



VALORACIÓN SONDA S.A.

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

Alumno: Claudio Reyes Davey
Profesor Guía: Marcelo González Araya

Santiago, Septiembre 2014

Para mi Padre Sergio

Para mi Madre Betty

Para mis Hermanos Pamela y Rodrigo

Para mis Sobrinas Javiera, Consuelo, Martina y Fernanda

Para mis Abuelos Juan y Manuela

Agradezco su apoyo para poder finalizar esta importante etapa en mi vida profesional, por alentarme a seguir trabajando para lograr mis objetivos y A la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, por su profesionalismo.

INDICE

I.	VALORACION POR FLUJO DE CAJA DESCONTADOS	4
A.	Valoración de Activos	4
B.	Valor Presente Ajustado (VPNA)	6
C.	Estimación del Costo de Capital	7
D.	Flujos de Caja Libre	9
E.	Valor de Empresa y Acción.....	11
II.	DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	12
A.	Resumen de la Empresa	12
B.	Descripción de Benchmark.....	15
III.	FINANCIAMIENTO VÍA BONOS DE LA EMPRESA	18
IV.	ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	20
A.	Deuda Financiera de la Empresa	20
B.	Patrimonio Económico de la Empresa	20
C.	Estructura de Capital Objetivo	20
V.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	21
A.	Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa.....	21
B.	Estimación del Costo de Capital de la Empresa.....	22
VI.	ANÁLISIS Y PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADO	23
A.	Análisis de Crecimiento	23
B.	Análisis de Costos de Operación.....	26
C.	Análisis de Cuentas no Operacionales	29
D.	Análisis de Activos.....	31
E.	Proyección de Estado de Resultado.....	36
VII.	FLUJO DE CAJA LIBRE.....	41
VIII.	PROYECCION PATRIMONIO ECONOMICO	44
IX.	CONCLUSIONES	45
X.	BIBLIOGRAFIA	47
XI.	ANEXO.....	48

RESUMEN EJECUTIVO

El siguiente trabajo consiste en una valoración de la Empresa Sonda S.A., efectuada a través del método de Flujo de Caja descontados.

La compañía a evaluar es Sonda, empresa dentro del rubro de servicios de informática que provee de servicios de tecnología de información en el área de procesos empresariales. Desarrolla y personaliza aplicaciones de software, plataformas de hardware y entrega servicios de asesoría, predominantemente al sector privado.

Es una de las principales compañías en Tecnología de Información en Latinoamérica, con filiales en la mayoría de los países, donde destacan: Brasil, Argentina, Ecuador, Uruguay, Colombia, Perú, México y Costa Rica.

La valoración se realizará sobre las Acciones de esta Compañía emitidas en Bolsa de Comercio de Santiago con un análisis de la empresa con su información financiera que comprende desde el 1° de Enero de 2009 hasta el 30 de Septiembre de 2013

Se analizará la metodología de valoración de Empresas y luego la empresa en sí misma, principalmente su estructura financiera, tasa costo de capital, ingresos y egresos de la compañía y proyección de flujos de caja.

Parte de valoración de Empresas es analizar la empresa en su conjunto, analizar su entorno económico, determinar su comportamiento en costes y sus futuros planes de inversión.

I. VALORACION POR FLUJO DE CAJA DESCONTADOS

A. Valoración de Activos

La valoración utilizando el método de flujos de caja descontados corresponde al valor presente de los flujos de caja esperados que generan los activos que actualmente posee la firma. A partir de esto, los elementos fundamentales para valorar son:

- Flujos de cajas esperados de los activos actuales. Valor residual de los activos.
- Activos prescindibles.
- El periodo de tiempo en donde se generan estos flujos.
- Política de inversión (oportunidades de crecimiento).
- Tasa de Costo de Capital.

La valoración de una empresa mediante flujos de caja descontados consta de tres grandes actividades:

- 1) Investigación acerca de la empresa asignada, la industria en que se desempeña y conocimiento de su estructura de capital mediante sus formas de financiamiento, información que nos da el contexto sobre el cual se realizara la valoración.
- 2) Calculo de factores claves tales como: Estimación del Beta patrimonial y estimación del Costo de Capital.
- 3) Confección del Flujo de Caja Descontado (FCD). Para esto se emplea información histórica de la empresa utilizando sus Estados Financieros por un periodo definido de estudio y se efectúa análisis operacional del negocio y la industria mediante la estimación de crecimiento en ventas, costos de operación, identificación de cuentas operacionales y no operacionales, entre otros. Posteriormente se construye el estado de resultados proyectado según el horizonte de tiempo definido y con los datos históricos y supuestos se construye el Flujo de caja Libre.

En términos generales, el valor de un activo se puede definir de la siguiente manera:

$$\text{Valor de un activo} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Flujo}_t}{(1+r)^t}$$

Considerando de manera más detallada el proceso de valoración, los pasos principales que se deben destacar son:

- Descripción de la Empresa e Industria: Investigación acerca de la empresa en estudio, sus operaciones, negocios, rubro en el que se encuentra, empresas comparables, entre otros.

-Análisis Financiero: Donde se debe revisar la evolución de las cuentas de Balance y Estado de Resultados, los flujos generados por la Empresa las Inversiones históricas y futuras de la Empresa y ponderar los distintos factores de riesgo del negocio

- Financiamiento Vía Bonos de la Empresa: Identificar el tipo de emisión de bonos que realiza la empresa en estudio.

De esta forma se puede obtener el Costo de los Recursos, lo cual implica calcular el costo y rentabilidad exigida de los recursos financieros de la compañía determinando el coste de la Deuda, Patrimonio y el costo de ponderado de ambos recursos dependiendo de los montos usados en la empresa

- Estructura de Capital de la Empresa: Estimación de la estructura de capital objetivo de la empresa, utilizando los datos de Balances Históricos de los años considerados en el estudio.

-Proyección de los Flujos Futuros: Que consiste en Proyectar a partir de la situación de la empresa e industria, las cuentas de Balance y EERR, las Inversiones futuras de la Empresa, como será el Financiamiento de estas, estimar el Valor Terminal y estimar cómo será la evolución del sector competitivo en que se desenvuelve la empresa previsión de la evolución del Sector

B. Valor Presente Ajustado (VPNA)

Consiste en estimar el Valor Presente de la empresa sin deuda (estimando los retornos operacionales de la compañía sin deuda) y sumándolo al ahorro tributario generado gracias a la deuda financiera

$$VPNA = \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{E(RO\text{N}(t))(1-T_c)}{(1+\rho)^t}}_{\text{Valor Presente de Empresa sin Deuda (100\% Patrimonio)}} + \underbrace{\sum_{t=1}^n \frac{(K_d * B * T_c)}{(1+K_b)^t}}_{\text{Valor Presente del Ahorro Tributario de la Deuda}} - \text{Inversión}$$

Donde RON = Flujo de caja sin deuda, Tc: tasa de impuestos, ρ: Costo patrimonial sin deuda, Kd: tasa cupón de la deuda y Kb: tasa de descuento de la deuda.

C. Estimación del Costo de Capital

1. Beta Patrimonial de la Empresa

Calculo el Beta Patrimonial para una empresa con deuda, lo que se conoce comúnmente como beta de la acción, el cual puede ser estimado a partir del modelo de mercado:

$$R_{\text{accion } t} = \alpha + \beta_{\text{acción } t} * R_{\text{mercado } t} + \varepsilon_t$$

El modelo de mercado consiste en una regresión lineal simple, donde la variable dependiente ($R_{\text{Accion},t}$) es una serie histórica de retornos accionarios en exceso a la tasa libre de riesgo y la variable explicativa ($R_{M,t}$) es una serie histórica de los retornos de mercado en exceso a la tasa libre de riesgo, donde la rentabilidad del índice bursátil es utilizada como un proxy de la rentabilidad de mercado.

Los coeficientes K y β_{Accion} son estimados por el método de mínimos cuadrados ordinarios. Según esto, el beta patrimonial con deuda es el cociente entre la covarianza entre los retornos accionarios de la empresa con deuda y los retornos del índice bursátil, en este caso IPSA o IGPA.

$$\beta_p^{CD} = \frac{\text{COV}[\tilde{R}_p^{CD}, \tilde{R}_M]}{\sigma^2(\tilde{R}_M)}$$

2. Costo de Capital de la Empresa

Estimación del costo de capital para una empresa con deuda riesgosa y que transa en bolsa, utilizando el modelo de Rubinstein, 1973.

$$\beta_P^{C/D} = \beta_P^{S/D} \left[1 + (1 - T_c) \frac{B}{P} \right] - \beta_b (1 - T_c) \frac{B}{P} \Rightarrow \beta_P^{S/D} = \frac{\left[\beta_P^{C/D} + \beta_b (1 - T_c) \frac{B}{P} \right]}{\left[1 + (1 - T_c) \frac{B}{P} \right]}$$

Para esto se debe obtener:

-Tasa libre de riesgo (Rf): corresponde a la tasa de los bonos gubernamentales, dado que se supone que no tienen riesgo y siempre se van a pagar al vencimiento.

-Premio por riesgo de mercado (PRM): diferencial entre la rentabilidad anual del mercado accionario (RM) y la tasa libre de riesgo (Rf).

- Tasa de impuesto a las corporaciones (Tc): corresponde a la tasa de impuesto a la renta vigente en el país.

- Costo de la Deuda (Kb): rentabilidad exigida sobre el patrimonio invertido. Se puede emplear la YTM más actualizada para el periodo en estudio, asociada al bono de más largo plazo que tenga la empresa.

- Beta de la Deuda (Bb): riesgo asociado al financiamiento con deuda, utilizando CAPM se tiene que:

$$\beta_b = \frac{K_b - R_f}{PRM}$$

-Beta de la Acción: riesgo sistemático representado por el beta patrimonial ya analizado en punto anterior.

-Beta Patrimonial Sin Deuda: riesgo sistemático que enfrentan los accionistas al invertir su patrimonio en una compañía que financia sus operaciones sin deuda.

$$\beta_p^{SD} = \frac{\left[\beta_p^{CD} + \beta_b(1-T_c) \frac{B}{P} \right]}{\left[1 + (1-T_c) \frac{B}{P} \right]}$$

En donde B/P corresponde a la estructura de capital del último periodo en estudio.

-Beta Patrimonial Con deuda: Beta patrimonial apalancado con la estructura de capital objetivo de la empresa (promedio).

-Costo Patrimonial (k_p): corresponde a la rentabilidad exigida sobre el patrimonio invertido. Utilizando CAPM se obtiene como sigue:

$$K_p = R_f + PRM \cdot \beta_p^{CD}$$

-Costo de Capital (k_0): rentabilidad del capital invertido que pondera el costo del capital obtenido de fuente interna y fuente externa. Utilizando WACC se obtiene como sigue:

$$K_0 = K_p \cdot \left(1 - \frac{B}{V} \right) + K_b \cdot \frac{B}{V} \cdot (1 - T_c)$$

D. Flujos de Caja Libre

Corresponde a la metodología de construcción de un Estado de Resultados proyectado en base a los datos del periodo en estudio.

1. Proyección de Ingresos de Operación: realizar en base a las tasas de crecimiento históricas y proyecciones de la industria donde se encuentra la empresa, indicando claramente los supuestos utilizados.

2. Proyección de Costos de Operación: hacer la distinción, según la información recopilada de la empresa, entre los costos de explotación y gastos de administración y

ventas, así como aquellos costos que son fijos y cuales son variables en relación a las ventas, indicando todos los supuestos utilizados.

3. Proyección Resultado No Operacional: indicar si existen cuentas del resultado no operacional que son flujo recurrente para la empresa, si es así, estas deben ser proyectadas en base a algún supuesto conservador. El resto de las cuentas que no sean un flujo recurrente deben proyectarse constantes a partir del último periodo histórico.

Se deben realizar los ajustes determinados para convertir dichas cuentas contables de la utilidad neta en un flujo efectivo de caja desde el punto de vista económico., neutralizando así los supuestos contables que diferencian cuentas contables de un movimiento efectivo de dinero a la empresa.

AJUSTES

- + Depreciación de Activo Fijo
- + Amortización de Activos Intangibles
- Otros ingresos, por función (después de Impuestos)
- + Otros gastos, por función (después de Impuestos)
- Otras ganancias (pérdidas) (después de Impuestos)
- Ingresos financieros (después de Impuestos)
- + Costos financieros (después de Impuestos)
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación (después de Impuestos)
- /+ Diferencias de cambio
- /+ Resultados por unidades de reajuste
- = **FLUJO DE CAJA BRUTO**
- Inversión en Reposición
- Inversión en capital físico

- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo
- = **FLUJO DE CAJA LIBRE**

E. Valor de Empresa y Acción

El valor de empresa corresponderá al valor de los flujos de caja libres y valor residual descontado a la tasa de costo de capital, su fórmula corresponde a la siguiente:

$$V = \sum_{t=0}^T \frac{FCL_t}{(1 + K_0)^t} + \frac{VR_T}{(1 + K_0)^T}$$

Con V = Valor de Empresa y Ko = Costo de Capital Promedio ponderado

Luego el valor de la acción será ajustado tomando el valor de empresa y restándolo por el valor de la Deuda Financiera dividido en el número de Acciones en Circulación.

$$P = \frac{V - B}{n}$$

II. DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

A. Resumen de la Empresa

-Razón Social	: SONDA S.A.
-Rut	: 83.628.100-4
-Nemotécnico	: SONDA
-Industria	: Servicios de Informática
-Regulación	: Superintendencia de Valores y Seguros.
-Tipo de Operación	: Proveedor de servicios de tecnología de información en el área de procesos empresariales. Desarrolla y personaliza aplicaciones de software, plataformas de hardware y provee servicios de asesoría, predominantemente al sector privado.
-Filiales	<p>1) Sonda Regional S.A. (99,9% participación): realiza inversiones de toda clase de bienes, incluyendo acciones, bonos, derechos en sociedades de persona, entre otras. Se preocupa de la administración de estas inversiones y sus frutos.</p> <p>Dentro de la estructura de esta sociedad se encuentran Sonda Argentina, Ecuador, Uruguay, Colombia, Perú, México, Tecnologías de inf. de Costa Rica y Nextiraone México.</p> <p>2) Sonda Filiales Chile S.A. (99,9% de participación): realiza inversiones de toda clase de bienes, incluyendo acciones, bonos, derechos en sociedades de persona, entre otras. Se preocupa de la administración de estas inversiones y sus frutos.</p> <p>Dentro de la estructura de esta sociedad se encuentran Factoring General S.A., Inmobiliaria Servibanca S.A, Sonda Inmobiliaria,</p>

Sonda Servicios Profesionales S.A., Quintec S.A. y filiales, entre otras.

- 3) Sonda Filiales Brasil S.A. (99,9% de participación): realiza inversiones de toda clase de bienes, incluyendo acciones, bonos, derechos en sociedades de persona, entre otras. Se preocupa de la administración de estas inversiones y sus frutos.

Dentro de la estructura de esta sociedad se encuentra el 99,9% de SONDA do Brasil SA., Procwork Informática Ltda., Pars Productos de Processamento de Dados Ltda. Y Elucid Solutions SA. 99% de participación en Huerta partic Ltda.

- 4) Sonda SPA. (100% de participación): realiza inversiones de toda clase de bienes, incluyendo acciones, bonos, derechos en sociedades de persona, entre otras. Se preocupa de la administración de estas inversiones y sus frutos. Dentro de la estructura de esta sociedad se encuentra el 0,0001% de Sonda Filiales Chile Ltda., Sonda Filiales Brasil SA. y Sonda Regional SA., además de un 0,1% en Sonda Tecnologías de Información de Costa Rica SA.

- 5) Sonda México SA. de CV.: empresa dedicada a fabricar, procesar, ensamblar, importar y comercializar equipos de computación, prestación de servicios de procesamiento de datos así como el desarrollo, implementación soporte y garantía para equipos y/o programas o sistemas de cómputo.

99,99% de Ingeniería en Servicios de Informática SA de CV,
60% en servicios de Aplicación de Ingeniería Novis SA de CV y
100% en Nextira One de México SA de CV.

-Mayores

Accionistas

1. Inversiones Pacifico II Ltda. (30,99%)
2. Inversiones Atlántico Ltda. (8,61%)
3. Banco ITAU por cuenta de inversionistas (7,53%)
4. Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes (4,91%)
5. Inversiones Yuste S.A. (3,70%)
6. Inversiones Santa Isabel Ltda. (3,57%)
7. Banco Santander por cuenta de inv. Extranjeros (3,25%)
8. Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión (2,97%)
9. AFP Habitat S.A. Fondo de Pensión C (1,71%)
10. Larraín Vial Corredora de Bolsa (1,54%)
11. AFP Provida S.A. Fondo de Pensión C (1,60%)
12. Bice Inversiones Corredora de Bolsa (1,54%)

B. Descripción de Benchmark

Sonda es la principal empresa de TI en Chile y Latinoamérica, por esta razón los principales competidores son empresas de tecnologías globales:

BENCHMARK 1

-Nombre de la Empresa	: TOTVS SA
-Ticker o Nemo técnico	: TOTS3.SA
-Clase de Acción	: Serie Única
-Derechos de cada Clase	: Acciones comunes
-Mercado donde Transa sus acciones	: Sao Paulo Stock Exchange
-Descripción de la Empresa (profile)	: Empresa con sede en Brasil que ofrece software de gestión. Desarrolla y vende derechos de uso de la tecnología de la información (TI), proporciona servicios de implementación, consultoría, asistencia y mantenimiento. Los principales productos de la compañía son las aplicaciones de planificación de recursos (ERP), que integran electrónicamente los niveles estratégicos y operacionales de una empresa usuaria.

-Sector e Industria	: Sector Tecnología, Industria de Servicios Tecnológicos
-Negocios en que se encuentra	: El EBITDA de la compañía al tercer trimestre del año 2013 es R\$ 104,8M.
	Los ingresos del año del tercer trimestre por Área de Negocios son:
	- Servicios: R\$ 88M
	- Mantenimiento: R\$ 125,5M
	- Licencias: R\$ 196,9M

BENCHMARK 2

-Nombre de la Empresa	: International Business Machine Corporation
-Ticker o Nemotécnico	: IBM
-Clase de Acción	: Serie Única
-Derechos de cada Clase	4.687.500.000 Acciones comunes 150.000.000 Acciones preferentes
-Mercado donde Transa sus acciones	: NYSE
-Descripción de la Empresa (profile)	: Empresa proveedora de productos y servicios en Tecnología de Información a nivel mundial. Sus soluciones incluyen tecnologías, sistemas, productos servicios, software y financiamiento.

-Sector e Industria : Sector Tecnológico, Industria de Servicios de Información Tecnológica

-Negocios en que se encuentra : El EBITDA de la compañía al tercer trimestre del año 2013 es USD 25,1B.

Los ingresos del año 2012 por Área de Negocios son:

- Servicios Globales: USD 58,80B.
- Software: USD 25,45B.
- Sistemas y Tecnología: USD 17,67B
- Financiamiento Global: USD 2,01B.

Por área geográfica los ingresos del año 2012 fueron:

- Américas: USD 44,60B.
- Europa, MedioEste y África: USD 31,80B.
- Asia Pacífico: USD 25,90B.
- Otras Regiones:2,21B

III. FINANCIAMIENTO VÍA BONOS DE LA EMPRESA

En diciembre de 2009 Sonda realizó la colocación de 2 bonos para su plan de Inversión 2010-2013:

Bono	: Serie C
Nemotécnico	: Nemo Bolsa de Santiago
Fecha de Emisión	: 18/12/09
Valor Nominal (VN o D)	: 1.500.000
Moneda	: UF
Tipo de Colocación	: Nacional
Fecha de Vencimiento	: 18/12/30
Tipo de Bono	: Bullet
Tasa Cupón (k_d)	: 4,5%
Periodicidad	: Semestral
Número de pagos (N)	: 42
Tabla de Pagos	: VER ANEXO
Periodo de Gracia	: Periodo de gracias hasta 01/06/2020
Motivo de la Emisión	: Inversión
Clasificación de Riesgo	: A+ Feller Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	: 4,62%
Precio de venta el día de la emisión.	: UF 1.497.620 (Fuente: Bolsa de Santiago) Bajo la Par

Bono	: Serie A
Nemotécnico	: Nemo Bolsa de Santiago
Fecha de Emisión	: 08/12/09
Valor Nominal (VN o D)	: 1.500.000
Moneda	: UF
Tipo de Colocación	: Nacional
Fecha de Vencimiento	: 08/12/14
Tipo de Bono	: Bullet
Tasa Cupón (k_d)	: 3,5%
Periodicidad	: Semestral
Número de pagos (N)	: 10
Tabla de Pagos	: VER ANEXO
Periodo de Gracia	: Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	: Inversiones
Clasificación de Riesgo	: A+ Feller Rate
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	: 3,86%
Precio de venta el día de la emisión.	: UF 1.498.143 (Fuente: Bolsa de Santiago) Bajo la Par

IV. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

A. Deuda Financiera de la Empresa

	2009	2010	2011	2012	2013*
Deuda Financiera M\$	81.723.149	79.467.351	123.891.718	105.523.199	101.987.787
Deuda Financiera UF	3.902.192,49	3.705.540,36	5.557.170,15	4.619.953,33	4.416.770,80

*al 30 de Septiembre.

B. Patrimonio Económico de la Empresa

	2009	2010	2011	2012	2013*
Patrimonio M\$	609.135.170	887.224.649	959.449.575	1.274.641.723	1.134.290.653
Patrimonio UF	29.085.549,36	41.371.037,30	43.036.165,94	55.805.598,44	49.122.566,35

*al 30 de Septiembre.

C. Estructura de Capital Objetivo

	2009	2010	2011	2012	2013*	Estructura Objetivo**
B/V	11,83%	8,22%	11,44%	7,65%	8,25%	9,48%
P/V	88,17%	91,78%	88,56%	92,35%	91,75%	90,52%
B/P	13,42%	8,96%	12,91%	8,28%	8,99%	10,51%

*al 30 de Septiembre.

** Promedio Simple.

V. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL DE LA EMPRESA

A. Estimación del Beta Patrimonial de la Empresa

Con los retornos semanales para la acción de SONDA y para el IGPA, utilizando 105 retornos y mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) se calculó el beta de la acción para los años 2009 al 2013 (al 30 de Septiembre de cada año).

Además, se registra la presencia bursátil de la acción al 30 Septiembre de cada año. (Bolsa de Santiago):

	2009	2010	2011
Beta de la Acción	0,937	0,831	0,957
p-value (significancia)	0,0001939E-12	0,0005E-15	0,000284E-6
Presencia Bursátil	99,44%	100%	100%

	2012	2013
Beta de la Acción	1,086	1,139
p-value (significancia)	0,0001275E-7	0,000112E-9
Presencia Bursátil	100%	100%

B. Estimación del Costo de Capital de la Empresa

En la estimación se supone una tasa libre de riesgo de 2,58% (BTU-30 al 11 de Septiembre de 2013) y un premio por riesgo de mercado de 7,2%. La tasa de impuesto a las corporaciones es un 20%. Todo a Septiembre de 2013.

1. Costo de la Deuda (k_b): 3,80%.
2. Beta de la Deuda (β_b): $(3,80\% - 2,58\%) / 7,20\% = 0,169$
3. Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$): 1,139
4. Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$): $(1,139 + 0,169 * (1 - 20\%) * 8,99\%) / (1 + (1 - 20\%) * 8,99\%) = 1,074$ (Rubinstein deuda riesgosa)
5. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$): $1,074 * (1 + (1 + 20\%) * 10,51\%) - 0,169 * (1 - 20\%) * 10,51\% = 1,15$ (Rubinstein deuda riesgosa)
6. Costo Patrimonial (k_p): $2,58\% + 7,20\% * 1,15 = 10,86\%$
7. Costo de Capital (k_0): $10,86\% * 90,52\% + 3,80\% * (1 - 20\%) * 9,48\% = 10,12\%$

VI. ANALISIS Y PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADO

A. Análisis de Crecimiento

Segmentos por Negocio

Para efectos de gestión, el negocio de la compañía se enfoca en la provisión de soluciones integrales de tecnologías de la información (TI), consistentes en una variada gama de prestaciones de servicios y productos TI, los cuales son provistos a través de las distintas unidades de negocio regionales que la compañía tiene a lo largo de Latinoamérica, y que conforman sus segmentos operativos.

Para cada uno de estos segmentos, existe información financiera que es regularmente utilizada por la administración superior para la toma de decisiones, la asignación de recursos y la evaluación del desempeño. Los segmentos que utiliza la compañía para gestionar sus operaciones, son los siguientes:

- Chile
- Brasil
- México
- OPLA (Otros países de Latinoamérica), entre los que se incluyen: Argentina, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú y Uruguay.

Adicionalmente, como SONDA S.A. provee soluciones tecnológicas para empresas y organizaciones de tamaño grande y mediano, nuestra oferta abarca las principales líneas de negocio de la industria de las TI: Servicios TI, Aplicaciones y Plataformas.

- **Servicios TI:** Dirigida a generar valor a través del mejor uso de las herramientas de hardware, software y comunicaciones. Esta área abarca una amplia gama de servicios, entre los que se cuentan Outsourcing TI, proyectos e integración de sistemas, soporte de infraestructura, servicios profesionales, SONDA Utility, data center y BPO.
- **Aplicaciones:** los servicios de aplicaciones están orientados a apoyar los procesos de negocios de nuestros clientes mediante soluciones de software propias o de terceros, sean de propósito general o específico para una industria en particular. Incluyen la implementación, soporte técnico y funcional, mantenimiento y actualización de versiones, y la externalización de aplicaciones y/o servicios asociados bajo contrato, además del desarrollo de software, en caso de requerirse.
- **Plataformas:** Comprende la provisión de los distintos componentes de la infraestructura computacional: servidores, estaciones de trabajo, PCs, impresoras, equipos de almacenamiento y respaldo, equipos de comunicaciones y software de base (bases de datos, sistemas operativos y otros).

- Ingresos Históricos:

A continuación se presenta un resumen de los ingresos por segmento desde el año 2007 al año 2012 con la variación anual:

MEXICO		
Año	Monto	% Variacion
2007	975	
2008	996	2,13%
2009	952	-4,48%
2010	1.770	86,00%
2011	3.083	74,17%
2012	2.659	-13,75%
Cifras en miles de UF		
OPLA		
Año	Monto	% Variacion
2007	1.216	
2008	2.312	90,19%
2009	1.934	-16,35%
2010	2.047	5,81%
2011	2.814	37,48%
2012	3.702	31,57%
Cifras en miles de UF		

CHILE		
Año	Monto	% Variacion
2007	8.594	
2008	8.669	0,87%
2009	8.660	-0,11%
2010	9.294	7,32%
2011	11.347	22,10%
2012	13.399	18,08%
Cifras en miles de UF		
BRASIL		
Año	Monto	% Variacion
2007	4.093	
2008	7.939	93,97%
2009	6.319	-20,41%
2010	7.662	21,26%
2011	9.347	21,99%
2012	10.064	7,67%
Cifras en miles de UF		

TOTAL		
Año	Monto	% Variacion
2007	14.878	
2008	19.917	33,87%
2009	17.865	-10,31%
2010	20.773	16,28%
2011	26.591	28,01%
2012	29.824	12,16%
Cifras en miles de UF		

Si consideramos el promedio ponderado de crecimiento por segmento de los años analizados, este alcanza el 19% anual.

De acuerdo a lo señalado por Fitch Rating en su análisis de Sonda para septiembre de 2013, para los segmentos de negocios dentro de la industria de TI en Latinoamérica, se estima que del total que se invertirá en 2013, en torno a un 60-65% se destinará a plataformas, entre un 20-28% a inversión en servicios TI y entre un 10% y un 17% a aplicaciones.

Por su parte, los crecimientos promedio anuales estimados para la inversión en TI en el periodo 2010- 2015 alcanzarían 10,2% en Latinoamérica (crecimiento mayor que el estimado a nivel mundial, de 4,9%), destacando Brasil (10,7%), Chile (12,2%), y México (10,1%). El potencial de desarrollo de este mercado en la región es alto, considerando el menor porcentaje del PGB invertido en TI, en comparación a países con mayores niveles de desarrollo (Estados Unidos, Japón, entre otros) (1,5%-2,4% en LATAM vs 3%-6% en el resto del mundo).

B. Análisis de Costos de Operación

Costos de Ventas: debido a que los ingresos son reconocidos (incluido el desarrollo de software) de acuerdo al método del grado de avance, este método requiere que se estime el avance del proyecto mediante una comparación de los costos incurridos a una fecha determinada con el total de costos estimados. Los costos totales presupuestados son acumulados usando supuestos relacionados con el periodo de tiempo necesario para finalizar el proyecto, los precios y disponibilidad de los materiales así como los sueldos a ser incurridos.

Circunstancias imprevistas deberían extender la vida del proyecto o los costos a ser incurridos, las bases del cálculo del grado de avance podrían cambiar lo que afectaría la tasa o el periodo de tiempo sobre el cual se reconoce el ingreso del proyecto.

Debido a lo anterior, el porcentaje de los Costos de Ventas sobre los Ingresos se ha mantenido en los últimos años con una variación mínima:

Año	Ingresos	Costo Ventas	Costos/Ingresos
2007	14.878	11.819	79,44%
2008	19.917	15.528	77,97%
2009	17.865	13.932	77,99%
2010	20.773	15.931	76,69%
2011	26.591	21.023	79,06%
2012	29.824	23.407	78,48%

3. Gastos de Administración: se incluyen los pagos por Arriendos de Oficinas, Cuotas por Arrendamientos operativos por Leasing, Remuneraciones de Personal no asociado a los proyectos, Gasto en Investigación y Desarrollo, entre otros.

4. Otros Gastos por Función: corresponden a Contingencias, Gastos por Adquisiciones, Castigos impuestos por recuperar, Impuestos ordinarios, Castigo impuestos por recuperar e Impuestos extraordinarios, Castigo extraordinarios de activos, Actualización y Multas fiscales, Perdida venta activo fijo. El acumulado a septiembre de 2013 es el siguiente:

Otros gastos, por función	Acumulado	
	01.01.2013	01.01.2012
	30.09.2013	30.09.2012
	M\$	M\$
Contingencias	3.639.913	1.712.878
Gastos adquisiciones	-	652.806
Castigo impuestos por recuperar (1)	668.234	1.124.502
Impuestos extraordinarios	51.287	182.686
Castigo extraordinario de activos	198.307	494.546
Actualización y Multas Fiscales	455.479	371.469
Pérdida venta activo fijo	225.153	134.130
Otros gastos	2.395.304	2.304.502
Total otros gastos, por función	7.633.677	6.977.519

(1) Incluye impuestos de las filiales en Brasil cuyo plazo de recuperación expiró y otros impuestos

5. El detalle de los gastos y costos entre el año 2009 y 2013 se presentan a continuación:

Año	Costo de Ventas	Gasto en Administracion	Amortizacion y Depreciacion
2009	13.932	1.645	982
2010	15.931	2.132	879
2011	21.023	2.474	1.018
2012	23.407	2.671	1.392
2013*	16.729	1.888	631
Cifras en miles de UF			
* Datos al 30 sep 2013			

C. Análisis de Cuentas no Operacionales

A continuación se detallan las cuentas no operacionales (que no pertenecen al negocio principal) en el Estado de Resultados que son de carácter recurrente para los años 2009 a Septiembre de 2013.

	2013	2012	2011	2010	2009
Ingresos financieros	5.663	3.181	5.623	2.930	3.004
Costos financieros	5.231	10.785	9.134	5.647	3.423
Diferencias de cambio	185	111	417	-386	184
Resultados por unidades de reajuste	266	-825	346	2.382	-1.031

Cifras en Millones de Pesos

1. Gestión de riesgo en las tasas de interés

SONDA mantiene actualmente pasivos con el sistema financiero a tasas de interés fijas. Desde el punto de vista de los activos, las inversiones financieras realizadas por SONDA tienen como propósito mantener un nivel de excedentes adecuados que le permita cubrir las necesidades de caja de corto plazo. Considerando los instrumentos financieros pasivos que componen la cartera, el riesgo no se considera relevante.

Sobre las inversiones financieras estas se encuentran expuestas a riesgos en la tasa de interés debido a los ajustes en el valor de mercado de su cartera y en cuanto a sus obligaciones financieras, estas no tendrían una exposición significativa a este riesgo ya que SONDA gestiona principalmente su financiamiento con tasas fijas de mediano y largo plazo.

El riesgo en la cartera de inversiones financieras es administrado por SONDA, a través de análisis de sensibilidad para la tasa de interés y este consiste en medir la exposición que tendría esta cartera ante cambios porcentuales de incremento y decremento en las tasa de interés.

2. Riesgo tipo de cambio

SONDA ha definido como su moneda funcional el Peso Chileno ya que sus operaciones de ingresos, costos, inversiones y deudas están denominadas principalmente en Pesos Chilenos.

La compañía está expuesta al Riesgo de Tipo de Cambio principalmente por la participación que mantiene en sus filiales extranjeras, lo que se traduce que SONDA se encuentre expuesta a la volatilidad del Dólar estadounidense, Peso colombiano, Nuevo Sol Peruano, Real Brasileño, Peso Argentino y Peso Mexicano; mencionar que los ajustes que se producen, por las variaciones de estas monedas, afectan al Patrimonio.

Adicionalmente la empresa está expuesta a volatilidades producto de saldos en cuentas corriente en monedas extranjeras e inversiones principalmente, destacando el dólar; donde las variaciones que se producen afectan el Estado de Resultados de la compañía.

Previa evaluación de la Gerencia de Finanzas Corporativas, puede suscribir instrumentos financieros derivados para manejar su exposición al riesgo cambiario. La compañía efectúa operaciones en monedas distintas al Peso Chileno, en activos asociados a proyectos.

3. Unidades de Reajuste

Las “Unidades de Fomento” (UF) son unidades de reajuste las cuales son convertidas a pesos chilenos, la variación de la tasa de cambio es registrada en el Estado Consolidado de Resultados Integrales en el ítem “Resultados por unidades de reajuste”.

D. Análisis de Activos

30.09.2013

M\$

ACTIVOS OPERACIONALES:

Efectivo y equivalentes al efectivo	162.313.832
Otros activos financieros corrientes	2.528.609
Otros activos no financieros corrientes	21.599.281
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	4.960.770
Inventarios corrientes	31.889.621
Activos por impuestos corrientes, corrientes	21.171.076
Total de activos corrientes distintos de los activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	381.000.328
Plusvalía	190.191.259
Propiedades, Planta y Equipo	92.723.123
Propiedad de Inversión	3.328.807
Activos por impuestos diferidos	12.874.206
Cuentas por cobrar no corrientes	11.090.364
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	1.124.858

ACTIVOS NO OPERACIONALES:

Otros activos financieros no corrientes	3.061.469
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	136.537.139
Otros activos no financieros no corrientes	4.169.618
Inversiones contabilizadas usando el método de la participación	3.682.428
Activos intangibles distintos de la plusvalía	38.883.960

Detalle de Activos No Operacionales:

1. Otros activos financieros no corrientes: la composición de este rubro es la siguiente:

	Corrientes		No corrientes	
	30.09.2013 M\$	31.12.2012 M\$	30.09.2013 M\$	31.12.2012 M\$
Instrumentos financieros a valor razonable (1)	2.506.147	4.502.745	-	-
Inversiones financieras disponibles para la venta- participaciones no cotizadas	-	-	1.670.492	1.790.492
Inversiones financieras disponibles para la venta- sociedades que cotizan (2)	-	-	-	24.028.047
Activos de cobertura	20.030	-	-	-
Otros activos financieros	2.432	905	1.390.977	588.153
Totales	2.528.609	4.503.650	3.061.469	26.406.692

- (1) Estas inversiones han sido designadas como activos financieros a valor razonable e incluyen instrumentos de renta fija (bonos de empresas, bonos bancarios y otros) e instrumentos de renta variable (fondos mutuos de renta variable y acciones). Se incorporan también los instrumentos financieros administrados por fondos de

inversión privados (entidades de propósito especial). Los cambios en el valor razonable de estos

- (2) Corresponden a 1.250.000 acciones tecnológicas (CSC) administradas por el Fondo de Inversión Privado SONDA que habían sido designadas como activos financieros disponibles para la venta.

El efecto por la variación del precio de estas acciones se presentó en “otras reservas” del patrimonio hasta el 31 de diciembre de 2012, por M\$ 1.413.994 (cargo), neto de impuestos.

En enero de 2013 se venden estas acciones. La reserva fue reconocida en resultados del período, lo que sumado a la utilidad neta por la venta, el efecto neto en resultados ascendió a un abono de M\$207.519 presentado en el rubro Ingresos financieros.

2. Inversiones contabilizadas usando el método de la participación:

- Con fecha 26 de abril de 2012, la Sociedad Administradora de Redes Transaccionales y Financieras S.A., modificó su razón social por “Multicaja S.A.”. Posteriormente, el 11 de diciembre de 2012, SONDA S.A. adquiere 9.000 acciones serie B emitidas por la sociedad, lo que sumado a un aumento de capital en el cual la sociedad no participó, alcanzó una participación del 33,97%.
- Con fecha 19 de diciembre de 2012, SONDA S.A. y los otros accionistas, acordaron poner término al contrato de prestación de servicios que había dado origen de esta sociedad “Asterión S.A.”, procediendo a firmar el finiquito y la consiguiente renuncia de SONDA S.A. (a través de su filial SONDA Servicios Profesionales S.A.) a las acciones mantenidas, acordando la venta de éstas. La transacción no generó efecto en resultados.
- La Junta Extraordinaria de Accionistas de Payroll S.A., celebrada el 16 de enero de 2013, aprobó la división de la sociedad en cuatro nuevas sociedades, con efecto

al 01.01.2013, y cuyo perfeccionamiento legal ocurrió el segundo trimestre de 2013. Con fecha 3 de junio de 2013, SONDA S.A. vendió el 100% de su participación minoritaria en la sociedad Payroll S.A. (continuadora legal), manteniendo su participación en las 3 restantes sociedades Inmobiliaria Morín S.A., Inversiones Manager E.R.P. S.A. e Inversiones Mandomedio S.A.

Del valor recibido por la venta se entregó un depósito escrow como garantía por eventuales contingencias, por un plazo de hasta 2 años, el cual se presenta en “otros activos financieros, no corrientes”.

- El 13 de septiembre de 2013, SONDA S.A. vende su participación minoritaria en las sociedades Inversiones Mandomedio S.A. e Inversiones Manager ERP S.A.

3. Activos intangibles distintos de la plusvalía:

	30.09.2013	31.12.2012
	M\$	M\$
Activos intangibles distintos de la plusvalía		
Activos intangibles adquiridos en combinaciones de negocios (2)	22.826.243	23.429.054
Otros activos intangibles		
Costos de desarrollo para proyectos a la medida (1)	8.790.302	10.254.696
Costos de desarrollo productos de software propio	4.876.238	5.768.427
Otros activos intangibles identificables	2.391.177	1.867.421
Total Otros activos intangibles identificables	<u>16.057.717</u>	<u>17.890.544</u>
Total de activos intangibles distintos de la plusvalía	<u>38.883.960</u>	<u>41.319.598</u>

(1) Incluye los costos de desarrollo e implementación del Proyecto Transantiago.

(2) La Sociedad incluye dentro de sus activos intangibles adquiridos en combinaciones de negocios, principalmente la relación comercial con sus clientes y las marcas adquiridas. La determinación de su valor justo ha sido realizada por

terceros. La vida útil fue asignada en función del plan de negocios de largo plazo, estableciendo una vida útil entre 4 y 15 años.

4. Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes

Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	30 de septiembre de 2013	
	Deudores comerciales, corrientes M\$	Cuentas por cobrar, no corrientes M\$
Facturas por cobrar, bruto	96.717.884	380.363
Pérdida por deterioro de valor, Facturas por cobrar	(7.369.064)	(4.137)
Deudores por leasing, bruto	10.308.411	8.198.269
Deudores por facturar	26.607.037	1.174.799
Cheques, bruto	6.147.216	-
Letras y pagarés, bruto	1.848.998	1.341.070
Pérdida por deterioro de valor, documentos por cobrar	(1.145.842)	-
Cuentas Corrientes del personal	1.632.091	-
Otras cuentas por cobrar	1.790.408	-
Totales	136.537.139	11.090.364

5. Otros Activos no Financieros

Corrientes	Corrientes		No Corrientes	
	30.09.2013 M\$	31.12.2012 M\$	30.09.2013 M\$	31.12.2012 M\$
Proyectos implantación y desarrollo	3.409.804	2.464.584	1.486.916	1.288.528
Valores en garantía	134.301	634.804	1.125.130	1.196.530
Pagos anticipados (2)	8.493.448	8.243.529	295.345	621.676
Activos Proyecto Panamá (1)	4.678.376	1.466.301	-	-
Otros impuestos por recuperar	1.641.180	1.276.940	-	-
Saldos de terceros	2.531.535	624.877	-	-
Repuestos y equipos	-	-	987.644	939.617
Otros	710.637	1.239.893	274.583	425.600
Totales	21.599.281	15.950.928	4.169.618	4.471.951

E. Proyección de Estado de Resultado

1. Proyección de Ingresos de Operación: el crecimiento en el Gasto per Cápita en TI en los países de Latinoamérica donde Sonda tiene sus negocios, considerando un promedio ponderado a la participación de cada mercado, se proyecta en 10,98%:

Participación Promedio Utilidades			
Chile	Brasil	Mexico	OPLA
45,07%	34,84%	8,73%	11,35%
Proyección de Crecimiento por Región			
Chile	Brasil	Mexico	OPLA
12,20%	10,70%	10,10%	7,70%
Crecimiento Promedio Ponderado por Región			
10,98%			
Fuente:www.sonda.cl			

Por otro lado, considerando el periodo 2007-2012 el crecimiento de los ingresos por ventas promedio ponderado por los mercados en cuales participa fue un 19,00%. Este alto crecimiento en los ingresos han sido posibles debido a que durante el periodo 2009-2012 Sonda realizó inversiones por un total de USD500 millones.

Considerando que para el periodo 2013-2015 Sonda seguirá con inversiones por USD700 millones, la proyección del crecimiento de los ingresos será igual al promedio de 19% de los últimos años, mayor al promedio esperado por el mercado.

2. Proyección de Costos de Operación:

Costos de Ventas: a pesar que los costos de ventas dependen en gran proporción de los ingresos por ventas al ser reconocidos por proyectos tanto los ingresos como costos, si un costo está relacionado con los ingresos, quiere decir que es variable de ventas no que crece a la misma tasa que las ventas.

Debido a lo anterior, para el crecimiento del costo por ventas se utilizará el promedio ponderado por región de los últimos años:

Participacion Promedio en Costos			
Chile	Brasil	Mexico	OPLA
42,79%	35,03%	8,74%	13,43%
Crecimiento Promedio por Región (2007-2012)			
Chile	Brasil	Mexico	OPLA
8,87%	24,05%	29,21%	32,28%
Crecimiento Promedio Ponderado por Región			
19,11%			

A pesar de que el este crecimiento estimado de los Costos de Ventas es muy parecido al utilizado por los Ingresos por Ventas, fue calculado de manera independiente.

Gastos de Administración: durante los últimos años Sonda ha estado en un plan de crecimiento importante tanto orgánico como a través de compras de empresas, lo que lo ha llevado a aumentar también sus gastos administrativos:

Participacion Promedio en Gastos Admisnistración			
Chile	Brasil	Mexico	OPLA
44,41%	30,01%	10,41%	15,17%
Crecimiento Promedio por Región (2007-2012)			
Chile	Brasil	Mexico	OPLA
12,81%	27,29%	23,07%	24,64%
Crecimiento Promedio Ponderado por Región			
20,02%			

Considerando que para los próximos años el plan de crecimiento es aún mayor a lo realizado anteriormente, un criterio conservador es mantener el crecimiento de los Gastos de Administración de los últimos años para el periodo de proyección 2013 (4Q) – 2017.

Para que sea más representativo del negocio de Sonda, se tomará el promedio ponderado por región.

Gastos en Depreciación y Amortización: se mantendrán los realizados a septiembre de 2013 para la proyección.

Otros Gastos y Otros Ingresos: se mantendrán los realizados a septiembre de 2013 para la proyección.

Otros Gastos Financieros y Otros Ingresos Financieros: se mantendrán los realizados a septiembre de 2013 para la proyección.

Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación-Diferencias de Cambio-Resultados por Unidades de Reajustes: se mantendrán los realizados a septiembre de 2013 para la proyección.

3. Estado de Resultados:

EERR periodo 2009-2013 (3Q):

	Cuenta	2009	2010	2011	2012	2013 (3Q)
+	Ingresos de actividades ordinarias	17.864.551	20.772.638	26.590.924	29.823.526	21.260.069
-	Costo de ventas	13.931.842	15.930.867	21.023.015	23.406.795	16.728.560
=	Ganancia bruta	3.932.708	4.841.771	5.567.909	6.416.730	4.531.509
+	Otros ingresos	344.224	86.961	72.114	96.568	305.792
-	Gastos de Administración	1.644.968	2.131.763	2.474.342	2.670.989	1.887.854
-	Otros gastos, por función	330.196	667.743	474.405	512.187	330.591
=	Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	2.301.769	2.129.225	2.691.275	3.330.122	2.618.857
+	Ingresos financieros	143.435	136.644	252.208	139.247	245.251
-	Costos financieros	163.448	263.334	409.687	472.186	226.541
	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	- 24.028	- 17.982	18.713	28.185	8.263
+/-	Diferencias de cambio	8.782	111.064	15.532	4.879	7.991
+/-	Resultados por unidades de reajuste	- 49.251	- 52.853	- 77.575	- 36.106	11.506
=	Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.217.259	2.042.763	2.490.464	2.994.141	2.665.325
-	Gasto por impuestos a las ganancias	456.761	385.606	565.150	851.473	657.933
=	Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.617.063	1.657.157	1.925.314	2.142.668	2.007.392

El Gasto por impuesto es el informado en los Estados Financieros Auditados.

EERR Proyectado Periodo 2013 (4Q) – 2017:

	Cuenta	2013 (4Q)e	2014e	2015e	2016e	2017e
+	Ingresos de actividades ordinarias	14.229.233	42.231.444	50.254.435	59.801.609	71.162.523
-	Costo de ventas	11.151.271	33.207.662	39.553.642	47.112.338	56.115.499
=	Ganancia bruta	3.077.962	9.023.781	10.700.793	12.689.271	15.047.025
+	Otros ingresos	-	305.792	305.792	305.792	305.792
-	Gastos de Administración	995.410	3.460.508	4.153.321	4.984.839	5.982.831
-	Otros gastos, por función		330.591	330.591	330.591	330.591
=	Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales	2.082.553	5.538.474	6.522.673	7.679.634	9.039.395
+	Ingresos financieros	0	245.251	245.251	245.251	245.251
-	Costos financieros	0	226.541	226.541	226.541	226.541
	Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0	8.263	8.263	8.263	8.263
+/-	Diferencias de cambio	0	7.991	7.991	7.991	7.991
+/-	Resultados por unidades de reajuste	0	11.506	11.506	11.506	11.506
=	Ganancia (pérdida), antes de impuestos	2.082.553	5.584.943	6.569.142	7.726.102	9.085.863
-	Gasto por impuestos a las ganancias	416.511	1.116.989	1.313.828	1.545.220	1.817.173
=	Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	1.666.042	4.467.954	5.255.314	6.180.882	7.268.691

Se consideró un gasto de impuesto a las ganancias de un 20%

VII. FLUJO DE CAJA LIBRE

1. Depreciación del ejercicio y amortización de intangibles: Se ajustó con el valor de la depreciación y amortización al 30 de Septiembre de 2013, constante para todos los años en proyección.
2. Inversión de Reposición: está incluido en el plan de inversiones del periodo.
3. Nuevas Inversiones: Sonda tiene un plan de inversiones para el periodo 2013-2015 de USD 700 millones con el fin de aumentar sus ventas mediante crecimiento orgánico y adquisiciones (principalmente en Brasil). Considerando el valor del tipo de cambio observado y de la UF al 30 de septiembre del 2013, el monto anual es de UF 5.082.479.

Para el último trimestre del año 2013 se consideró un cuarto del monto y para los años 2016-2017 se realizó el supuesto de que vuelve a los niveles del periodo anterior (2010-2012) el cual fue de USD 500 millones, es decir USD 1.666.666 anuales.

Para el año 2018 el monto de inversión se consideró igual a la depreciación a septiembre de 2013, es decir UF728.103

4. Capital de Trabajo (CTON): utilizando el Capital de Trabajo Operacional Neto con las cuentas de Inventarios, cuentas por Cobrar y Cuentas por Cobrar de Activos y Pasivos Circulantes se obtienen los siguientes resultados:

ACTIVOS	30.09.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
Cuentas por cobrar	6.393,28	7.446,38	8.022,87	5.414,86	4.012,84
Cuentas por cobrar Rel	264	689	647	730	1.029
Inventarios	1.381,04	1.227,44	1.210,46	1.309,97	617,62
Activos Corrientes	8.037,87	10.834,19	7.685,86	7.047,98	5.754,63
PASIVOS	30.09.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
Cuentas por pagar	4.579,67	5.039,71	3.032,44	2.453,80	1.139,34
Cuentas por pagar Rel	129,57	231,71	234	193	4
Pasivos Corrientes	4.709,25	5.271,42	3.266,68	2.646,88	1.143,43
CTON	2.729,83	1.331,66	1.437,55	1.473,40	1.167,87
	30.09.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
Ingresos	21.260	29.824	26.591	20.773	17.865
CTON/VENTAS	12,84%	4,47%	5,41%	7,09%	6,54%
CTON/VENTAS Promedio	7,27%				
CTON DIAS	47	16	20	26	24
CTON DIAS Promedio	27				

Cifras en M UF

Considerando el aumento de ventas esperadas para el periodo 2014-2017 y el CTON/VENTAS Promedio, la variación de Capital de Trabajo por año es la siguiente:

CAPITAL DE TRABAJO	2014	2015	2016	2017
Ventas Proyectadas	42.231,44	50.254,44	59.801,61	71.162,52
Aumento Ventas	8.022,99	9.547,17	11.360,91	
Aumento Capital de Trabajo	583,14	693,92	825,75	0,00

Para el Capital de Trabajo necesario el cuarto trimestre del año 2013 se calculó la diferencia entre lo esperado con las ventas a Diciembre de 2013 y lo real obtenido a Septiembre del mismo año:

AÑO 2013	
VENTAS ESPERADAS 13	35.489,30
CAPITAL TRABAJO DIC 13(1)	2.579,49
CAPITAL TRABAJO SEP 13(2)	2.729,83
EXCESO CAPITAL 4Q 13	150,34
Cifras Miles UF	

(1) Ventas Esperadas Dic 13* CTON/VENTAS Promedio.

(2) CTON a Sept 13.

5. Proyección Flujo de Caja Libre

Cuenta	2013 (4Q)e	2014e	2015e	2016e	2017e
= Ganancia (pérdida) procedente de operaciones cont	1.666.042	4.467.954	5.255.314	6.180.882	7.268.691
AJUSTES					
+ Gasto por depreciación y amortización	760.928	1.391.912	1.391.912	1.391.912	1.391.912
- Otros ingresos, por función (después de impuestos)	-	196.200	196.200	196.200	196.200
+ Otros gastos, por función (después de impuestos)	-	264.472	264.472	264.472	264.472
- Ingresos financieros (después de impuestos)	-	196.200	196.200	196.200	196.200
+ Costos financieros (después de impuestos)	-	181.233	181.233	181.233	181.233
- Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	-	8.263	8.263	8.263	8.263
+/- Diferencias de cambio	-	7.991	7.991	7.991	7.991
+/- Resultados por unidades de reajuste	-	11.506	11.506	11.506	11.506
= FLUJO DE CAJA BRUTO	2.426.970	5.885.412	6.672.771	7.598.339	8.686.148
CAPEX	- 1.270.620	- 5.082.479	- 5.082.479	- 3.630.342	- 3.630.342
Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo		- 583.140	- 693.923	- 825.753	-
FLUJO DE CAJA LIBRE	1.156.351	219.793	896.369	3.142.245	5.055.806

Para el cálculo del valor terminal del año 2018 no se consideró crecimiento:

VALOR TERMINAL	2018e
Flujo de Caja Bruto 2017	8.686.148
Inversión en capital físico	-728.103
Flujo de Caja Libre	7.958.045
Valor Terminal	78.638.772
Valor Presente a Sep 2013	47.407.209
Cifras en UF	

VIII. PROYECCION PATRIMONIO ECONOMICO

RESUMEN	
ACTIVOS OPERACIONALES SEP 13-UF	55.105.867
EXCESO (DEFICIT) CAPITAL DE TRABAJO SEP 13-UF	150.338
DEUDA FINANCIERA SEP 2013-UF	4.416.771
PATRIMONIO ECONÓMICO SEP 2013-UF	50.839.434
PRECIO ACCIÓN ESTIMADO SEP 13-UF	0,058
PRECIO ACCIÓN ESTIMADO SEP 13-PESOS	1.348

IX. CONCLUSIONES

Analizando los factores que puede afectar el desarrollo de SONDA S.A. tales como la industria, la estructura de endeudamiento, la estructura de capital, sus cuentas operacionales y no operacionales, el mercado internacional, sus estados financieros, sus estrategias de inversión, entre otros, podemos llegar a las siguientes conclusiones que nos pueden indicar si la acción se encuentra sub-valorada o sobre-valorada:

- La estructura de financiamiento de la empresa mantiene una relación saludable con respecto al Patrimonio, manteniéndose estable a lo largo de los últimos años y que le permite responder en caso de terminar con sus operaciones.

- Por otro lado, la estructura de capital ha mantenido también una relación deuda-valor constante en los últimos años, facilitando las estimaciones realizadas.

- El costo de capital se mantiene bajo considerando los rendimientos exigidos en el mercado. SONDA ha mantenido una presencia bursátil alta en los últimos años, convirtiéndose en una de las principales compañías que transan actualmente en la Bolsa de Santiago, esto permite obtener fácilmente indicadores como el Beta la empresa.

- Las ventas han aumentado producto de una estrategia de crecimiento clara que busca aumentar la participación de mercado tanto orgánica como vía adquisiciones. También se distingue que los costos van de la mano con el crecimiento de la empresa, lo que podría indicar una buena administración de los recursos.

- Al ser la principal empresa de TI en Latinoamérica, región que aún no ha alcanzado un gasto promedio en este tipo de industria con respecto a economías más desarrolladas, entrega un margen de crecimiento importante en el futuro.

- Las utilidades corresponden principalmente a sus tres negocios principales (Plataformas, Servicios TI y Aplicaciones), con poca participación de las cuentas no operacionales.

- Es importante mantener acotados los riesgos que actualmente tiene la empresa, tal como señala en su Análisis Razonado, entre los que se pueden distinguir: riesgo de adquisiciones que puedan significar un gasto mayor a lo proyectado inicialmente a pesar del conocimiento que mantiene SONDA en este tipo de negocios; riesgo de filiales al mantener una significativa parte de su negocio y ganancia operacional centrado en estas empresas; riesgo de obsolescencia de los equipos; riesgo país de los países Latinoamericanos en los cuales mantiene empresas; riesgo de tipo de cambio, entre otros.

Las conclusiones que podríamos obtener del valor de SONDA S.A, es que la empresa presentará un crecimiento constante en los próximos años, a pesar de la desaceleración que se está vislumbrando en varios países emergentes, apoyada por el plan de crecimiento proyectado para el periodo analizado y por la expectativas de crecimiento del sector tecnológico.

Con el método realizado por flujo de caja descontada sin tasa de crecimiento de dividendos, el precio estimado para las acciones de Sonda al 30 de Septiembre de 2013 es \$1.348, este precio es mayor al precio promedio transado en el Mercado el mismo día igual a \$1.338,90 (ver anexo).

X. BIBLIOGRAFÍA

- MAQUIEIRA, Carlos, Finanzas Corporativas, 3era Edición, Andrés Bello, 2010.
- Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield & Jeffrey Jaffe, Finanzas Corporativas, 7ma Edición, Mc Graw Hill, 2010.
- <<http://www.svs.cl>>.
- <<http://www.sonda.cl>>.
- <<http://www.bcentral.cl>>.
- <Plataforma Bloomberg>.

XI. ANEXO

1. Tabla de Desarrollo por cupón de UF 1.000: Bono UF vencimiento 01-12-2014

SERIE A

Fecha de Inicio Devengo Intereses	1 de Diciembre de 2009
Monto Emisión	UF 1.000
Tasa de Interés Anual	3,500%
Tasa de Interés Semestral	1,735%
Plazo del Bono	5 Años
N° de Cuotas de Interés	10
N° de Cuotas de Capital	1

Fecha	Cuota de Interés N°	Cuota de Amortización N°	Intereses UF	Amortización UF	Total Cuota	Saldo Insoluto
01-dic-09						1.000,000
1 de junio de 2010	1	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de diciembre 2010	2	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de junio de 2011	3	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de diciembre 2011	4	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de junio de 2012	5	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de diciembre 2012	6	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de junio de 2013	7	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de diciembre 2013	8	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de junio de 2014	9	0	17,349	0,000	17,349	1.000,000
1 de diciembre 2014	10	1	17,349	1.000,000	1.017,349	0,000

Fuente: Prospecto Emisión de Bono Celfin Capital

2. Tabla de Desarrollo por cupón de UF 1.000: Bono UF vencimiento 01-12-2030

SERIE C

Fecha de Inicio Devengo Intereses	1 de Diciembre de 2009
Monto Emisión	UF 1.000
Tasa de Interés Anual	4,500%
Tasa de Interés Semestral	2,225%
Plazo del Bono	21 Años
N° de Cuotas de Interés	42
N° de Cuotas de Capital	22

Fecha	Cuota de Interés N°	Cuota de Amortización N°	Intereses UF	Amortización UF	Total Cuota	Saldo Insoluto
01-dic-09						1.000,0000
1 de junio de 2010	1	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2010	2	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2011	3	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2011	4	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2012	5	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2012	6	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2013	7	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2013	8	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2014	9	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2014	10	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2015	11	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2015	12	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2016	13	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2016	14	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2017	15	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2017	16	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2018	17	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2018	18	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2019	19	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de diciembre 2019	20	0	22,2520	0,0000	22,2520	1.000,0000
1 de junio de 2020	21	1	22,2520	45,4545	67,7065	954,5455
1 de diciembre 2020	22	2	21,2405	45,4545	66,6950	909,0910
1 de junio de 2021	23	3	20,2291	45,4545	65,6836	863,6365
1 de diciembre 2021	24	4	19,2176	45,4545	64,6721	818,1820
1 de junio de 2022	25	5	18,2062	45,4545	63,6607	772,7275
1 de diciembre 2022	26	6	17,1947	45,4545	62,6492	727,2730
1 de junio de 2023	27	7	16,1833	45,4545	61,6378	681,8185
1 de diciembre 2023	28	8	15,1718	45,4545	60,6263	636,3640
1 de junio de 2024	29	9	14,1604	45,4545	59,6149	590,9095
1 de diciembre 2024	30	10	13,1489	45,4545	58,6034	545,4550
1 de junio de 2025	31	11	12,1375	45,4545	57,5920	500,0005
1 de diciembre 2025	32	12	11,1260	45,4545	56,5805	454,5460
1 de junio de 2026	33	13	10,1146	45,4545	55,5691	409,0915
1 de diciembre 2026	34	14	9,1031	45,4545	54,5576	363,6370
1 de junio de 2027	35	15	8,0917	45,4545	53,5462	318,1825
1 de diciembre 2027	36	16	7,0802	45,4545	52,5347	272,7280
1 de junio de 2028	37	17	6,0687	45,4545	51,5232	227,2735
1 de diciembre 2028	38	18	5,0573	45,4545	50,5118	181,8190
1 de junio de 2029	39	19	4,0458	45,4545	49,5003	136,3645
1 de diciembre 2029	40	20	3,0344	45,4545	48,4889	90,9100
1 de junio de 2030	41	21	2,0229	45,4545	47,4774	45,4545
1 de diciembre 2030	42	22	1,0115	45,4545	46,4660	0,0000

Fuente: Prospecto Emisión de Bono Celfin Capital

3. Precios Acción Sonda Septiembre 2013

GRAB								
SONDA CI Equity			90 A Excel			Pg 1/1 Precios históricos		
Sonda SA			High			1,381.50 en 09/23/13		
Rango	08/30/2013	- 09/30/2013	Periodo	Diario	Low	1,294.40 en 08/30/13		
Merc	Último precio	Volumen	Divisa	CLP	Prom	1,341.76 952,985		
Vista	Denso (HP)				Var neta	44.50 3.44%		
Fecha	Último pr...	Volumen	Fecha	Último pr...	Volumen	Fecha	Último p	Volumen
F 10/04/13			F 09/13/13	1,350.00	915,004			
T 10/03/13			T 09/12/13	1,340.10	577,546			
w 10/02/13			w 09/11/13	1,355.00	1,364,447			
T 10/01/13			T 09/10/13	1,350.40	4,171,036			
M 09/30/13	1,338.90	208,269	M 09/09/13	1,356.58	1,337,624			
F 09/27/13	1,359.70	303,218	F 09/06/13	1,345.00	810,472			
T 09/26/13	1,364.00	698,503	T 09/05/13	1,328.00	981,588			
w 09/25/13	1,334.70	952,526	w 09/04/13	1,315.00	2,227,907			
T 09/24/13	1,354.80	259,432	T 09/03/13	1,305.00	527,573			
M 09/23/13	H 1,381.50	621,389	M 09/02/13	1,303.00	242,171			
F 09/20/13			F 08/30/13	L 1,294.40	1,146,581			
T 09/19/13								
w 09/18/13								
T 09/17/13	1,367.00	552,793						
M 09/16/13	1,350.40	208,636						
<small>Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P. SN 101850 6934-653-0 09-Sep-14 15:44:11 CLST GMT-3:00</small>								

Fuente: Bloomberg