contador

Anexo 2.2: Estado de Resultados 2016

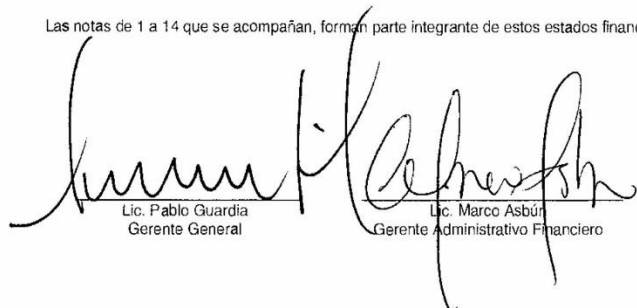
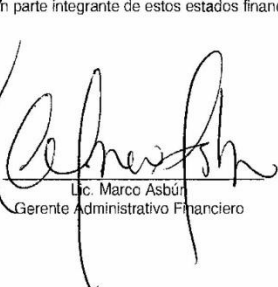
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2016 Y 2015

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2016	2015 (Reexpresado)
Ventas netas de servicios (Nota 5.n)	3.953.328.703	3.796.847.628
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.o)	(1.081.792.453)	(958.681.065)
	<u>2.871.536.250</u>	<u>2.838.166.563</u>
Menos:		
Gastos administrativos	(451.309.311)	(483.918.819)
Gastos de ventas	(465.435.211)	(465.818.894)
Gastos operativos	(490.531.772)	(507.656.089)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(716.950.344)	(713.369.932)
Servicio de asistencia técnica	(243.168.480)	(373.290.212)
Ganancia operativa	<u>504.141.132</u>	<u>294.112.617</u>
Más (Menos):		
Gastos financieros	(129.244.315)	(78.649.581)
Intereses ganados	5.268.823	5.928.329
Otros egresos	(26.615.452)	(414.561)
Resultado en inversiones permanentes	(11.131.065)	(22.125.746)
Diferencia de cambio	(2.965.544)	410.671
Ajuste por inflación y tenencia de bienes	<u>64.336.749</u>	<u>63.116.853</u>
Ganancia antes del Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas	<u>403.790.328</u>	<u>262.378.582</u>
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido e Impuesto a las Transacciones (Nota 5.f)	<u>(98.003.655)</u>	<u>(138.620.506)</u>
Ganancia neta del ejercicio	<u>305.786.673</u>	<u>123.758.076</u>

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General

Lic. Marco Asbún
Gerente Administrativo Financiero

Lic. Enrique Molina
Contador

Anexo 2.3: Estado de Flujo de Efectivo 2016

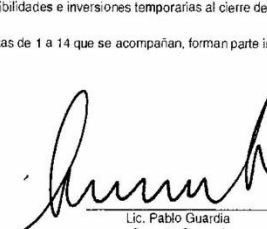
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2016 Y 2015

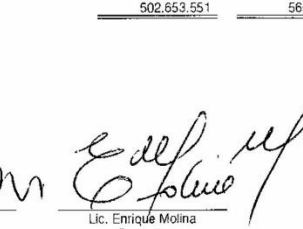
(Cifras expresadas en bolivianos)

	2016	2015 (Reexpresado)
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Ganancia neta del ejercicio	305.786.673	123.758.076
Ajustes para conciliar la ganancia neta del ejercicio con los flujos de efectivo generados por las operaciones:		
Depreciación de activos fijos	562.693.846	616.250.022
Amortización de cargos diferidos	154.256.498	97.119.909
Previsión para incobrables	52.934.087	50.621.505
Previsión por obsolescencia de inventarios	750.849	4.116.213
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido	(28.245.353)	(138.620.506)
Previsión para beneficios sociales	24.158.423	21.124.106
Efecto del ajuste por inflación por movimientos patrimoniales	-	(295.166)
Pérdida en inversiones	11.131.065	22.125.746
	<u>1.083.466.088</u>	<u>796.199.905</u>
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(42.910.853)	32.098.932
Otras cuentas por cobrar	(53.360.621)	75.699.919
Inventarios	1.290.145	(1.976.368)
Impuesto diferido	20.120.618	116.531.432
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	168.702.188	(159.748.837)
Deudas fiscales y sociales	(96.648.937)	41.705.908
Previsión para indemnizaciones	(11.081.606)	(12.066.670)
Ingresos diferidos	6.895.891	7.883.502
Otros pasivos no corrientes	(5.421.599)	18.231.888
Total flujos de efectivo por las operaciones	<u>1.071.051.315</u>	<u>914.559.611</u>
Flujo de efectivo por actividades de inversión:		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(552.384.553)	(768.123.385)
Inversiones permanentes	(12.894.746)	(27.989.563)
Adquisición de licencias	(195.954.540)	(140.795.071)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	<u>(761.233.839)</u>	<u>(936.908.019)</u>
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	322.836.678	598.715.878
Deudas con compañías relacionadas	(435.281.138)	(123.642.566)
Distribución parcial de dividendos	(260.223.754)	(154.584.218)
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	<u>(372.668.214)</u>	<u>320.489.094</u>
Aumento (disminución) en disponible e inversiones temporarias	<u>(62.850.738)</u>	<u>298.140.686</u>
Disponibilidades e inversiones temporarias al inicio del ejercicio	<u>565.504.289</u>	<u>267.363.603</u>
Disponibilidades e inversiones temporarias al cierre del ejercicio	<u><u>502.653.551</u></u>	<u><u>565.504.289</u></u>

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


 Lic. Pablo Guardia
 Gerente General


 Lic. Marco Asbún
 Gerente Administrativo Financiero


 Lic. Enrique Molina
 Contador

Anexo 3: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2017)

Anexo 3.1: Balance General 2017

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

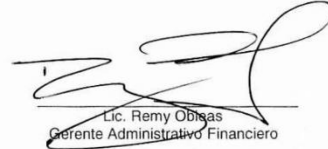
BALANCE GENERAL
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2017 Y 2016

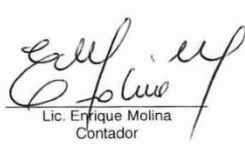
(Cifras expresadas en bolivianos)

	2017	2016 (Reexpresado y Reclasificado)
ACTIVO CORRIENTE		
Disponibilidades (Nota 5.a)	654.554.312	517.500.679
Inversiones temporarias	32.256	40.981
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	241.951.333	231.822.577
Cuentas por cobrar con Entel S.A. (Nota 5.c)	2.593.459	9.263.259
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	207.340.030	200.453.928
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	278.544.482	282.626.319
Inventario	30.785.581	65.413.581
Total activo corriente	1.415.801.453	1.307.121.324
ACTIVO NO CORRIENTE		
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	24.966.042	56.317.125
Impuesto diferido (Nota 5.f)	290.311.670	286.129.882
Activo fijo (Nota 5.g)	3.203.148.493	2.890.146.010
Activos intangibles (Nota 5.h)	838.181.748	862.772.321
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	39.667.743	32.930.124
Total activo no corriente	4.396.275.696	4.128.295.462
TOTAL ACTIVO	5.812.077.149	5.435.416.786
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PASIVO CORRIENTE		
Deudas comerciales (Nota 5.j)	738.605.967	725.546.186
Cuentas por pagar con Entel S.A. (Nota 5.c)	12.491.035	3.075.356
Deudas financieras (Nota 5.k)	435.454.078	234.227.231
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	88.005.832	13.369.818
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	243.540.717	193.804.974
Ingresos diferidos	79.288.122	154.175.953
Total pasivo corriente	1.597.385.751	1.324.199.518
PASIVO NO CORRIENTE		
Deudas financieras (Nota 5.k)	2.035.557.007	1.968.262.053
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	-	2.132.180
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	7.547.031	746.222
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.m)	192.580.972	175.154.065
Provisión para indemnizaciones	70.561.109	82.194.154
Total pasivo no corriente	2.306.246.119	2.228.488.674
TOTAL PASIVO	3.903.631.870	3.552.688.192
PATRIMONIO NETO (Según estado respectivo)	1.908.445.279	1.882.728.594
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	5.812.077.149	5.435.416.786

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Milton Müller Escudero
Gerente de Experiencia al Cliente


Lic. Remy Obías
Gerente Administrativo Financiero


Lic. Enrique Molina
Contador

Anexo 3.2: Estado de Resultados 2017

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

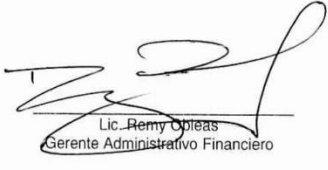
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2017 Y 2016

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2017	2016 (Reexpresado)
Ventas netas de servicios (Nota 5.n)	3.734.744.824	4.070.422.449
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.o)	(857.182.893)	(1.113.834.092)
	2.877.561.931	2.956.588.357
Menos:		
Gastos administrativos	(493.660.115)	(464.676.653)
Gastos de ventas	(423.423.868)	(479.220.949)
Gastos operativos	(500.378.486)	(505.060.845)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(743.605.850)	(738.185.715)
Servicio de asistencia técnica	(243.168.480)	(250.370.894)
Ganancia operativa	473.325.132	519.073.301
Más (Menos):		
Gastos financieros	(128.375.068)	(133.072.406)
Intereses ganados	4.101.823	5.424.880
Otros egresos	5.815.623	(27.403.776)
Resultado en inversiones permanentes	(6.235.081)	(11.460.756)
Diferencia de cambio	(913.727)	(3.053.381)
Ajuste por inflación y tenencia de bienes	65.812.266	66.242.341
Ganancia antes del Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas	413.530.968	415.750.203
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido e Impuesto a las Transacciones (Nota 5.f)	(93.872.829)	(100.906.428)
Ganancia neta del ejercicio	319.658.139	314.843.775

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Milton Walter Escudero
Gerente de Experiencia al Cliente


Lic. Remy Obispo
Gerente Administrativo Financiero


Lic. Enrique Molina
Contador

Anexo 3.3: Estado de Flujo de Efectivo 2017

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

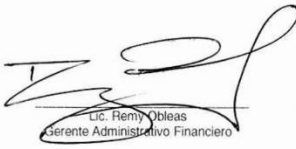
ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2017 Y 2016

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2017	2016 (Reexpresado)
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Ganancia neta del ejercicio	319.658.139	314.843.775
Ajustes para conciliar la ganancia neta del ejercicio con los flujos de efectivo generados por las operaciones:		
Depreciación de activos fijos	641.583.646	579.360.290
Amortización de activos intangibles	102.022.204	158.825.425
Provisión para incobrables	61.206.163	54.501.943
Provisión por obsolescencia de inventarios	(125.033)	773.088
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido	(34.116.791)	(29.081.953)
Provisión para beneficios sociales	27.641.024	24.873.972
Efecto del ajuste por inflación por movimientos patrimoniales	-	-
Pérdida en inversiones	6.235.081	11.460.756
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(64.665.119)	(44.181.831)
Otras cuentas por cobrar	4.081.837	(54.941.111)
Inventarios	34.753.033	1.328.358
Impuesto diferido	29.935.003	20.716.571
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	22.475.460	173.698.983
Deudas fiscales y sociales	45.538.484	(99.511.584)
Provisión para indemnizaciones	(39.274.069)	(11.409.832)
Ingresos diferidos	(74.887.831)	7.100.141
Otros pasivos no corrientes	28.424.975	(5.582.181)
Total flujos de efectivo por las operaciones	1.110.486.206	1.102.774.810
Flujo de efectivo por actividades de inversión:		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(954.586.129)	(568.745.646)
Inversiones permanentes	(12.972.700)	(13.276.676)
Adquisición de licencias	(77.431.631)	(201.758.523)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	(1.044.990.460)	(783.780.845)
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	268.521.801	332.398.786
Deudas con compañías relacionadas	96.968.815	(448.173.741)
Distribución parcial de dividendos	(293.941.454)	(267.931.328)
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	71.549.162	(383.706.283)
Aumento (disminución) en disponible e inversiones temporarias	137.044.908	(64.712.317)
Disponibilidades e inversiones temporarias al inicio del ejercicio	517.541.660	582.253.976
Disponibilidades e inversiones temporarias al cierre del ejercicio	654.586.568	517.541.660

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Milton Müller Escudero
Gerente de Experiencia al Cliente


Lic. Remy Obles
Gerente Administrativo Financiero


Lic. Enrique Molina
Contador

Anexo 4: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2018)

Anexo 4.1: Balance General 2018

TELEFÓNICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)			
SANTA CRUZ DE LA SIERRA - BOLIVIA			
1.2 BALANCE GENERAL			
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018 Y 2017			
ACTIVO			
	Notas	2018 Bs	2017 (Reexpresado) Bs
Activo corriente			
Disponibilidades	5.a	303.274.342	670.302.662
Inversiones temporarias		32.256	33.032
Cuentas por cobrar comerciales	5.b	285.183.029	247.772.598
Cuentas por cobrar con Entel S.A.	5.c	1.546.168	2.655.857
Cuentas por cobrar a relacionadas	5.d	17.619.713	212.328.559
Otras cuentas por cobrar	5.e	284.150.322	285.246.166
Inventario		23.254.874	31.526.271
Total del activo corriente		915.060.704	1.449.865.145
Activo no corriente			
Cuentas por cobrar a relacionada	5.d		25.566.716
Impuesto diferido	5.f	370.195.671	297.296.468
Activo fijo (neto)	5.g	3.300.714.578	3.280.215.134
Activos intangibles	5.h	903.474.201	858.348.110
Inversiones permanentes	5.i	43.494.925	40.622.135
Total del activo no corriente		4.617.879.375	4.502.048.563
Total del activo		5.532.940.079	5.951.913.708
		=====	=====

TELEFÓNICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

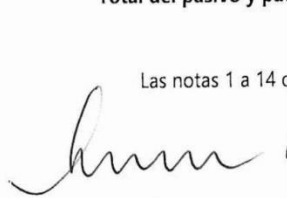
SANTA CRUZ DE LA SIERRA - BOLIVIA

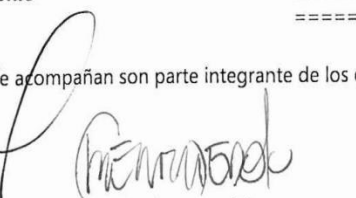
1.2 BALANCE GENERAL
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2018 Y 2017

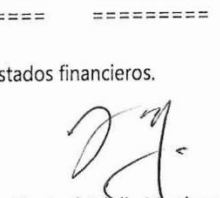
PASIVO Y PATRIMONIO NETO

	<u>Notas</u>	<u>2018</u> <u>Bs</u>	<u>2017</u> <u>(Reexpresado)</u> <u>Bs</u>
Pasivo corriente			
Deudas comerciales	5.j	651.956.599	756.376.570
Cuentas por pagar con Entel S.A.	5.c	18.256.901	12.791.565
Deudas financieras	5.k	510.694.149	445.930.952
Deudas con compañías relacionadas	5.d	77.227.552	90.123.222
Deudas fiscales y sociales	5.l	444.969.546	249.400.222
Ingresos diferidos		209.623.189	81.195.767
Total del pasivo corriente		<u>1.912.727.936</u>	<u>1.635.818.298</u>
Pasivo no corriente			
Deudas financieras	5.k	1.705.746.832	2.084.531.802
Deudas fiscales y sociales	5.l	6.521.361	7.728.610
Otros pasivos no corrientes	5.m	191.632.857	197.214.403
Previsión para indemnizaciones		85.689.846	72.258.785
Total del pasivo no corriente		<u>1.989.590.896</u>	<u>2.361.733.600</u>
Total del pasivo		<u>3.902.318.832</u>	<u>3.997.551.898</u>
Patrimonio neto		<u>1.630.621.247</u>	<u>1.954.361.810</u>
Total del pasivo y patrimonio		<u>5.532.940.079</u> =====	<u>5.951.913.708</u> =====

Las notas 1 a 14 que se acompañan son parte integrante de los estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Lic. Carlos Bermúdez
Director de Administración y Finanzas


Lic. José Davila-Martínez
Contador

Anexo 4.2: Estado de Resultados 2018

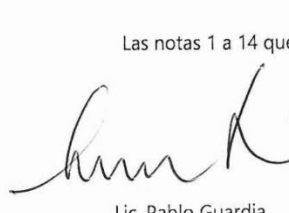
TELEFÓNICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

SANTA CRUZ DE LA SIERRA - BOLIVIA

1.3 ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2018 Y 2017

	<u>Notas</u>	2018 Bs	2017 (Reexpresado) Bs
Ventas netas de servicio	5.n	4.096.278.619	3.824.601.488
Costo de los servicios vendidos	5.o	(988.690.147)	(877.806.416)
Utilidad bruta		3.107.588.472	2.946.795.072
Gastos administrativos		(585.739.676)	(505.537.406)
Gastos de ventas		(415.334.778)	(433.611.299)
Gastos operativos		(600.408.174)	(512.417.419)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos		(949.187.535)	(761.496.749)
Servicio de asistencia técnica		(278.615.797)	(249.019.029)
Utilidad operativa		278.302.512	484.713.170
Más (Menos):			
Otros ingresos y/o (egresos)			
Gastos financieros		(150.910.060)	(131.463.728)
Intereses ganados		2.963.280	4.200.511
Otros egresos		(9.289.027)	5.955.545
Resultado en inversiones permanentes		3.218.802	(6.385.095)
Diferencia de cambio		(3.297.133)	(935.711)
Ajuste por inflación y tenencia de bienes		55.276.800	67.395.686
Utilidad antes de impuesto		176.265.174	423.480.378
Impuesto a las utilidades corriente y diferido		(108.354.741)	(96.131.377)
Utilidad neta del ejercicio		67.910.433	327.349.001

Las notas 1 a 14 que se acompañan son parte integrante de los estados financieros.



Lic. Pablo Guardia
Gerente General



Lic. Carlos Bermúdez
Director de Administración y Finanzas



Lic. José Dávila Martínez
Contador

Anexo 4.3: Estado de Flujo de Efectivo 2018

TELEFÓNICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)		
SANTA CRUZ DE LA SIERRA – BOLIVIA		
1.5 ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO		
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2018 Y 2017		
	2018	2017
	Bs	(Reexpresado) Bs
ACTIVIDADES DE OPERACION		
Utilidad del ejercicio	67.910.433	327.349.001
Partidas que no generan movimiento de fondos:		
Depreciación de activos fijos	835.732.309	657.019.926
Amortización de activos intangibles	113.455.226	104.476.823
Previsión para incobrables	107.168.231	62.678.762
Previsión por obsolescencia de inventarios	2.098.776	(128.041)
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	(63.094.121)	(34.937.629)
Previsión para beneficios sociales	42.114.699	28.306.057
Pérdida en inversiones	(3.218.802)	6.385.095
Ajuste a resultados acumulados	(18.282.081)	
	1.083.884.670	1.151.149.994
Cambios en activos y pasivos de operación:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(143.468.973)	(66.220.939)
Otras cuentas por cobrar	1.095.844	4.180.045
Inventarios	6.172.621	35.589.179
Impuesto diferido	(9.805.082)	30.655.229
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(98.954.635)	23.016.212
Deudas fiscales y sociales	194.362.075	46.634.124
Previsión para indemnizaciones	(28.683.638)	(40.218.989)
Ingresos diferidos	128.427.422	(76.689.606)
Otros pasivos no corrientes	(5.581.546)	29.108.870
Flujo generado por actividades de operación	1.127.448.758	1.137.204.119
ACTIVIDADES DE INVERSION		
Adquisiciones de bienes de uso (neto)	(856.231.753)	(977.553.140)
Inversiones temporarias	776	8.935
Inversiones permanentes	346.012	(13.284.819)
Adquisición de licencias	(158.581.317)	(79.294.609)
Flujo aplicado a actividades de inversión	(1.014.466.282)	(1.070.123.633)
A la página siguiente	112.982.476	67.080.486

Anexo 5: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2019)

Anexo 5.1: Balance General 2019

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

BALANCE GENERAL

AL 31 DE DICIEMBRE DE 2019 Y 2018

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2019	2018 (Reexpresado)
ACTIVO CORRIENTE		
Disponibilidades (Nota 5.a)	239.279.133	308.716.906
Inversiones temporarias	-	32.835
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	302.195.244	290.300.926
Cuentas por cobrar con Entel S.A. (Nota 5.c)	2.179.783	1.573.916
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	8.601.259	17.935.917
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	291.808.515	289.249.687
Inventario	13.917.918	23.672.206
Total activo corriente	857.981.852	931.482.393
ACTIVO NO CORRIENTE		
Impuesto diferido (Nota 5.f)	483.973.161	376.839.206
Activo fijo (Nota 5.g)	3.473.778.626	3.359.949.232
Activos intangibles (Nota 5.h)	973.410.343	919.687.957
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	55.470.058	44.275.485
Total activo no corriente	4.986.632.188	4.700.751.880
TOTAL ACTIVO	5.844.614.040	5.632.234.273
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PASIVO CORRIENTE		
Deudas comerciales (Nota 5.j)	731.762.620	663.656.618
Cuentas por pagar con Entel S.A. (Nota 5.c)	26.197.524	18.584.540
Deudas financieras (Nota 5.k)	559.145.986	519.859.071
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	71.706.619	78.613.478
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	298.987.394	459.593.367
Ingresos diferidos	204.746.162	213.385.089
Total pasivo corriente	1.892.546.305	1.953.692.163
PASIVO NO CORRIENTE		
Deudas financieras (Nota 5.k)	1.902.782.948	1.736.358.180
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.m)	227.681.142	195.071.902
Previsión para indemnizaciones	96.365.188	87.227.637
Total pasivo no corriente	2.226.829.278	2.018.657.719
TOTAL PASIVO	4.119.375.583	3.972.349.882
PATRIMONIO NETO (Según estado respectivo)	1.725.238.457	1.659.884.391
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	5.844.614.040	5.632.234.273

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.

Lic. Pablo Guardia
Gerente General

Lic. Carlos Bermúdez
Director de Administración y Finanzas

Lic. José Dávila Martínez
Contador

Anexo 5.2: Estado de Resultados 2019

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2019 Y 2018

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2019	2018 (Reexpresado)
Ventas netas de servicios (Nota 5.n)	4.402.037.578	4.169.790.473
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.o)	(1.176.539.278)	(1.006.433.189)
	3.225.498.300	3.163.357.284
Menos:		
Gastos administrativos	(546.165.021)	(596.251.366)
Gastos de ventas	(449.528.285)	(422.788.380)
Gastos operativos	(566.342.168)	(611.183.105)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(1.002.265.750)	(966.221.663)
Servicio de asistencia técnica	(261.594.805)	(283.615.839)
Ganancia operativa	399.602.271	283.296.931
Más (Menos):		
Gastos financieros	(197.239.693)	(153.618.293)
Intereses ganados	1.290.094	3.016.459
Otros egresos	(11.586.351)	(9.455.728)
Resultado en inversiones permanentes	11.975.133	3.276.567
Diferencia de cambio	(1.569.024)	(3.356.303)
Ajuste por inflación y tenencia de bienes	54.655.214	56.268.798
Ganancia antes del Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas	257.127.644	179.428.431
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido e Impuesto a las Transacciones (Nota 5.f)	(41.964.041)	(110.299.276)
Ganancia neta del ejercicio	215.163.603	69.129.155

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.

Lic. Pablo Guardia
Gerente General

Lic. Carlos Bermúdez
Director de Administración y Finanzas

Lic. José Dávila Martínez
Contador

Anexo 5.3: Estado de Flujo de Efectivo 2019

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2019 Y 2018

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2019	2018 (Reexpresado)
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Ganancia neta del ejercicio	215.163.603	69.129.155
Ajustes para conciliar la ganancia neta del ejercicio con los flujos de efectivo generados por las operaciones:		
Depreciación de activos fijos	844.026.900	850.730.369
Amortización de activos intangibles	158.238.850	115.491.295
Provisión para incobrables	149.249.161	109.091.473
Provisión por obsolescencia de inventarios	(122.705)	2.136.441
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido	(113.777.239)	(64.226.409)
Provisión para beneficios sociales	31.956.747	42.870.490
Efecto del ajuste por inflación por movimientos patrimoniales	(1.133.414)	(1.708.719)
Ajuste en resultados acumulados	5	(18.610.171)
Pérdida en inversiones	(11.975.133)	(3.276.567)
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(161.749.346)	(146.043.669)
Otras cuentas por cobrar	(2.558.828)	1.115.510
Inventarios	9.876.993	6.283.395
Impuesto diferido	6.643.284	(9.981.044)
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	75.718.986	(100.730.476)
Deudas fiscales y sociales	(160.605.973)	197.850.099
Provisión para indemnizaciones	(22.819.196)	(29.198.395)
Ingresos diferidos	(8.638.927)	130.732.182
Otros pasivos no corrientes	32.609.240	(5.681.713)
Total flujos de efectivo por las operaciones	1.040.103.008	1.145.973.246
Flujo de efectivo por actividades de inversión:		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(957.856.294)	(871.597.696)
Inversiones permanentes	780.560	352.222
Adquisición de licencias	(211.961.236)	(161.427.219)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	(1.169.036.970)	(1.032.672.693)
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	205.711.683	(319.657.211)
Deudas con compañías relacionadas	2.427.799	211.101.533
Distribución parcial de dividendos	(148.676.128)	(378.360.679)
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	59.463.354	(486.916.357)
Aumento (disminución) en disponible e inversiones temporarias	(69.470.608)	(373.615.804)
Disponibilidades e inversiones temporarias al inicio del ejercicio	308.749.741	682.365.545
Disponibilidades e inversiones temporarias al cierre del ejercicio	239.279.133	308.749.741

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.

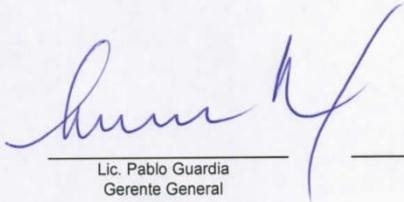
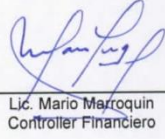
Lic. Pablo Guardia
Gerente General

Lic. Carlos Bermúdez
Director de Administración y Finanzas

Lic. José Dávila Martínez
Contador

Anexo 6: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2020)

Anexo 6.1: Balance General 2020

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.) BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2020 Y 2019 (Cifras expresadas en bolivianos)				
			2019	
			(Reexpresado y corregido según Nota 2.d)	
	2020			
ACTIVO CORRIENTE				
Disponibilidades (Nota 5.a)	389.723.723		242.163.572	
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	309.626.458		305.838.118	
Cuentas por cobrar con Entel S.A. (Nota 5.c)	2.019.859		2.206.060	
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas (Nota 5.d)	3.844.435		8.704.945	
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	247.155.812		295.326.180	
Inventario	11.761.620		14.085.694	
Total activo corriente	964.131.907		868.324.569	
ACTIVO NO CORRIENTE				
Impuesto diferido (Nota 5.f)	551.795.593		489.807.314	
Activo fijo (Nota 5.g)	3.279.021.283		3.558.834.608	
Activos intangibles (Nota 5.h)	899.249.691		985.144.515	
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	71.770.553		56.138.733	
Total activo no corriente	4.801.837.120		5.089.925.170	
TOTAL ACTIVO	5.765.969.027		5.958.249.739	
PASIVO Y PATRIMONIO NETO				
PASIVO CORRIENTE				
Deudas comerciales (Nota 5.j)	784.968.455		740.583.801	
Cuentas por pagar con Entel S.A. (Nota 5.c)	22.401.707		26.513.327	
Deudas financieras (Nota 5.k)	438.760.367		565.886.325	
Cuentas por pagar a compañías relacionadas (Nota 5.d)	55.279.200		72.571.021	
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	199.258.413		302.591.598	
Ingresos diferidos	256.529.276		207.214.316	
Total pasivo corriente	1.757.197.418		1.915.360.388	
PASIVO NO CORRIENTE				
Deudas financieras (Nota 5.k)	1.939.545.122		1.925.720.431	
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.m)	226.880.141		230.425.771	
Provisión para indemnizaciones	98.166.754		97.526.842	
Total pasivo no corriente	2.264.592.017		2.253.673.044	
TOTAL PASIVO	4.021.789.435		4.169.033.432	
PATRIMONIO NETO (Según estado respectivo)	1.744.179.592		1.789.216.307	
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	5.765.969.027		5.958.249.739	
Las notas de 1 a 15 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.				
   Lic. Pablo Guardia Gerente General Lic. Mario Marroquin Controller Financiero Lic. José Dávila Martínez Contador				
- 1 -				

Anexo 6.2: Estado de Resultados 2020

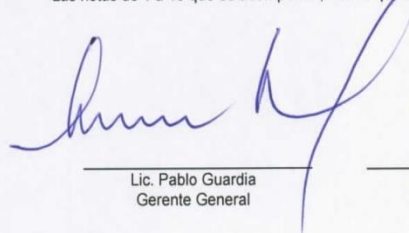
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2020 Y 2019

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2020	2019 (Reexpresado)
Ventas netas de servicios (Nota 5.n)	4.057.502.763	4.455.102.833
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.f)	(994.895.491)	(1.190.722.109)
	3.062.607.272	3.264.380.724
Menos:		
Gastos administrativos	(466.646.422)	(552.748.878)
Gastos de ventas	(460.325.310)	(454.947.215)
Gastos operativos	(628.378.797)	(573.169.255)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(1.077.878.150)	(1.014.347.766)
Servicio de asistencia técnica	(277.658.168)	(264.748.253)
Ganancia operativa	151.720.425	404.419.357
Más (Menos):		
Gastos financieros	(171.034.915)	(199.617.359)
Intereses ganados	1.707.098	1.305.646
Otros egresos	633.945	(11.726.021)
Resultado en inversiones permanentes	16.300.494	12.119.490
Diferencia de cambio	(1.830.260)	(1.587.938)
Ajuste por inflación y tenencia de bienes	40.517.781	55.314.066
Ganancia antes del Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas	38.014.568	260.227.241
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido e Impuesto a las Transacciones (Nota 5.f)	(83.051.283)	(42.469.905)
Ganancia (Pérdida) neta del ejercicio	(45.036.715)	217.757.336

Las notas de 1 a 15 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Lic. Mario Marroquin
Controller Financiero


Lic. José Dávila Martínez
Contador

Anexo 6.3: Estado de Flujo de Efectivo 2020

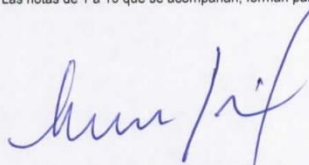
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2020 Y 2019

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2020	2019 (Reexpresado)
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Ganancia (Pérdida) neta del ejercicio	(45.036.715)	217.757.336
Ajustes para conciliar la ganancia neta del ejercicio con los flujos de efectivo generados por las operaciones:		
Depreciación de activos fijos	905.411.323	854.201.394
Amortización de activos intangibles	172.466.827	160.146.372
Previsión para incobrables	174.756.948	151.048.315
Previsión por obsolescencia de inventarios	(57.333)	(124.184)
Impuesto sobre las Utilidades de las Empresas corriente y diferido (Nota 5.f)	(67.822.431)	(115.148.790)
Previsión para beneficios sociales	25.258.272	32.341.976
Efecto del ajuste por inflación por movimientos patrimoniales	-	(1.147.077)
Ajuste en resultados acumulados	-	5
Resultado en inversiones permanentes	(16.300.494)	(12.119.490)
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(178.359.087)	(163.699.183)
Otras cuentas por cobrar	132.528.538	(2.589.674)
Inventarios	2.381.407	9.996.057
Impuesto diferido	5.834.152	6.723.367
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	40.273.034	76.631.756
Deudas fiscales y sociales	(187.691.355)	(162.542.030)
Previsión para indemnizaciones	(24.618.360)	(23.094.275)
Ingresos diferidos	49.314.960	(8.743.067)
Otros pasivos no corrientes	(3.545.630)	33.002.335
Total flujos de efectivo por las operaciones	984.794.056	1.052.641.143
Flujo de efectivo por actividades de inversión:		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(625.597.998)	(969.402.967)
Inversiones permanentes	668.674	789.969
Adquisición de licencias	(86.572.003)	(214.516.366)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	(711.501.327)	(1.183.129.364)
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	(113.301.267)	208.191.476
Deudas con compañías relacionadas	(12.431.311)	2.457.065
Distribución parcial de dividendos	-	(150.468.375)
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	(125.732.578)	60.180.166
Aumento (disminución) en disponible e inversiones temporarias	147.560.151	(70.308.055)
Disponibilidades e inversiones temporarias al inicio del ejercicio	242.163.572	312.471.627
Disponibilidades e inversiones temporarias al cierre del ejercicio	389.723.723	242.163.572

Las notas de 1 a 15 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.



Lic. Pablo Guardia
Gerente General



Lic. Mario Marroquin
Contrôleur Financier



Lic. José Dávila-Martínez
Contador

Anexo 7: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2021)

Anexo 7.1: Balance General 2021

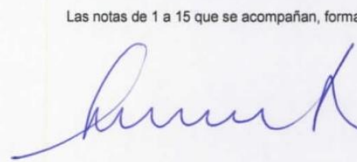
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

BALANCE GENERAL
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2021 Y 2020

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2021	2020 (Corregido según nota 2.d))
ACTIVO CORRIENTE		
Disponibilidades (Nota 5.a)	500.822.401	389.723.723
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	376.733.535	309.626.459
Cuentas por cobrar con Entel S.A. (Nota 5.c)	425.030	2.019.859
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.d)	3.133.364	3.844.435
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	209.585.407	247.155.812
Inventario	23.189.092	11.761.620
Total activo corriente	1.113.888.829	964.131.908
ACTIVO NO CORRIENTE		
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	40.341.947	-
Impuesto diferido (Nota 5.f)	589.941.636	551.795.593
Activo fijo (Nota 5.g)	3.146.234.625	3.241.604.379
Activos intangibles (Nota 5.h)	805.039.873	899.249.691
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	91.922.353	71.770.553
Total activo no corriente	4.673.480.434	4.764.420.216
TOTAL ACTIVO	5.787.369.263	5.728.552.124
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PASIVO CORRIENTE		
Deudas comerciales (Nota 5.j)	943.096.534	784.968.455
Cuentas por pagar con Entel S.A. (Nota 5.c)	14.569.547	22.401.707
Deudas financieras (Nota 5.k)	544.578.897	438.760.367
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.d)	103.854.753	55.279.200
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	218.579.107	199.258.413
Ingresos diferidos	252.833.445	256.529.276
Total pasivo corriente	2.077.512.283	1.757.197.418
PASIVO NO CORRIENTE		
Deudas financiera (Nota 5.k)	1.643.672.392	1.939.545.122
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.m)	181.927.254	226.880.141
Previsión para indemnizaciones	107.445.762	98.166.754
Total pasivo no corriente	1.933.045.408	2.264.592.017
TOTAL PASIVO	4.010.557.691	4.021.789.435
PATRIMONIO NETO (Según estados respectivos)	1.776.811.572	1.706.762.689
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	5.787.369.263	5.728.552.124

Las notas de 1 a 15 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


 Lic. Pablo Guardia
Gerente General


 Lic. David Alejandro Melara
Controler Financiero


 Lic. Rubén Mercado
Contador

Anexo 7.2: Estado de Resultados 2021

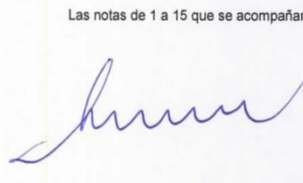
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2021 Y 2020

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2021	2020 (Corregido según nota 2.d))
Ventas netas de servicio (Nota 5.n)	4.279.559.825	4.057.502.764
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.ñ)	(1.064.812.541)	(994.895.491)
	3.214.747.284	3.062.607.273
Menos:		
Gastos administrativos	(492.429.740)	(466.646.421)
Gastos de ventas	(475.130.858)	(460.325.310)
Gastos operativos	(658.823.769)	(628.378.797)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(980.819.406)	(1.080.270.446)
Servicio de asistencia técnica	(306.569.909)	(277.658.168)
Ganancia operativa	300.973.602	149.328.131
Más (Menos):		
Gastos financieros	(151.140.121)	(171.034.915)
Intereses ganados	5.686.095	1.707.098
Otros egresos	5.976.250	633.945
Resultado en inversiones permanentes	20.151.800	16.300.494
Diferencia de cambio	7.895.538	(1.830.260)
Ajuste por inflación y tenencia de bienes	48.592	40.517.779
Utilidad antes del impuesto a las utilidades	189.591.756	35.622.272
Impuesto a las utilidades corriente y diferido (Nota 5.f)	(119.542.873)	(83.051.283)
Resultado neto del ejercicio	70.048.883	(47.429.011)

Las notas de 1 a 15 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Lic. David Alejandro Melara
Controler Financiero


Lic. Rubén Mercado
Contador

Anexo 7.3: Estado de Flujo de Efectivo 2021

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2021 Y 2020

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2021	2020 (Corregido según nota 2.d))
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Resultado neto del ejercicio	70.048.883	(47.429.011)
Ajustes para conciliar el resultado neto del ejercicio con los flujos de efectivo de las operaciones:		
Depreciación de activos fijos	805.806.391	907.803.619
Amortización de activos intangibles	175.013.015	172.466.827
Previsión para incobrables	132.367.467	174.756.948
Previsión por obsolescencia de inventarios	64.628	(57.333)
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	(32.345.536)	(67.822.431)
Previsión para beneficios sociales	31.776.653	25.258.272
Pérdida en inversiones permanentes	(20.151.800)	(16.300.494)
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(197.879.714)	(178.359.087)
Otras cuentas por cobrar	37.570.405	132.528.538
Inventarios	(11.492.100)	2.381.407
Impuesto diferido	(5.800.507)	5.834.152
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	150.295.919	40.273.034
Deudas fiscales y sociales	19.320.694	(187.691.355)
Previsión para indemnizaciones	(22.497.645)	(24.618.360)
Ingresos diferidos	(3.695.832)	49.314.960
Otros pasivos no corrientes	(44.952.887)	(3.545.630)
Total flujos de efectivo por las operaciones	1.083.448.034	984.794.056
Flujo de efectivo por actividades de inversión		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(673.019.733)	(625.597.998)
Inversiones permanentes	-	668.674
Adquisición de licencias	(80.803.197)	(86.572.003)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	(753.822.930)	(711.501.327)
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	(190.054.200)	(113.301.267)
Deudas con compañías relacionadas	8.944.677	(12.431.311)
Distribución parcial de dividendos	(37.416.903)	-
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	(218.526.426)	(125.732.578)
Aumento (disminución) en disponible e inversiones temporarias	111.098.678	147.560.151
Disponibilidades e inversiones temporarias al inicio del periodo	389.723.723	242.163.572
Disponibilidades e inversiones temporarias al cierre del periodo	500.822.401	389.723.723

Las notas de 1 a 15 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.

Lic. Pablo Guardia
Gerente General

Lic. David Alejandro Melara
Controler Financiero

Lic. Rubén Mercado
Contador

Anexo 8: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2022)

Anexo 8.1: Balance General 2022

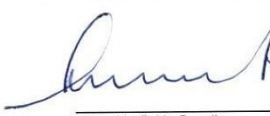
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

BALANCE GENERAL NO CONSOLIDADO
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2022 Y 2021

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2022	2021
ACTIVO CORRIENTE		
Disponibilidades (Nota 5.a)	412.301.619	500.822.401
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	370.925.805	372.797.935
Cuentas por cobrar con Entel S.A.	407.455	425.030
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.c)	8.176.330	7.068.964
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.d)	177.373.898	209.585.407
Inventario	17.938.713	23.189.092
Total activo corriente	987.123.820	1.113.888.829
ACTIVO NO CORRIENTE		
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	47.013.164	40.341.947
Impuesto diferido (Nota 5.f)	616.001.734	589.941.636
Activo fijo (Nota 5.g)	2.986.827.506	3.047.087.426
Activos intangibles (Nota 5.h)	845.429.187	904.187.072
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	117.167.139	91.922.353
Total activo no corriente	4.612.438.730	4.673.480.434
TOTAL ACTIVO	5.599.562.550	5.787.369.263
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PASIVO CORRIENTE		
Deudas comerciales (Nota 5.j)	923.299.606	943.096.534
Cuentas por pagar con Entel S.A.	28.312.936	14.569.547
Deudas financieras (Nota 5.k)	618.215.119	544.578.897
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.c)	195.072.006	103.854.753
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	214.222.416	218.579.107
Ingresos diferidos (Nota 5.m)	218.143.365	252.833.445
Total pasivo corriente	2.197.265.448	2.077.512.283
PASIVO NO CORRIENTE		
Deudas financiera (Nota 5.k)	1.214.140.203	1.643.672.392
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.n)	318.824.107	181.927.254
Provisión para indemnizaciones	102.464.142	107.445.763
Total pasivo no corriente	1.635.428.452	1.933.045.409
TOTAL PASIVO	3.832.693.900	4.010.557.692
PATRIMONIO NETO (Según estados respectivos)	1.766.868.650	1.776.811.571
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	5.599.562.550	5.787.369.263

Las notas de 1 a 13 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Lic. David Alejandro Melara
Controlador Financiero


Lic. Rubén Mercado
Contador

Anexo 8.2: Estado de Resultados 2022

2

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS NO CONSOLIDADO
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2022 Y 2021

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2022	2021
Ventas netas de servicio (Nota 5.o)	4.263.210.043	4.279.559.825
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.p)	(1.076.279.486)	(1.064.812.541)
	3.186.930.557	3.214.747.284
Menos:		
Gastos administrativos	(467.317.486)	(492.429.740)
Gastos de ventas	(503.313.401)	(475.130.858)
Gastos operativos	(700.776.768)	(658.823.769)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(986.878.485)	(980.819.406)
Servicio de asistencia técnica	(316.725.061)	(306.569.909)
Ganancia operativa	211.919.356	300.973.602
Más (Menos):		
Gastos financieros	(127.947.599)	(151.140.121)
Intereses ganados	7.526.884	5.686.095
Otros (egresos) ingresos	(5.125.657)	5.976.250
Resultado en inversiones permanentes	25.264.337	20.151.800
Diferencia de cambio	5.934.403	7.944.129
Utilidad antes del impuesto a las utilidades corriente y diferido	117.571.724	189.591.755
Impuesto a las utilidades corriente y diferido (Nota 5.f)	(127.514.645)	(119.542.873)
Resultado neto del ejercicio	(9.942.921)	70.048.882

Las notas de 1 a 13 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


 Lic. Pablo Guardia
 Gerente General


 Lic. David Alejandro Melara
 Controler Financiero


 Lic. Rubén Mercado
 Contador

Anexo 8.3: Estado de Flujo de Efectivo 2022

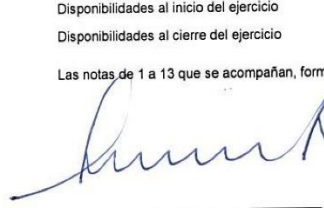
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO NO CONSOLIDADO
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2022 Y 2021

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2022	2021
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Resultado neto del ejercicio	(9.942.921)	70.048.882
Ajustes para conciliar el resultado neto del ejercicio con los flujos de efectivo de las operaciones:		
Depreciación de activos fijos	720.418.810	713.079.587
Amortización de activos intangibles	266.459.675	267.739.819
Previsión para incobrables	182.769.269	132.367.467
Previsión por obsolescencia de inventarios	(77.056)	64.628
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	(16.273.112)	(32.345.536)
Previsión para beneficios sociales	34.065.510	31.776.653
Ganancia en inversiones permanentes	(25.264.337)	(20.151.800)
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(180.879.564)	(197.879.714)
Otras cuentas por cobrar	25.540.292	37.570.405
Deudas con compañías relacionadas por cobrar	(1.107.366)	711.071
Inventarios	5.327.435	(11.492.100)
Impuesto diferido	(9.786.986)	(5.800.507)
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(6.053.539)	150.295.919
Deudas fiscales y sociales	(4.356.691)	19.320.694
Pago de finiquitos	(39.047.131)	(22.497.645)
Ingresos diferidos	(34.690.080)	(3.695.832)
Otros pasivos no corrientes	136.896.853	(44.952.887)
Total flujos de efectivo por las operaciones	1.043.999.061	1.084.159.104
Flujo de efectivo por actividades de inversión		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(660.158.890)	(481.145.731)
Inversiones permanentes	19.551	-
Adquisición de licencias	(207.701.790)	(272.677.199)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	(867.841.129)	(753.822.930)
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	(355.895.967)	(190.054.200)
Deudas con compañías relacionadas	91.217.253	8.233.606
Distribución parcial de dividendos	-	(37.416.903)
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	(264.678.714)	(219.237.497)
Aumento (disminución) en disponibilidades	(88.520.782)	111.098.677
Disponibilidades al inicio del ejercicio	500.822.401	389.723.724
Disponibilidades al cierre del ejercicio	412.301.619	500.822.401

Las notas de 1 a 13 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Lic. David Alejandro Melara
Controler Financiero


Lic. Rubén Mercado
Contador

Anexo 9: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2023)

Anexo 9.1: Balance General 2023

TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

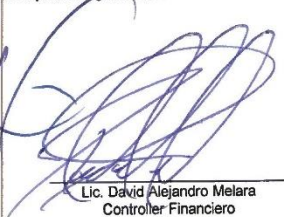
**BALANCE GENERAL NO CONSOLIDADO
AL 31 DE DICIEMBRE 2023 Y 2022**

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2023	2022
ACTIVO CORRIENTE		
Disponibilidades (Nota 5.a)	411.574.355	412.301.619
Cuentas por cobrar comerciales (Nota 5.b)	347.395.123	370.925.805
Cuentas por cobrar con Entel S.A.	311.942	407.455
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.c)	35.923.762	8.176.330
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.d)	114.410.314	177.373.898
Inventario	13.123.641	17.938.713
Total activo corriente	922.739.137	987.123.820
ACTIVO NO CORRIENTE		
Otras cuentas por cobrar (Nota 5.e)	46.301.117	47.013.164
Cuentas por cobrar a relacionadas (Nota 5.c)	433.627.963	-
Impuesto diferido (Nota 5.f)	592.921.134	616.001.734
Activo fijo (Nota 5.g)	2.663.137.148	2.986.827.506
Activos intangibles (Nota 5.h)	779.170.628	845.429.187
Inversiones permanentes (Nota 5.i)	134.019.955	117.167.139
Total activo no corriente	4.649.177.945	4.612.438.730
TOTAL ACTIVO	5.571.917.082	5.599.562.550
PASIVO Y PATRIMONIO NETO		
PASIVO CORRIENTE		
Deudas comerciales (Nota 5.j)	775.116.326	923.299.606
Cuentas por pagar con Entel S.A.	13.628.523	28.312.936
Deudas financieras (Nota 5.k)	391.640.149	618.215.119
Deudas con compañías relacionadas (Nota 5.c)	203.872.385	195.072.006
Deudas fiscales y sociales (Nota 5.l)	248.829.046	214.222.416
Ingresos diferidos (Nota 5.m)	223.419.172	218.143.365
Total pasivo corriente	1.856.505.581	2.197.265.448
PASIVO NO CORRIENTE		
Deudas financiera (Nota 5.k)	1.327.641.822	1.214.140.203
Otros pasivos no corrientes (Nota 5.n)	241.718.364	318.824.107
Provisión para indemnizaciones	104.749.765	102.464.141
Total pasivo no corriente	1.674.109.951	1.635.428.451
TOTAL PASIVO	3.530.615.532	3.832.693.899
PATRIMONIO NETO (Según estados respectivos)	2.041.301.550	1.766.868.651
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	5.571.917.082	5.599.562.550

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Lic. David Alejandro Melara
Controller Financiero


Lic. Ruben Mercado
Contador

Anexo 9.2: Estado de Resultados 2023

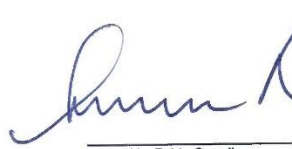
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS NO CONSOLIDADO
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE 2023 Y 2022

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2023	2022
Ventas netas de servicio (Nota 5.o)	4.203.193.262	4.263.210.043
Costo de los servicios vendidos (Nota 5.p)	(967.600.466)	(1.076.279.486)
	3.235.592.796	3.186.930.557
Menos:		
Gastos administrativos	(477.543.331)	(467.317.486)
Gastos de ventas	(515.745.715)	(503.313.401)
Gastos operativos	(804.563.227)	(700.776.768)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos	(892.684.231)	(966.878.485)
Servicio de asistencia técnica	(304.184.021)	(316.725.061)
Ganancia operativa	240.872.271	211.919.356
Más (Menos):		
Gastos financieros	(181.977.666)	(127.947.599)
Intereses ganados	16.614.319	7.526.884
Otros egresos	(43.494.822)	(5.125.657)
Ganancia por enajenación de activos (Nota 13)	414.169.301	-
Resultado en inversiones permanentes	16.852.816	25.264.337
Diferencia de cambio	(3.288.221)	6.026.505
Ajuste por inflación y tenencia de bienes	(161.416)	(92.101)
Utilidad antes del impuesto a las utilidades	459.586.582	117.571.725
Impuesto a las utilidades corriente y diferido (Nota 5.f)	(185.153.683)	(127.514.645)
Resultado neto del ejercicio	274.432.899	(9.942.920)

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


 Lic. Pablo Guardia
 Gerente General


 Lic. David Alejandro Melara
 Controller Financiero


 Lic. Ruben Mercado
 Contador

Anexo 9.3: Estado de Flujo de Efectivo 2023

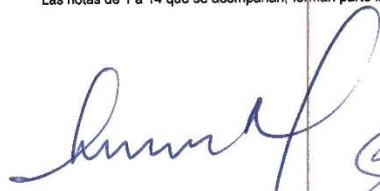
TELEFONICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO NO CONSOLIDADO
POR LOS EJERCICIOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 2023 Y 2022

(Cifras expresadas en bolivianos)

	2023	2022
Flujos de efectivo por actividades de operación		
Resultado neto del ejercicio	274.432.899	(9.942.920)
Ajustes para conciliar la ganancia neta del ejercicio con los flujos de efectivo generados por las operaciones:		
Depreciación de activos fijos	727.109.048	720.418.811
Amortización de activos intangibles	165.575.183	266.459.674
Previsión para incobrables	188.013.993	182.769.269
Previsión por obsolescencia de inventarios	338.494	(77.056)
Impuesto a las utilidades corriente y diferido	23.519.934	(16.273.112)
Previsión para beneficios sociales	27.595.690	34.065.510
Ganancia en inversiones	(16.852.816)	(25.264.337)
Ganancia por enajenación de activos	(414.169.301)	-
Cambios en activos y pasivos:		
Cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(164.387.798)	(180.879.564)
Otras cuentas por cobrar	63.675.631	25.540.292
Deudas con compañías relacionadas por cobrar	(27.747.432)	(1.107.366)
Inventarios	4.476.578	5.327.435
Impuesto diferido	(439.334)	(9.786.986)
Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)	(162.867.693)	(6.053.539)
Deudas fiscales y sociales	34.606.630	(4.356.691)
Pago de indemnizaciones	(25.310.066)	(39.047.131)
Ingresos diferidos	5.275.807	(34.690.080)
Otros pasivos no corrientes	(27.582.980)	136.696.853
Total flujos de efectivo por las operaciones	675.262.467	1.043.999.082
Flujo de efectivo por actividades de inversión		
Adquisiciones de bienes de uso, neto	(534.939.135)	(660.158.891)
Venta de bienes de uso	496.166.983	-
Inversiones permanentes	-	19.551
Adquisición de licencias	(99.316.624)	(207.701.790)
Préstamos a compañías relacionadas	(433.627.963)	-
Total flujos de efectivo por actividades de inversión	(571.716.739)	(867.841.130)
Flujos de efectivo por actividades de financiación		
Deudas financieras (neto)	(113.073.351)	(355.895.967)
Deudas con compañías relacionadas	8.800.359	91.217.251
Total flujos de efectivo por actividades de financiación	(104.272.992)	(264.678.716)
Disminución en disponible e inversiones temporarias	(727.264)	(88.520.784)
Disponibilidades e inversiones temporarias al inicio del periodo	412.301.619	500.822.403
Disponibilidades e inversiones temporarias al cierre del periodo	411.574.355	412.301.619

Las notas de 1 a 14 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.

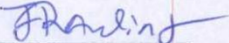
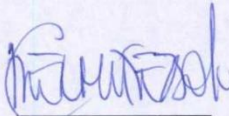
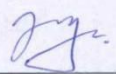

Lic. Pablo Guardia
Gerente General


Lic. David-Alejandro Melara
Controller Financiero


Lic. Ruben Mercado
Contador

Anexo 10: Estados Financieros Auditados de TELECEL S.A. (2024)

Anexo 10.1: Balance General 2024

TELEFÓNICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.) BALANCE GENERAL BALANCE GENERAL INDIVIDUAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2024 Y 2023 (Cifras expresadas en bolivianos)			
	Nota	2024	2023
ACTIVO CORRIENTE			
Disponibilidades	3.a, 3.b y 5.a	313.690.166	411.574.355
Cuentas por cobrar comerciales	3.c y 5.b	351.373.133	347.395.123
Cuentas por cobrar con Entel S.A.		187.754	311.942
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	5.c	135.576.850	35.923.762
Otras cuentas por cobrar	5.d	122.715.120	114.410.314
Inventario	3.d y 5.e	15.328.296	13.123.641
Total activo corriente		938.871.319	922.739.137
ACTIVO NO CORRIENTE			
Otras cuentas por cobrar	5.f	46.301.117	46.301.117
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	5.c	433.627.963	433.627.963
Impuesto diferido	5.g	641.189.310	592.921.134
Activo fijo	3.e, 3.f y 5.h	2.373.767.871	2.663.137.148
Activos intangibles	3.f, 3.g y 5.i	706.896.324	779.170.628
Inversiones permanentes	3.h y 5.j	51.812.248	134.019.955
Total activo no corriente		4.253.594.833	4.649.177.945
TOTAL ACTIVO		5.192.466.152	5.571.917.082
PASIVO Y PATRIMONIO NETO			
PASIVO CORRIENTE			
Deudas comerciales	3.i y 5.k	867.589.279	775.116.326
Cuentas por pagar con Entel S.A.	3.j	8.275.881	13.628.523
Deudas financieras	3.j y 5.l	328.008.178	391.640.149
Deudas con compañías relacionadas	5.c	347.860.510	203.872.365
Deudas fiscales y sociales	5.m	204.014.860	248.829.046
Ingresos diferidos	5.n	206.632.014	223.419.172
Total pasivo corriente		1.962.380.722	1.856.505.581
PASIVO NO CORRIENTE			
Deudas financiera	3.j y 5.l	743.306.192	1.327.641.822
Deudas con compañías relacionada		34.097.925	-
Otros pasivos no corrientes	3.k y 5.p	233.243.425	241.718.364
Provisión para indemnizaciones	3.l	58.836.738	104.749.765
Total pasivo no corriente		1.069.484.280	1.674.109.951
TOTAL PASIVO		3.031.865.002	3.530.615.532
PATRIMONIO NETO (Según estados respectivos)	3.m, 6 y 7	2.160.601.150	2.041.301.550
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		5.192.466.152	5.571.917.082
Las notas de 1 a 13 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.			
   Lic. Roberto Andino Gerente General Lic. Carlos Bermudez Representante Legal Lic. Jose Davila Contador			
5			

Anexo 10.2: Estado de Resultados 2024

TELEFÓNICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)

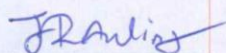
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS INDIVIDUAL

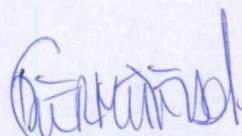
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2024 Y 2023

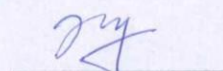
(Cifras expresadas en bolivianos)

	Nota	2024	2023
Ventas netas de servicio	3.o y 5.o	4.252.185.170	4.203.193.262
Costo de los servicios vendidos	5.p	(893.061.814)	(967.600.466)
		3.359.123.356	3.235.592.796
Menos:			
Gastos administrativos	3.p y 5.q	(477.901.391)	(477.543.331)
Gastos de ventas	3.p y 5.r	(402.585.826)	(515.745.715)
Gastos operativos	3.p y 5.s	(855.439.153)	(804.563.227)
Depreciación de activos fijos y amortización de cargos diferidos y activos intangibles	5.g y 5.h	(841.033.755)	(892.684.231)
Servicio de asistencia técnica	3.p y 5.t	(322.899.914)	(304.184.021)
Ganancia operativa		459.263.317	240.872.271
Más (Menos):			
Gastos financieros	3.p y 5.u	(298.923.463)	(181.977.666)
Intereses ganados		54.636.598	16.614.319
Otros egresos	5.w	(40.537.437)	(43.494.822)
Otros ingresos	5.v	41.640.216	414.169.301
Resultado en inversiones permanentes		2.695.427	16.852.816
Diferencia de cambio		(1.339.755)	(3.288.221)
Ajuste por inflación y tenencia de bienes		-	(161.416)
Utilidad antes del impuesto sobre las utilidades de las empresas		217.434.903	459.586.582
Impuesto sobre las utilidades de las empresas - corriente y diferido	3.n y 5.f	(98.135.304)	(185.153.683)
Ganancia neta del ejercicio		119.299.599	274.432.899

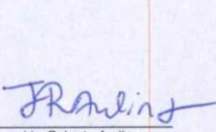
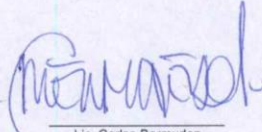
Las notas de 1 a 13 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.


Lic. Roberto Andino
Gerente General


Lic. Carlos Bermudez
Representante Legal


Lic. Jose Davila
Contador

Anexo 10.3: Estado de Flujo de Efectivo 2024

TELEFÓNICA CELULAR DE BOLIVIA S.A. (TELECEL S.A.)			
ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO INDIVIDUAL			
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2024 Y 2023			
(Cifras expresadas en bolivianos)			
	Nota	2024	2023
Flujos de efectivo por actividades de operación			
Ganancia neta del ejercicio		119.299.599	274.432.899
Ajustes para conciliar la ganancia neta del ejercicio con los flujos de efectivo generados por las operaciones:			
Depreciación de activos fijos	5.g	629.205.199	727.109.048
Baja de activos fijos		39.356.938	(496.166.982)
Amortización de activos intangibles	5.h	211.828.556	165.575.183
Previsión para incobrables		145.815.331	188.013.993
Devengamiento de intereses		(35.299.057)	82.840.049
Previsión por obsolescencia de inventarios		(306.278)	338.494
Impuesto sobre las utilidades de las empresas - corriente y diferido		(48.268.176)	23.519.934
Previsión para indemnizaciones Beneficios sociales		31.759.915	39.258.542
Otros ingresos		(41.640.216)	-
Ganancia en inversiones		(2.695.427)	(16.852.816)
Cambios en activos y pasivos:			
Aumento en cuentas por cobrar comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)		(149.669.153)	(164.387.798)
Aumento en cuentas por cobrar a compañías relacionadas		(55.127.931)	(20.691.533)
Aumento (disminución) en Otras cuentas por cobrar		(8.304.806)	63.675.631
Aumento (disminución) en Inventarios		(1.898.377)	4.476.578
Impuesto diferido		-	(439.334)
Aumento (disminución) en Deudas comerciales (incluyendo cuentas con ENTEL S.A.)		87.120.311	(162.867.693)
(Disminución) aumento en Deudas fiscales y sociales		(44.814.186)	34.606.630
Pago de indemnizaciones		(36.032.725)	(36.972.919)
(Disminución) aumento en Ingresos diferidos		(16.787.158)	5.275.807
Otros pasivos no corrientes		(8.474.939)	(77.105.743)
Total flujos de efectivo por las operaciones		815.067.420	633.637.970
Flujo de efectivo por actividades de inversión			
Adquisiciones de activos fijos		(402.120.878)	(403.418.690)
Adquisición de licencias		(116.626.234)	(99.316.624)
Ventas de activos fijos		-	496.166.983
Inversiones permanentes		84.903.133	-
Prestamos a compañías relacionadas		-	(433.627.963)
Total flujos de efectivo por actividades de inversión		(433.843.979)	(440.196.294)
Flujos de efectivo por actividades de financiación			
Desembolsos recibidos por préstamos		-	761.120.000
Amortización de préstamos		(657.193.700)	(964.089.299)
Deudas con compañías relacionadas		178.086.070	8.800.359
Total flujos de efectivo por actividades de financiación		(479.107.630)	(194.168.940)
(Disminución) en disponibilidades		(97.884.189)	(727.264)
Disponibilidades al inicio del ejercicio		411.574.355	412.301.619
Disponibilidades al cierre del ejercicio		313.690.166	411.574.355
Las notas de 1 a 13 que se acompañan, forman parte integrante de estos estados financieros.			
 Lic. Roberto Andino Gerente General  Lic. Carlos Bermudez Representante Legal  Lic. Jose Davila Contador			