



VALORACIÓN DE SONDA S.A.
Mediante Método de Flujos de Caja Descontados.

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Estudiante: Fabian Fontecha

Profesor Guía: Carlos Maquieira

Santiago de Chile, Abril 2018

Tabla de contenido

1.	RESUMEN EJECUTIVO	5
2.1.	Principales Métodos de Valoración.....	6
2.2.	Método de Flujos de Caja Descontados	6
3.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	9
3.1.	Filiales	10
3.1.1.	<i>SONDA México S.A.....</i>	<i>10</i>
3.1.2.	<i>SONDA Regional S.A.....</i>	<i>10</i>
3.1.3.	<i>SONDA SPA</i>	<i>10</i>
3.1.4.	<i>SONDA filiales Chile LTDA.....</i>	<i>10</i>
3.1.5.	<i>SONDA filiales Brasil S.A.....</i>	<i>10</i>
3.2.	Principales Accionistas	11
3.3.	Sobre el Mercado.....	12
3.4.	Empresas de referencia (<i>Benchmark</i>)	13
3.4.1.	<i>Empresa de referencia 1: IBM.....</i>	<i>13</i>
3.4.2.	<i>Empresa de referencia 2: HP.....</i>	<i>14</i>
4.	DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE SONDA.....	16
5.	ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA..	18
5.1.	Deuda financiera.....	18
5.2.	Patrimonio Económico	19
5.3.	Estructura de Capital Objetivo	19
6.	ESTIMACIÓN DE COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL.....	21
6.1.	Costo de Deuda	22
6.2.	Beta de la Deuda	22
6.3.	Beta de la Acción	23
6.4.	Beta patrimonial Sin Deuda	24
6.5.	Beta Patrimonial Con Deuda.....	24
6.6.	Costo Patrimonial.....	25
6.7.	Costo Capital	25
7.	ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE SONDA Y DE LA INDUSTRIA	27
7.1.	Comportamiento y Crecimiento Histórico de SONDA.....	27

7.1.1.	<i>Comportamiento Histórico</i>	27
7.1.2.	<i>Crecimiento Histórico de la Compañía.</i>	29
7.1.3.	<i>Crecimiento Histórico de la Industria.</i>	30
7.1.4.	<i>Perspectiva de Crecimiento de la Industria.</i>	31
a.	<i>Transformación Digital En Latinoamérica</i>	32
b.	<i>Migración Cloud</i>	32
7.1.5.	<i>Proyección del Crecimiento de la Compañía.</i>	33
7.2.	Proyección de Ingresos	34
8.	COSTOS DE LA OPERACIÓN DE SONDA	35
8.1.	Costo Operacional por Segmento Regional.	36
8.2.	Detalle de los Costos de Ventas	37
8.3.	Gastos de Administración	37
9.	CUENTAS NO OPERACIONALES	39
9.1.	Otros ingresos:	40
9.2.	Otros Gastos:	40
10.	ANÁLISIS DE ACTIVOS	41
11.	PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS EERR	44
11.1.	Crecimiento Regional.	44
11.2.	Análisis de Crecimiento	46
11.3.	Proyección de Costos de Venta y otras Partidas del estado de Resultados (excluye Impuestos).	47
11.4.	Estimación de tasa Impositiva.	49
11.5.	Estado de resultados Proyectado.	49
12.	FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO	51
12.1.	Depreciación y Amortización de Intangibles.	51
12.2.	Inversión en Reposición	51
12.3.	Nuevas Inversiones en Activos Fijos (Capex).	52
12.4.	Inversión en Capital de Trabajo	53
12.5.	Activos Prescindibles	54
12.6.	Deuda Financiera	55
12.7.	Valor Terminal	55
12.8.	Flujo de Caja Libre FCL	56

13.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA Y PRECIO DE LA ACCIÓN.....	57
13.	CONCLUSIONES	58
14.	BIBLIOGRAFÍA – NETGRAFÍA.	60
15.	ANEXOS.....	62
	<i>Anexos 1: Tabla amortización BONO Serie C</i>	<i>62</i>
	<i>Anexos 2: Tabla amortización BONO Serie D</i>	<i>63</i>
	<i>Anexos 3: Regresión 2013</i>	<i>64</i>
	<i>Anexos 4: Regresión 2014</i>	<i>65</i>
	<i>Anexos 5: Regresión 2015</i>	<i>66</i>
	<i>Anexos 6: Regresión 2015</i>	<i>67</i>
	<i>Anexos 7: Regresión 2017</i>	<i>68</i>

1. RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento tiene por finalidad determinar el valor económico de la compañía regional SODA S.A. al 30 de septiembre de 2017, mediante la metodología de flujos de caja descontados y de valoración por múltiplos, métodos que tienen por objeto calcular el precio objetivo de una acción en un momento determinado en el tiempo bajo distintos supuestos y parámetros que se mostraran en detalle dentro de este trabajo.

SONDA S.A. es una empresa nacida en Chile en 1974, con presencia en la región latinoamericana principalmente en México, Brasil y en OPLA que está conformado por el resto de América Latina (Argentina, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Panamá, Perú y Uruguay). Desarrolla su negocio ofreciendo servicios de TI, Aplicaciones e Infraestructura tecnológica.

Este documento de valoración de empresas se estructura principalmente, en determinar la estructura de capital objetivo de la firma, seguido del cálculo de la tasa de costo de capital que se utilizará para descontar los flujos de caja. Posteriormente, luego de un análisis, tanto de la empresa como de la industria, se proyectarán estados de resultados del último trimestre de 2017 a 2021 y luego de algunos ajustes, se determinarán los Flujos de Caja Libre, que son necesarios para valorar económicamente a la compañía. Finalizando, se determina nuevamente el valor de la empresa utilizando el método de múltiplos.

Es preciso mencionar, que el valor del patrimonio económico de la entidad al 30 de septiembre de 2017 fue de UF 40.564.600, equivalente a \$1.081.322 millones de pesos, con un precio bursátil por acción de \$1.265,00.

2. METODOLOGÍA

2.1. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos¹. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de Research utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables².

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

2.2. Método de Flujos de Caja Descontados

Para el modelo de flujo de caja descontado (de ahora en adelante FCD), se consideran los flujos futuros que pueden generar tanto los activos, como la deuda de una compañía, volviéndolos objeto de estudio, desde el punto de vista de rentabilidad y riesgo. Lo anterior, es una respuesta inmediata a que la empresa tiene diferentes fuentes de financiamiento, a las cuales recurrir para poder financiar nuevas inversiones y proyectos, o sustituir pasivos. Esto último es determinar el valor presente de los flujos de los fondos,

¹ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

² Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

descontados a una tasa de costo alternativo (o también llamado de oportunidad), que es representativo y de suma importancia para los *stakeholders*.

El proceso de FCD consiste en proyectar o modelar los Flujos de Caja Libre (de ahora en adelante FCL) de una compañía, considerando un horizonte de tiempo, generalmente de 5 años, el cual es pertinente según la naturaleza, particularidades y el tipo de producto/servicio que entrega SONDA al mercado.

Bajo la misma premisa, se espera que la firma continúe en el mercado más allá del lapso de tiempo en estudio, pero, para fines prácticos, se estimará un valor de liquidación de la empresa que representará, técnicamente, el valor presente de una perpetuidad correspondiente a los flujos del año 6, según valoración.

El periodo estimado se considera apropiado, en virtud de que no se quiere añadir un riesgo de error de omisión, asociado a la ampliación o modificación del mercado donde opera SONDA.

Volviendo al valor terminal o perpetuidad de la firma, tendremos:

$$V_{(T)} = \frac{FCL_{(T+1)}}{K_0}$$

Dónde:

$V_{(T)}$: Valor terminal de la empresa o valor de perpetuidad.

$FCL_{(T+1)}$: Flujo de caja libre en el tiempo T+1

K_0 : Tasa de Costo de capital o WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Dentro de la relevancia que puedan tener los diferentes métodos de valoración descontados, toma principal importancia encontrar una tasa de descuento que haga alusión al tipo de fuente de financiamiento. Es por esto que es vital calcular la tasa de costo de capital (K_0) sin omisiones, producto del mix de financiamiento que posee SONDA.

Esta K_0 , es obtenida como un promedio ponderado entre la tasa de costo de la deuda (Kb) y la tasa de costo patrimonial (Kp), de aquí entonces su sigla en inglés WACC. Con esta tasa promedio se considerarán los ahorros producidos por la deuda que genera intereses o gastos financieros. Así, este efecto será capturado por la misma y no estará reflejado en los flujos de caja proyectados. Otra salvedad, que se debe tener presente, es que esta tasa es representativa para cuando la empresa ha alcanzado una estructura de capital objetivo (medido por el *leverage* de la empresa: $\frac{B}{P}$ (Razón deuda financiera a patrimonio económico)).

La anterior explicación se obtuvo del estudio realizado por Modigliani & Miller (1963), donde incluyen a su original modelo (1958) los impuestos (al pie de página ambas referencias).³

De los FCL, estos serán modelados bajo supuestos y ajustes, con un horizonte temporal del 2018 al 2022, y descontados al K_0 para obtener el valor presente y posterior valoración económica de SONDA S.A.

³. Modigliani, F. & Miller, M., (1958), The cost of capital, corporate finance, and the Theory of investment; the American Economic Review 48, pp 261-297.

Modigliani, F. & Miller, M., (1963), Corporate income tax and the cost of capital: A correction; the American Economic Review 58, pp 433-443.

3. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Razón social : SONDA S.A.

RUT : 83.628.100-4

Nemotécnico : SONDA

Industria : Tecnología de Información (TI)

Regulación : Superintendencia de Valores y Seguros.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Leyes 18.045 y 18.046 sobre sociedades anónimas.

Ley 19.951 sobre operaciones de crédito (reemplaza ley 18.010)

SONDA es una firma latinoamericana de Servicios de TI e Integración de Sistemas. Fundada en Chile en 1974, cuenta con una red de servicios que abarca los mercados más importantes de América Latina. La Compañía tiene presencia en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Panamá, Perú y Uruguay, con más de 5.000 clientes y una dotación aproximada de 22.000 personas. Su oferta comprende servicios relacionados con las TI, desde la ejecución de proyectos de integración de sistemas de gran complejidad, hasta la provisión de infraestructura computacional.

A continuación un resumen del quehacer de SONDA, ver anexos para mayor detalle:

SONDA S.A.

- Servicios TI
- Infraestructura TI
- Aplicaciones TI

3.1. Filiales

3.1.1. SONDA México S.A.

La sociedad tiene como objeto, entre otros, 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.

3.1.2. SONDA Regional S.A.

Su objetivo es la realización de inversiones en toda clase de bienes, sean muebles e inmuebles, corporales o incorporales, incluyendo la adquisición de acciones, derechos en sociedades de personas, bonos, efectos de comercio y, en general, toda clase de valores mobiliarios e instrumentos de inversiones y la administración de estas inversiones y sus frutos. Para el cumplimiento de su objetivo, la sociedad podrá constituir otras sociedades o incorporarse a ellas.

3.1.3. SONDA SPA

El objetivo es la realización de inversiones en toda clase de bienes, sean muebles e inmuebles, corporales o incorporales, incluyendo la adquisición de acciones, derechos en sociedades de personas, bonos, efectos de comercio y, en general, toda clase de valores mobiliarios e instrumentos de inversiones y la administración de estas inversiones y sus frutos.

3.1.4. SONDA filiales Chile LTDA

Su objetivo es la realización de inversiones en toda clase de bienes, sean muebles e inmuebles, corporales o incorporales, incluyendo la adquisición de acciones, derechos en sociedades de personas, bonos, efectos de comercio y, en general, toda clase de valores mobiliarios e instrumentos de inversiones y la administración de estas inversiones y sus frutos. Para el cumplimiento de su objetivo, la sociedad podrá constituir otras sociedades o incorporarse a ellas.

3.1.5. SONDA filiales Brasil S.A.

El objetivo la realización de inversiones en toda clase de bienes, sean muebles e inmuebles, corporales o incorporales, incluyendo la adquisición de acciones, derechos en sociedades de personas, bonos, efectos de comercio y, en general, toda clase de valores mobiliarios e instrumentos de inversiones y la

administración de estas inversiones y sus frutos. Para el cumplimiento de su objetivo, la sociedad podrá constituir otras sociedades o incorporarse a ellas.

3.2. Principales Accionistas

Información al 30 de septiembre de 2017

Tabla N° 1

NOMBRES	N° DE ACCIONES SUSCRITAS Y PAGADAS	% DE LA PROPIEDAD
Indico S.A.	329.032.953	37,77%
Bco Chile por cta de terceros no residentes	49.403.147	5,67%
Koyam S.A.	47.047.713	5,40%
Bco Itau Corpbanca por cta de inversionistas extranjeros	46.916.885	5,39%
Inversiones Yuste S.A.	30.265.345	3,47%
AFP Provida S.A. para Fdo. pensión C	27.081.406	3,11%
AFP Capital S.A. Fdo. de pensión tipo C	21.974.797	2,52%
AFP Habitat S.A. para Fdo. pensión C	21.447.911	2,46%
Moneda S.A. AFI para pionero Fdo. inversión	16.386.000	1,88%
AFP Cuprum S.A. para Fdo. pensión C	15.830.757	1,82%
BGT Pactual Chile S.A. C de B	14.038.392	1,61%
AFP Cuprum S.A Fdo. tipo A	12.934.690	1,48%

Fuente: Bloomberg

3.3. Sobre el Mercado

Como en todo proceso de maduración, el mercado TI chileno está evolucionando, así como las marcas y tecnologías. Esto lo vemos día a día entre las fusiones de las compañías y la interminable carrera tecnológica⁴. Dentro de la evolución del mercado TI en Chile, hoy se está empezando a evaluar no sólo tecnología, si no, porque la diferencia ya no está en la tecnología si no en la capacidad de configurar, instalar y customizar la solución en base a las necesidades del cliente. Este intangible no tiene valor, lo asigna cada gerente que evalúa el proyecto y se sienta en la mesa a analizar la solución y como ésta puede ser un aporte al modelo de negocio de la empresa.

Según las estadísticas mostradas en el artículo “Bajo la Lupa: Brecha digital” (del mismo FMI citado anteriormente), se pueden apreciar los siguientes indicadores, según un día típico en la vida de internet:

- 207.000 millones de correos
- 8.800 millones de videos mirados en YouTube
- 4.200 millones de Gigavatios
- 803 millones de Tuits
- 186 millones de fotos en Instagram
- 152 millones de llamadas por Skype
- 36 millones de compras por Amazon

Si lo anterior llama la atención, aún más lo hace al saber que el 60% de la población mundial no está conectada y que la conectividad, entre países con economía desarrolladas, supera por sobre un 50% a los países con economías en desarrollo.

Dentro de las proyecciones y análisis del estudio, nos recomiendan tener en cuenta las siguientes tecnologías:

- Teléfonos móviles 5G
- Inteligencia artificial
- Robótica
- Automóviles sin conductos

⁴ De la publicación del FMI, “Finanzas y Desarrollo, artículo: Tecnología inteligente”, en Netgrafía link para descarga en PDF, Mayo 2017.

- Objetos físicos interconectados
- Impresión 3D

El informe de septiembre de 2015 emitido por ICR, muestra las principales compañías de TI y Software. Según IDC, el mercado estaría compuesto de la siguiente forma:⁵

Tabla N° 2

Principales compañías de Servicios de TI	Principales compañías de Software
IBM	Microsoft
Atento	Oracle
Accenture	IBM
Indra	SAP
HP	TOTVS
SONDA	EMC
Oracle	Symantec
SAP	HP

Para información del crecimiento de mercado, sobre todo latinoamericano, revisar el apartado 7 en esta misma valoración.

3.4. Empresas de referencia (*Benchmark*)

3.4.1. Empresa de referencia 1: IBM

IBM es una compañía de productos y servicios TI. Ofrece servicios de consultoría e implementación de TI, nube (*cloud*) y sistemas y software empresariales.

⁵ Página WEB consultada: <http://www.icrchile.cl/>

- Nombre de la empresa : International Business Machine Corp.
- Nemotécnico : IBM
- Mercado donde transa : NYSE (New York Stock Exchange)
- CHX (Chicago Stock Exchange)
- Industria : Servicios de Tecnologías de Información.

Adicionalmente, IBM se encuentra en los siguientes negocios, los cuales tienen ingresos operaciones totales de US\$56.598 millones, según la siguiente tabla:

Tabla N° 3

NEGOCIO (Cifras en USD´m)	Cognitive Solutions	Global Business Services	Technolog y Services & Cloud Platforms	Systems	Global Financing	Other
REVENUES *	13.021	12.196	25.080	4.862	1.247	192
%	23,0%	31,5%	44,3%	8,6%	2,2%	0,3%

*En millones de dólares al 30/09/2017

Fuente: Bloomberg

3.4.2. Empresa de referencia 2: HP

HP Inc. provee productos, tecnología, software, soluciones y servicios a consumidores individuales, pequeños y medianas empresas, incluyendo clientes en el gobierno y sectores de educación y salud.

- Nombre de la empresa : Hewlwt-Packard Inc.
- Nemotécnico : HPQ
- Mercado donde transa : NYSE (New York Stock Exchange)
- Industria : Sistemas Computacionales.

Adicionalmente, HP se encuentra en los siguientes negocios, los cuales tienen ingresos operaciones totales de US\$23.314 millones, según la siguiente tabla:

Tabla N° 4

NEGOCIO (Cifras en USD´m)	Enterpri se group	Financia l Services	Corporate investment s	Intersegment Adjustment
REVENUES *	19.886	2.779	3	-757
%	90,8%	12,7%	0,0%	-3,5%

*En millones de dólares al 30/09/2017

Fuente: Bloomberg

4. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE SONDA

SONDA se encuentra en una posición bastante propicia sobre su condición de liquidez, entendiendo que los activos circulantes logran cubrir sus obligaciones de corto plazo en 1,82 veces en promedio aunque ha bajado desde el 2016- 2017 representando 1,6 y sus activos más líquidos representan cerca de un 50% del total de la deuda de corto plazo, según promedio de 2013-2017⁶. De igual forma, al ver el endeudamiento total, la expansión de la firma solo ha sido financiada en un 56% con recursos externos y los indicadores de cobertura de interés son equivalentes a 7,38 veces que el EBITDA logra cubrir los costos financieros, el grado de apalancamiento ha aumentado de 1,11 a 1,28. Todo lo anterior ha construido una posición que no es estable los últimos dos años, sumando adicionalmente que la compañía ha posicionado su participación en Brasil lo que ha afectado la estructura global de la región.

Su estrategia corporativa de expansión y crecimiento, SONDA ha emitido bonos corporativos, los cuales se encuentran vigentes al 30/09/2017.

➤ Bono Serie C:

Tabla N° 5

Nemotécnico	BSOND-C
Fecha de Emisión	18/12/2009
Valor Nominal (VN o D)	1.500.000
Moneda	UF
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	1/12/2030
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	4,5%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	42 Interés 22 Amortización de capital
Tabla de Pagos	Ver anexo 1
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia
Motivo de la Emisión	Financiamiento de inversión.
Clasificación de Riesgo	AA International Credit Rating (ICR) AA- Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión	4,61%, con un spread de 86 puntos.
Precio de venta el día de la emisión.	UF 1.478.337,94
Valor de Mercado	Bajo la par (98,56%)

⁶ Análisis razonado de elaboración propia para el año 2015. Para mayor información ver anexos.

➤ Bono Serie E:

Tabla N° 6

Bono	Seria E
Nemotécnico	BSOND-E
Fecha de Emisión	26/11/2014
Valor Nominal (VN o D)	36.300.000.000
Moneda	Pesos (CLP)
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/11/2019
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	5,4%
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	10
Tabla de Pagos	Ver anexo 2
Periodo de Gracia	Sin periodo de gracia.
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos.
Clasificación de Riesgo	AA International Credit Rating (ICR) AA- Fitch Ratings
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión	4,7%, con un spread de 71 puntos sobre tasa del Central (BCP-5)
Precio de venta el día de la emisión.	\$39.602.139.686
Valor de Mercado	Sobre la par (109,1%)

De los bonos vigentes, se tiene que la Serie C fue emitida con el objetivo de desarrollar nuevas líneas de negocios en Brasil y México. Por otro lado, la Serie E fue emitida con la finalidad de reprogramar obligaciones con terceros, en particular ordenar la emisión del bono con serie C.

5. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

5.1. Deuda financiera

La deuda que se ha considerado para poder calcular la estructura de capital de la firma, es la deuda relevante, conocida popularmente como deuda financiera, donde SONDA se ha comprometido a pagar intereses por los recursos obtenidos con terceros.

Esta deuda está compuesta por compromisos que devenga intereses y tiene porciones de corto y largo plazo (corriente y no corriente), como se muestra a continuación:

Tabla N° 7

AÑO (Valores en MUF)	2013	2014	2015	2016	2017
Préstamos que devengan intereses (corriente)	1.893,84	360,56	338,74	2.724,26	3.728,64
Otros Pasivos Financieros (corriente)*	369,79	298,28	180,50	422,28	522,28
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	1.656,42	3.156,88	2.992,73	2.987,73	3.256,73
Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	117,63	187,70	75,71	136,03	243,56
Deuda financiera	4.037,68	4.003,42	3.587,68	6.270,30	7.751,21

Toda la deuda que devengó intereses está compuesta por las siguientes cuentas:⁷

- Préstamos bancarios
- Obligaciones con público
- Pasivos de coberturas – Obligaciones por leasing
- Otros pasivos financieros no clasificados

⁷ Esta información puede ser encontrada en las notas a los estados financieros número 17 para los años 2013 y 2017 y de ahí en adelante la nota número 18 para sus respectivas memorias.

5.2. Patrimonio Económico

El patrimonio económico ha sido calculado como el valor bursátil de una acción por la cantidad total de acciones que se encuentran suscritas y pagadas por la compañía.

Este desglose se ve con más detalle a continuación. Conjuntamente, se puede ver el valor libro (contable) de las acciones, calculado como el patrimonio contable dividido en el número de acciones suscritas y pagadas.

Tabla N° 8

AÑO (cifras en MUF)	2013	2014	2015	2016	2017
Capital	20.328,3	20.422,8	18.144,56	19.322,7	18.760,7
Cantidad de Acciones (M)	871.057,2	871.057,2	871.057,2	871.057,2	871.057,2
Serie acción	única	única	única	única	única
Valor libro	0,02307497	0,02316977	0,02052474	0,02181699	0,02120773
Precio transacción	0,05386583	0,05863979	0,04888039	0,0449364	0,04656942
Patrimonio económico	46.933,6	51.103,9	42.601,7	39.142,2	40.564,6

Del cuadro anterior se puede concluir que:

- La empresa solo tiene una clase de acción, la cual es de carácter común (ordinaria).
- SONDA ha realizado dos aumentos de capital, uno en el 2013 y otro en el 2016, manteniéndolo al 30/09/2017 (periodo de estudio de esta valoración).

5.3. Estructura de Capital Objetivo

Finalmente, de la estructura de capital año a año y objetivo que SONDA ha mantenido, se muestra a continuación:

Tabla N° 9

	2013	2014	2015	2016	2017*
B/V	7,9%	7,3%	7,8%	13,8%	16,0%
P/V	92,1%	92,7%	92,2%	86,2%	84,0%
B/P	8,6%	7,8%	8,4%	16,0%	19,1%

Donde:

B : Valor de la deuda financiera

P : Valor de patrimonio económico

V : Valor económico de la firma ($V=B+P$)

Respecto al cuadro anterior, se tiene que la estructura de capital objetivo para la firma durante los años de estudios, es de 12% (Promedio Armónico), teniendo en cuenta ese promedio solo para los años 2016-2017 el resultado es de un 17,6%, dado lo anterior, se evidencia un cambio importante en los dos últimos años, esto es debido al efecto de la inversión de la filial de Brasil. Por lo anterior la estructura de capital objetivo será la vista en la siguiente tabla con los detalles:

Tabla N° 10

	Estructura de Capital Objetivo	Promedio a 2016-2017
B/V	10,6%	14,9%
P/V	89,4%	85,1%
B/P	12,0%	17,6%

6. ESTIMACIÓN DE COSTO PATRIMONIAL Y COSTO DE CAPITAL

Como se ha mencionado la estimación del costo de capital es menester de primera categoría, para luego poder trabajar sobre los métodos de valoración.

Para poder computar la tasa de costo de capital, se comenzó por obtener el beta patrimonial de la acción de la firma. Este beta fue obtenido mediante regresiones lineales entre las rentabilidades del IGPA (Índice general de precios de acciones) y SONDA.

Sumado a lo anterior, se debe tener cuenta que no todos los flujos de fondos que tiene la empresa tienen los mismos riesgos, por lo que se le asignarán diferentes tasas, las que se resumen en la siguiente tabla (y serán explicadas, según corresponda y según desarrollo de este apartado)⁸:

Tabla N° 11

Flujo	Tasa relevante
Flujos de fondo para bonistas	Tasa de costo de la deuda
Flujos de fondo para accionistas	Tasa de costo patrimonial
Flujos de caja libre	Tasa de costo de capital

Para las próximas estimaciones se consideró del mercado lo siguiente (al 30/09/2017):

Indicador	Valor	Referencia
Rf ⁹	1,99%	BCU-30
PRM ¹⁰	6,06%	Demodaran
tc ¹¹	28,56%	2016-2017
Tc ¹²	29,32%	Largo plazo

Tabla N° 12

⁸ Hamada, R, 1969, "Portfolio analysis, market equilibrium, and corporate finance", The journal of finance, vol. 24 N°1, pp13-31.

Rubinstein, M, 1973 "The fundamental theory of parameter-preference security valuation", Journal of finance and quantitative analysis, pp 61-69.

⁹ Tasa libre de riesgo, obtenido del Bono emitido por Tesorería General de la república en septiembre 2017.

¹⁰ Es el Premio por riesgo de Mercado [E(Rm)-rf], obtenido de Demodaran para el 2017.

¹¹ Tasa de impuesto a las corporaciones promedio armonico, Bloomberg, incorporando las filiales de la compañía.

¹² Tasa de impuesto a las corporaciones promedio ponderado de acuerdo a EBITDA incorporando las

6.1. Costo de Deuda

Del costo de la deuda, se consideró la YTM¹³ del bono a 30 años el de más largo plazo emitido por SONDA¹⁴ en diciembre 2009, y que tuvo tasa de mercado de 4,61%.

Adicionalmente, este mismo instrumento se encuentra en la misma unidad monetaria de la valoración, UF.

Por lo anterior, el costo que incurre la compañía en obtener financiamiento de terceros (Bonistas y/o público general) es de UF+4,61% sobre el principal.

6.2. Beta de la Deuda

Habiendo identificado la tasa de costo de la deuda y mediante (utilizando) CAPM, se pudo obtener el Beta de la deuda.

Al despejar:

$$Kb = rf + [E(Rm) - rf] * \beta b$$

$$0.0461 = 0.0199 + 0.0606 * \beta b$$

$$\beta b = \frac{Kb - rf}{PRM}$$

$$\beta b = \frac{0.0461 - 0.0199}{0.0606}$$

$$\beta b = 0.4323$$

filiales de la compañía y el forecast de Chile de 27%.

¹³ YTM: Yield to Maturity, es la tasa de retorno anticipado, si el bono es mantenido hasta su vencimiento.

¹⁴ Bono Serie C con nemotécnico bolsa BSON-C.

6.3. Beta de la Acción

Para poder computar el beta de la acción (con deuda), se utilizaron las rentabilidades semanales que tuvieron el IGPA y SONDA, donde se consideró la información de dos años (en promedio 104 observaciones en promedio que consideró la rentabilidad semanal), desde enero del año 1 a diciembre del año 2.

Tabla N° 13

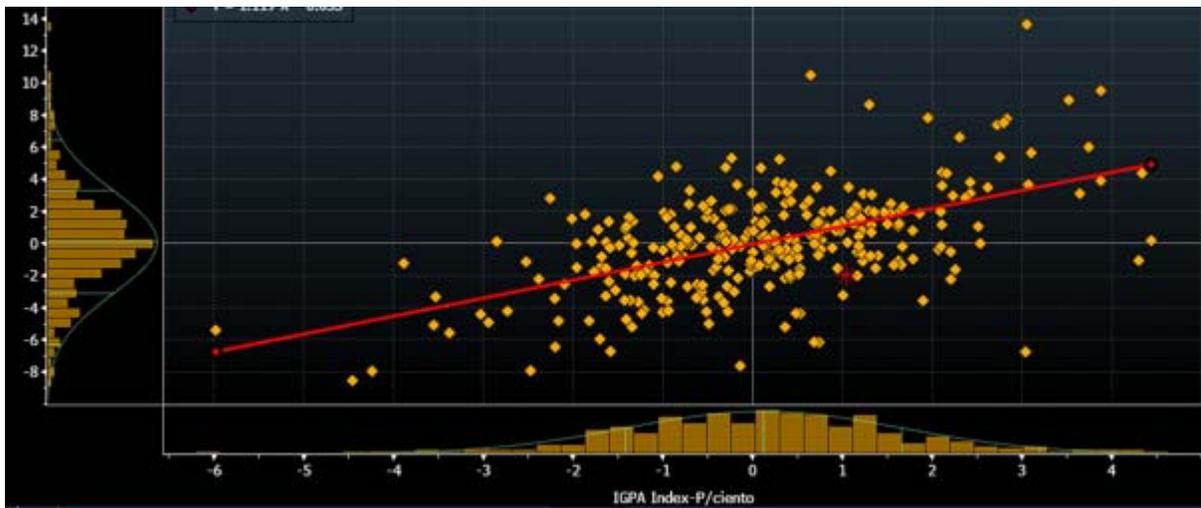
	2013	2014	2015	2016	2017
Beta de la Acción	1,19	1,16	1,126	1,206	1,039
p-value	3,15119E-11	1,67282E-13	3,01694E-14	7,36167E-12	3,47348E-09
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	99,44%	100%	100%

Como se puede observar en la tabla N° 13, todos los betas son estadísticamente significativos con un 95% de confianza, p-value menor al 5%, además se añaden los intervalos de confianza de estos betas.¹⁵

El siguiente gráfico esta modelado para el beta a septiembre 2017 :

$$= -0.0018 + 1.039 * X$$

Imagen N° 1



¹⁵ Para ver mayor detalle de las regresiones ver anexos.

6.4. Beta patrimonial Sin Deuda

Para este apartado, se desapalancó el beta de la acción (obtenido en el apartado anterior 1.3), con el promedio de los leverages calculados (razón deuda a patrimonio promedio 2016-2017 17,6 %. Esto, teniendo en consideración que para el cálculo de este beta (β accionario =1.039), las observaciones ocupadas fueron en ese periodo, por lo que se entiende que el riesgo financiero debe ser reflejado en la ponderación del endeudamiento).

La metodología que se empleó para desapalancar el beta accionario es:

$$Kb > r = \text{Rubinstein}(1973)$$

Al desarrollar el modelo de Rubinstein debido a la deuda riesgosa (1973) obtenemos:

$$\beta_{\rho}^{\frac{c}{\bar{a}}} = \beta_{\rho}^{\frac{s}{\bar{a}}} \left[1 + (1 - tc) * \left(\frac{B}{P} \right) \right] - B_b(1 - tc) * \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_{\rho}^{\frac{s}{\bar{a}}} = \frac{\beta_{\rho}^{\frac{c}{\bar{a}}} + B_b(1 - tc) * \left(\frac{B}{P} \right)}{\left[1 + (1 - tc) * \left(\frac{B}{P} \right) \right]}$$

$$\beta_{\rho}^{\frac{s}{\bar{a}}} = \frac{1.039 + 0.4323(1 - 0.2856) * 0.176}{\left[1 + (1 - 0.2856) * 0.176 \right]}$$

$$\beta_{\rho}^{\frac{s}{\bar{a}}} = 0.9712$$

6.5. Beta Patrimonial Con Deuda

El beta patrimonial con deuda fue obtenido al apalancar el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetivo de la empresa, equivalente a: 0.12

$$\frac{B}{P} = 12\%$$

Como la deuda de SONDA es riesgosa (y por esto se utilizó la metodología de Rubinstein en vez de Hamada (1969)); es que continuaremos utilizando el mismo modelo, como sigue a continuación:

$$\beta_{\rho^{\frac{c}{d}}} = \beta_{\rho^{\frac{s}{d}}} \left[1 + (1 - tc) * \left(\frac{B}{P} \right) \right] - B_b(1 - tc) * \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_{\rho^{c/d}} = 0.9712 [1 + (1 - 0.2932) * (0.12)] - 0.4323 * (1 - 0.2932) * (0.12)$$

$$\beta_{\rho^{c/d}} = 1.0179$$

En resumen, el beta patrimonial con deuda de la empresa es de 1.017. Este muestra las sensibilidades que tendrá la rentabilidad de las acciones de SONDA frente a variaciones que se vean en el mercado.

6.6. Costo Patrimonial

Con el $\beta_{\rho^{c/d}}$ recién obtenido y utilizando CAPM, se obtiene:

$$K_p = r_f + [E(R_m) - r_f] * \beta_{\rho^{c/d}}$$

$$K_p = 0.0199 + 0.0606 * 1.017$$

$$K_p = 8.15\%$$

6.7. Costo Capital

Para obtener el costo capital (WACC), se sigue el modelo desarrollado por Modigliani & Miller (1963)

$$K_0 = K_p \left(\frac{P}{V} \right) + K_b * (1 - tc) * \left(\frac{B}{V} \right)$$

$$K_0 = 0.0815 * 0.894 + 0.0461 * (1 - 0.2932) * (0.106)$$

$$K_0 = 7.64\%$$

Por todos los cálculos anteriores y supuestos empleados, tenemos la tasa relevante que será utilizada para descontar los flujos de caja. Ésta es: 7.64%.

En resumen, se tiene:

Tabla N° 14

	Nomenclatura	Valor
Costo de la deuda	Kb	4,61%
Beta de la deuda	β_d	0,4323
Beta de la acción	$\beta_{\text{acción c/d}}$	1,039
Beta patrimonial sin deuda	$\beta_p \text{ s/d}$	0,9712
Beta patrimonial con deuda	$\beta_p \text{ c/d}$	1,017
Costo patrimonial	Kp	8,15%
Costo capital (WACC)	K0	7,64%

7. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE SONDA Y DE LA INDUSTRIA

7.1. Comportamiento y Crecimiento Histórico de SONDA.

En base a nuestro periodo de análisis de 5 años, teniendo en cuenta las tres principales áreas de negocio de la entidad tales como Servicios TI, Plataformas y Aplicaciones, como también las regiones de desarrollo del negocio, veremos la composición del ingreso y el comportamiento de la compañía.

7.1.1. Comportamiento Histórico

SONDA S.A ha mantenido una interesante diversificación de ingresos, sin concentraciones, es decir, ninguno de sus clientes contribuye con más de un 5% de las entradas de ventas brutas a la compañía, además un 60% ¹⁵ de estos son provenientes de contratos de largo plazo, lo que demuestra la estabilidad de percepción periodo a periodo, como lo podemos ver en la siguiente tabla los niveles de ingresos trimestrales de la compañía se sitúan alrededor del 25%.

Tabla N° 15

En Miles de UF's 12 meses	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017
	03/31/2015	06/30/2015	09/30/2015	12/31/2015	03/31/2016	06/30/2016	09/30/2016	12/31/2016	03/31/2017	06/30/2017	09/30/2017
Ingresos Brutos	8,635.32	8,757.33	8,631.59	9,492.45	7,675.62	7,746.42	7,880.40	7,953.83	7,750.39	7,669.80	7,623.00
Distribución del Ingreso por trimestre	24.3%	24.7%	24.3%	26.7%	24.6%	24.8%	25.2%	25.7%	25.0%	24.7%	24.6%
Ponderación del Ingreso / año anterior	24.6%	24.6%	24.2%	26.6%	22.1%	22.3%	22.7%	22.9%	25.0%	24.8%	24.6%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Por lo anterior, dado a que la información financiera que tenemos para esta valoración es al cierre de septiembre de 2017, cerramos el año 2017 con una estimación basada en el promedio de ingresos percibidos durante los tres trimestres de 2017 con respecto al año anterior, o mejor dicho proyectamos un ingreso bruto para el último trimestre del año en términos reales del 24,8% sobre el ingreso total del año 2016.

Tabla N° 16

En Miles de UF's	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	09/30/2017	12/31/2017_E	Promedio 5años
Revenue	28,842 100%	35,670 100%	34,770 100%	30,976 100%	22,992 100%	30,656 100%	
Servicios de IT	15,239 52.8%	19,891 55.8%	18,803 54.1%	16,957 54.7%	12,987 56.5%	17,317 56.5%	54.8%
Plataformas	11,355 39.4%	13,034 36.5%	13,797 39.7%	12,089 39.0%	8,878 38.6%	11,837 38.6%	38.6%
Aplicaciones	2,248 7.8%	2,745 7.7%	2,169 6.2%	1,931 6.2%	1,127 4.9%	1,502 4.9%	6.6%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

¹⁵ ICR Reseña Anual con Cambio de Clasificación (estados financieros junio 2017)

Imagen N° 2



Como se muestra en la imagen 2, podemos decir que la distribución de ingresos por servicios ofrecidos por SONDA se mantiene en promedio de los últimos 5 años, distribuidos en un 54.5% por servicios de IT, 38.6% en Plataformas y un 6.6% en aplicaciones, como se muestra en la gráfica.

Por otra parte es valioso mencionar que SONDA S.A. tiene presencia a en América Central y del Sur, siendo su principal nicho de negocio Chile, México, Brasil y una zona denominada como OPLA o Resto de Latinoamérica, la cual incluye países como Argentina, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Panamá, Perú y Uruguay. Los ingresos por región se detallan a continuación.

Tabla N° 17

En miles de CLF 12 meses	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017_E 12/31/2017_E	Promedio 5 años
Revenue	28,842 100.0%	35,670 100.0%	34,770 100.0%	30,976 100.0%	23,000 100.0%	
Chile	12,722 44.1%	12,585 35.3%	13,779 39.6%	13,712 44.3%	9,880 43.0%	41.2%
Brazil	9,333 32.4%	15,565 43.6%	13,418 38.6%	10,575 34.1%	7,720 33.6%	36.5%
Rest of Latin America	3,867 13.4%	4,535 12.7%	4,356 12.5%	3,837 12.4%	3,451 15.0%	13.2%
Mexico	2,919 10.1%	2,986 8.4%	3,217 9.3%	2,852 9.2%	1,949 8.5%	9.1%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Imagen N° 3



Como podemos ver en el gráfico 2, Chile se mantiene como principal nicho de mercado para SONDA, donde la entidad obtiene la mayoría de ingresos con un 41.2% en promedio de los últimos 5 años debido a los contratos a largo plazo que se han conservado a través del tiempo. Por otro lado, a pesar de la situación económica de Brasil, los ingresos obtenidos por SONDA en promedio del mismo periodo desde

este país son del 36.5%, Resto de Latinoamérica participa con un 13.2% principalmente por el buen comportamiento y la demanda percibida desde Colombia. Por último México representa un 9,1% de los ingresos de la compañía.

7.1.2. Crecimiento Histórico de la Compañía.

En términos generales, podemos ver que SONDA tuvo un gran crecimiento durante 2014 dado el buen comportamiento de la región durante ese año, jalonado principalmente por la demanda de productos y servicios de IT desde Brasil.

Tabla N° 18

Ventas en miles de UF							Variación anual				
31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2017_E	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
UF M	UF M	UF M	UF M	UF M	UF M	UF M	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
29,824	28,842	35,670	34,770	30,976	22,992	30,673	-3.29%	23.68%	-2.52%	-10.91%	-0.98%

Fuente Comisión para el Mercado Financiero (SVS), Preparación Propia

En las siguientes tablas podemos ver que el consumo tecnológico desde Brasil marco un crecimiento importante para el desarrollo y crecimiento de las ventas para SONDA durante 2014, y es que para esa época el país tenía varios proyectos que demandaban la presencia y la implementación de proyectos de modernización de tecnologías, dado que enfrentaban desafíos internacionales importantes, tales como el mismo mundial de futbol, luego de esto el país continuo su declive principalmente por la caída de los precios del petróleo y otros problemas geopolíticos que han afectado el crecimiento de SONDA y de la industria en este país. Como se puede ver en la tabla 20, Brasil muestra el principal decrecimiento para SONDA en la región durante 2015 y 2016 siendo un país con un alto consumo de aplicaciones, principal servicios de la entidad que se ha visto afectado por la recesión que ha vivido el país más grande de América del Sur.

Tabla N° 19

Crecimiento por Servicios	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017
Ingresos Totales	-3.29%	23.68%	-2.52%	-10.91%	-0.98%
Servicios de IT	-3.16%	30.53%	-5.47%	-9.82%	2.18%
Plataformas	-2.46%	14.78%	5.86%	-12.38%	-2.02%
Aplicaciones	-8.09%	22.12%	-20.97%	-11.01%	-22.16%

Tabla N° 20

Crecimiento Por region	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017_E 12/31/2017_E
Ingresos	-3.29%	23.68%	-2.52%	-10.91%	-0.98%
Chile	-5.05%	-1.08%	9.49%	-0.48%	-3.91%
Brazil	-7.26%	66.77%	-13.80%	-21.18%	-2.64%
Rest of Latin America	4.46%	17.27%	-3.94%	-11.92%	19.93%
Mexico	9.79%	2.27%	7.76%	-11.36%	-8.84%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Es de reconocer que SONDA está haciendo esfuerzos para mantenerse pese a la adversidad, recordemos que México no pasa por su mejor momento sociopolítico y su crecimiento como país también se ha visto

impactado por la regulación norteamericano. Como vemos se espera que en 2017 llegue a un punto cero, aspecto positivo para la compañía dada la tendencia que traía los dos años anteriores, es válido mencionar nuevamente el impacto positivo que se ha percibido durante el último año, gracias al desarrollo de los servicios ofrecidos en OPLA, marcado principalmente por el crecimiento de la demanda en Colombia.

7.1.3. Crecimiento Histórico de la Industria.

En este capítulo estudiaremos el crecimiento de la industria por pasos, primero analizaremos la región. Podemos ver que la situación para la industria tecnológica, en términos generales ha sido positiva, tal y como lo muestra la siguiente tabla y concordando con analistas expertos en la materia los mayores crecimientos se ven reflejados en las zonas más subdesarrolladas como Asia, América Latina y por momentos Medio Este y África, regiones con una mayor necesidad de innovación para superar sus barreras de desarrollo.

Tabla N° 21

Crecimiento por Región	2012	2013	2014	2015	2016
Norte America	3.4%	1.8%	3.4%	3.5%	1.7%
Europa Occidental	1.4%	-0.4%	-0.1%	3.3%	1.2%
Japon	1.8%	2.3%	4.4%	-1.4%	0.0%
Asia / Pacifico	8.6%	6.2%	5.5%	8.6%	7.3%
America Latina	8.8%	8.5%	4.3%	6.4%	3.5%
Resto de Europa	7.0%	1.6%	3.2%	1.9%	0.8%
Medio Este y Africa	8.1%	6.4%	9.5%	3.7%	-0.4%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

De los servicios ofrecidos por SONDA a nivel global, aun se puede percibir un crecimiento estable, en el tiempo.

Tabla N° 22

Crecimiento Global por Servicio	2012	2013	2014	2015	2016
Applications	7.3%	7.6%	6.2%	8.0%	6.8%
Computer Services - Integrated Solutions	3.4%	2.5%	3.3%	3.5%	3.1%
Platforms	2.6%	4.4%	4.1%	11.5%	4.5%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Como podemos ver en adelante, el análisis de crecimiento de servicios por región, muestra una tendencia optimista en el consumo de los bienes y servicios ofrecidos por la compañía, lo cual nos da señales positivas para el futuro de la industria donde SONDA desarrolla su negocio.

Tabla N° 23

Crecimiento por Servicio y Región - Servicios de IT	2012	2013	2014	2015	2016
Norte America	3.5%	2.0%	2.7%	2.6%	2.4%
Europa Occidental	0.6%	1.0%	1.8%	2.2%	2.4%
Japon	1.8%	1.5%	4.1%	3.1%	1.4%
Asía / Pacifico	7.0%	5.6%	6.3%	5.8%	5.9%
America Latina	17.6%	7.8%	10.8%	10.9%	8.8%
Resto de Europa	11.5%	8.4%	3.4%	6.7%	3.1%
Medio Este y Africa	12.4%	7.9%	11.7%	11.8%	9.9%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Por parte de Servicios de IT, Plataformas y aplicaciones enmarcadas en los rubros presentados en las tablas 23, 24 y 25 (en el mismo orden), podemos ver que la industria a nivel global y más aún en Latinoamérica han mostrado un crecimiento sostenido, por lo cual la compañía tiene que trabajar en absorber el mercado para generar el crecimiento deseado en volúmenes de ventas.

Tabla N° 24

Crecimiento por Servicio y Región - Infraestructura	2012	2013	2014	2015	2016
Norte America	2.0%	4.0%	2.7%	9.2%	0.7%
Europa Occidental	-3.0%	1.9%	4.5%	21.4%	2.1%
Japon	6.8%	2.6%	-3.8%	-2.6%	-5.3%
Asía / Pacifico	3.1%	7.1%	7.4%	15.5%	16.7%
America Latina	6.3%	9.0%	13.7%	25.3%	6.7%
Resto de Europa	9.1%	1.4%	5.5%	1.3%	-2.6%
Medio Este y Africa	6.0%	3.8%	7.3%	3.4%	0.8%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Tabla N° 25

Crecimiento por Servicio y Región - Software	2012	2013	2014	2015	2016
Norte America	7.4%	8.7%	6.6%	7.9%	7.8%
Europa Occidental	5.6%	4.4%	4.2%	7.5%	5.7%
Japon	5.2%	7.7%	4.6%	4.4%	2.3%
Asía / Pacifico	9.4%	8.3%	7.3%	9.6%	6.8%
America Latina	14.9%	13.0%	9.7%	19.4%	3.4%
Resto de Europa	9.5%	4.3%	5.6%	7.9%	3.7%
Medio Este y Africa	13.6%	10.4%	10.8%	6.1%	6.9%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

7.1.4. Perspectiva de Crecimiento de la Industria.

La agenda digital del país muestra una perspectiva positiva para la industria en Chile y el IDC la empresa mundial de inteligencia de mercado en tecnologías de la información presentó el Informe de Predicciones 2018-2021 para la industria tecnológica en Latinoamérica. INSOLTEC realizó un análisis de este informe, el cual destaca los puntos más relevantes de estas predicciones, resumido en 2 temas principales: Transformación Digital en Latinoamérica y Migración Cloud.

a. Transformación Digital En Latinoamérica

Las predicciones de IDC muestran que en los próximos 3 años las medianas y grandes organizaciones de Latinoamérica, emprenderán y en otros casos agilizarán marcha hacia la transformación digital, impulsados por el ingreso de grandes competidores, inversionistas y la mirada expectante de sus clientes y usuarios.

- Ingreso de nativos digitales: durante el 2017 los nativos digitales, tales como Amazon, Alibaba, Uber, Airbnb, entre otros, vieron en Latinoamérica un mercado de crecimiento y alto potencial para sus negocios.
- Estrategias de Transformación Digital: En los próximos 3 años la mayoría de las medianas y grandes empresas e instituciones de Latinoamérica, buscarán a través de herramientas tecnológicas como, Big Data Analytics, Inteligencia Artificial, Realidad Aumentada, Realidad Virtual, entre otras, articular estrategias que permitan innovar sus productos y servicios.
- Nuevos indicadores para valoración de empresas: los CEO's de la región mantendrán una significativa presión por la valoración de sus empresas, considerando que los inversionistas están incorporando nuevos indicadores en sus procesos de valoración, entre ellos: la capacidad analítica de las empresas para el manejo de sus datos, la plataforma digital (interna y externa) de la organización y su impacto en la relación con sus clientes..

b. Migración Cloud

La migración hacia servicios Cloud es otro de los temas principales de las predicciones de IDC, se estima que el gasto anual en la nube y sus habilitantes se duplicará entre el 2018-2021, comparado con el 2017, llegando a un aproximado de 11 mil millones USD. Esta tendencia se deberá principalmente a:

- Plataformas Cloud: Los grandes proveedores cloud (Amazon, Google y Microsoft), se enfocarán a solventar los problemas existentes de latencia en Latinoamérica y a incrementar su oferta a través de plataformas Cloud (PaaS).

- Arquitecturas abiertas: se observará una tendencia hacia el desarrollo de arquitecturas híper ágiles, bajo un enfoque mayormente de colaboración abierta, en donde el uso de microservicios (desarrollo de apps) y contenedores (método de soporte y administración de máquinas virtuales) permitirá a las empresas diseñar y probar sus aplicaciones de una manera más ágil y eficiente.

De acuerdo con el gigante de la industria IT, IDC, El escenario 2018-2021 para Latinoamérica presenta factores importantes que favorecen las condiciones para la transformación digital de las organizaciones.

7.1.5. Proyección del Crecimiento de la Compañía.

Teniendo en cuenta las proyecciones de SONDA, detalladas en el numeral 11.2. de esta tesis, las siguientes serían las proyecciones promedio de crecimiento anual en términos reales para la compañía:

Tabla N° 26

Segmento Geografico	Inflación - 2017	2017	Inflación - 2018	2018	2019	2020	2021	Promedio
Chile	2.30%	1.1%	2.19%	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	3.1%
Brazil	2.95%	-0.6%	2.85%	2.2%	3.3%	4.3%	4.6%	2.8%
Mexico	6.55%	0.7%	5.50%	0.8%	0.1%	1.2%	2.1%	1.7%
Rest of Latin America	4.20%	0.5%	3.60%	3.3%	3.4%	5.0%	4.2%	3.3%
Totales Ponderados por Ingresos		0.4%		2.5%	3.2%	4.1%	4.3%	2.9%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Este crecimiento (descontando el porcentaje de inflación para 2017 y el proyectado para 2018 como si fuera constante en el tiempo), para nosotros tiene sentido dado el crecimiento histórico de 1,2% teniendo en cuenta los últimos 5 años, los siguiente son los factores que utilizaremos para proyectar los ingresos de SONDA, excepto lo que falta para culminar 2017 dada la linealidad en la generación anual de la entidad, debido a que como lo habíamos mencionado, la compañía mantiene una muy buena distribución de clientes sin concentraciones importantes.

7.2. Proyección de Ingresos

Basados en lo anterior, para la proyección de los ingresos se han considerado partidas históricas tomadas del análisis de crecimiento (numeral 11.2.), tanto a nivel de unidades de negocio, como por regiones.

Los factores por regiones en términos reales que se usarán teniendo en cuenta 2017 serán:

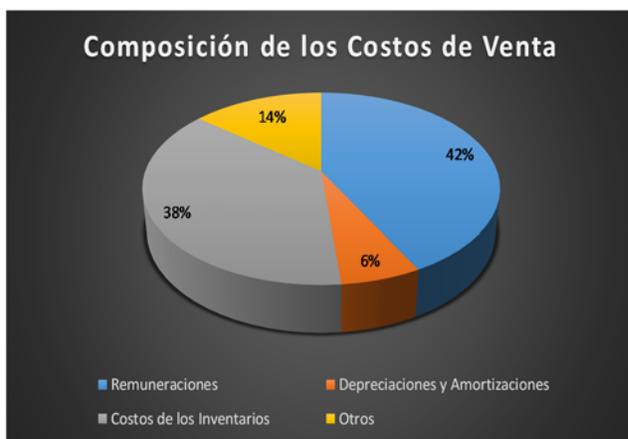
Tabla N° 27

Segmento Geografico	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Chile	-3.9%	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	2.3%
Brazil	-2.6%	2.2%	3.3%	4.3%	4.6%	2.4%
Mexico	19.9%	0.8%	0.1%	1.2%	2.1%	4.8%
Rest of Latin America	-8.8%	3.3%	3.4%	5.0%	4.2%	1.4%
Totales Ponderado	-1.0%	2.5%	3.2%	4.1%	4.3%	2.6%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

8. COSTOS DE LA OPERACIÓN DE SONDA

Imagen N° 4



De acuerdo con las líneas de negocio de SONDA S.A., los costos de venta de la compañía están compuestos en un 42% por remuneraciones o por la mano de obra por los ingenieros de sistemas, técnicos, personal que cumplen con las labores de mantenimiento, apoyo y soporte operacional, 38% por Costos de inventario concentrado en los equipos de cómputo y tecnológicos para la venta,

14% Depreciación y la amortización por el desgaste de los activos destinados para la ejecución de las tres líneas de negocio de SONDA, y amortización de intangibles y por el desarrollo de proyectos por demanda o a la medida para clientes. Por otro lado la compañía tiene otros costos operacionales que representan el 6% de los costos de ventas de la entidad.

Históricamente los costos operacionales de la compañía han evolucionado de la siguiente manera:

Tabla N° 28

Periodos	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2017_E
Unidad de Medida	UF M						
Ingresos de actividades ordinarias	29,824	28,842	35,670	34,770	30,976	22,992	30,673
Costo de ventas	(23,407)	(22,746)	(29,267)	(28,419)	(25,488)	(19,139)	(25,533)
Relación Costo/Venta	78.48%	78.86%	82.05%	81.73%	82.28%	83.24%	83.24%

Fuente Comisión para el Mercado Financiero (SVS), Preparación Propia

8.1. Costo Operacional por Segmento Regional.

Imagen N° 5



Como se ha mencionado anteriormente, SONDA mantiene una presencia importante a nivel Latinoamérica y en un promedio de 5 años analizados los Costos de venta se descomponen así: 40% Brasil, 38% Chile, 13% OPLA u Otros países de Latinoamérica y un 9% México, guardando relación con los ingresos donde Chile y Brasil siguen siendo

los países más importantes para el desarrollo del negocio para SONDA.

Históricamente los costos de ventas se han comportado de la siguiente manera:

Tabla N° 29

En miles de CLF 12 meses	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017_E 12/31/2017_E	Promedio 5 años
Cost of Revenue	22,746 100.0%	29,267 100.0%	28,419 100.0%	25,488 100.0%	19,145 100.0%	
Chile	9,552 42.0%	9,686 33.1%	10,647 37.5%	10,478 41.1%	7,481 39.1%	38.5%
Brazil	7,793 34.3%	13,689 46.8%	11,872 41.8%	9,777 38.4%	7,222 37.7%	39.8%
Rest of Latin America	3,145 13.8%	3,661 12.5%	3,427 12.1%	3,055 12.0%	2,903 15.2%	13.1%
Mexico	2,256 9.9%	2,231 7.6%	2,473 8.7%	2,178 8.5%	1,540 8.0%	8.6%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

En la tabla N° 29 podemos ver la evolución histórica de los costos de venta segmentada por región, están muy acorde a la evolución de los ingresos, por lo cual el margen operacional no se ha visto significativamente afectado en los últimos cinco años como se puede ver en la tabla N° 31:

Tabla N° 30

Crecimiento Por region	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017_E 12/31/2017_E
Ingresos	-3.29%	23.68%	-2.52%	-10.91%	-0.98%
Chile	-5.05%	-1.08%	9.49%	-0.48%	-3.91%
Brazil	-7.26%	66.77%	-13.80%	-21.18%	-2.64%
Rest of Latin America	4.46%	17.27%	-3.94%	-11.92%	19.93%
Mexico	9.79%	2.27%	7.76%	-11.36%	-8.84%
Costo de Ventas	-2.82%	28.67%	-2.90%	-10.31%	0.17%
Chile	-4.65%	1.41%	9.91%	-1.58%	-4.79%
Brazil	-18.01%	75.65%	-13.27%	-17.65%	-1.49%
Rest of Latin America	71.11%	16.39%	-6.38%	-10.87%	26.71%
Mexico	10.23%	-1.11%	10.86%	-11.91%	-5.71%

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Tabla N° 31

Periodos	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2017_E
Unidad de Medida	UF M					
Total ganancia bruta	6,096	6,403	6,351	5,488	3,853	5,140
Margen Bruto	21.14%	17.95%	18.27%	17.72%	16.76%	16.76%

Fuente Comisión para el Mercado Financiero (SVS), Preparación Propia

8.2. Detalle de los Costos de Ventas

El siguiente es el detalle de los costos de ventas para un periodo de tiempo de 5 años.

Tabla N° 32

Periodos	01.01.2013	01.01.2014	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017		
Detalle	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017_E	Promedio	%
Total Costos de Ventas Miles de CLP	530,195,263	720,758,398	719,321,184	671,565,219	680,234,792	664,414,971	
Total Costos de Ventas Miles de CLF	22,746	29,267	28,067	25,488	25,518	26,217	100.0%
Costos de los Inventarios Miles de CLF	9,684	9,674	11,072	9,760	9,545	9,947	37.9%
Depreciaciones y Amortizaciones Miles de CLF	1,296	1,693	1,312	1,283	1,569	1,431	5.5%
Remuneraciones y Otros Miles de CLF	11,766	17,900	15,683	14,445	14,404	14,839	56.6%
Costos de Venta sin Depreciación ni Amortizaciones en	21,450	27,574	26,755	24,205	23,949	24,787	94.5%

Fuentes Comisión para el Mercado Financiero (SVS) y Bloomberg, Preparación Propia

Del ratio costos operacionales sobre ingresos, se tiene un indicador promedio de un 79,3%, donde SONDA reconoce la depreciación y amortización. Es decir, los costos de venta representan un 90% aproximado de los ingresos que tiene la compañía, lo que da un alto grado de apalancamiento operativo. Del costo de venta se tiene que un 38% aproximado histórico corresponde a costos de inventario, 3,5% corresponde a depreciaciones y un 1,5% a amortizaciones. Del 56% restante se tiene una composición de remuneraciones a trabajadores de la empresa lo que tiene sentido con el desarrollo económico de SONDA especializado en prestación de servicios de IT

8.3. Gastos de Administración

La siguiente es la evolución en 5 años de los gastos administrativos de la Entidad, y representan del 9% al 10% de los ingresos durante los últimos tres años

Tabla N° 33

Periodos	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2017_E					
Unidad de Medida	UF M										
Gastos de administración	(2,499)	(2,827)	(2,717)	(3,085)	(2,413)	(3,217)	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	2017/2016
Gastos Administrativos / Ingresos	8.67%	7.93%	7.81%	9.96%	10.50%	10.49%	12 meses				

Fuente Comisión para el Mercado Financiero (SVS), Preparación Propia

Imagen N° 6



Los Gastos de administración en promedio de los últimos cinco años se dividen por segmento regional así:

- Chile 47%
- Brasil 31%
- OPLA 13%
- México 9%

Es válido mencionar que las cifras analizadas cierran en septiembre de 2017, y se estimó un crecimiento lineal para el último trimestre del año.

Por último enseguida veremos la evolución de los gastos administrativos a través del tiempo detallado por segmento regional.

Tabla N° 34

Segmento en Miles de CLF	Periodos		01.01.2015 31.12.2015	01.01.2016 31.12.2016	01.01.2017 31.12.2017_E	Promedio	%
	01.01.2013 31.12.2013	01.01.2014 31.12.2014					
Gastos de Administración							
Chile	(1,173)	(1,214)	(1,332)	(1,452)	(1,532)	(1,341)	46.7%
Brasil	(699)	(971)	(735)	(1,014)	(1,022)	(888)	31.0%
México	(278)	(252)	(269)	(256)	(239)	(259)	9.0%
OPLA - Resto de Latinoamérica	(349)	(391)	(381)	(363)	(424)	(382)	13.3%
Total Gastos Administrativos	(2,499)	(2,827)	(2,717)	(3,085)	(3,217)	(2,869)	100.0%

Fuente EEFF Consolidados, Memorias Internas, Informes razonados Sonda S.A., Preparación Propia

De los gastos de administración y venta, se tiene, en promedio, un desembolso de 2.869 UF y éste representa, en promedio, un ratio G.A.V. sobre ingreso de 11% aproximadamente.

9. CUENTAS NO OPERACIONALES.

De las cuentas no operacionales y, por lo tanto, no pertenecientes al negocio original, se tienen las siguientes cuentas con sus respectivas salidas/entradas de efectivo. Se podrá ver la magnitud en UF.

Tabla N° 35

Cuentas no Operacionales	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	Clasificación
Otros ingresos	590,6	178,8	193,1	215,3	72,9	250,1	Recurrente Ver detalle
Otros gastos	-347,0	-218,8	-408,7	-548,8	-309,1	-366,5	Recurrente Ver detalle
Ingresos financieros	324,6	260,2	167,3	201,4	194,5	229,6	Recurrente
Costos financieros	-309,2	-461,6	-328,5	-454,2	-467,9	-404,3	Recurrente
Participación en sociedades	15,9	19,4	12,6	0,4	4,1	10,5	Recurrente
Diferencias de cambio	64,2	-0,3	-17,2	-102,9	80,6	4,9	No Recurrente
Resultado por unidades de reajuste	-27,6	-74,0	-10,6	4,7	-2,2	-21,9	No Recurrente

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Para las cuentas no operaciones de Otros ingresos y Otros Gastos, se extrajeron de la información contenida en memorias y estados financieros, los cuales se presentan a continuación, dándoles la misma clasificación de recurrencia.

9.1. Otros ingresos:

Tabla N° 36

Otros Ingresos	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	Clasificación
Recuperación de gastos extraordinarios	0,96	10,49	13,13	20,36	15,03	11,99	Recurrente
Ut. vta. de inversiones no controladoras	231,39	30,46	28,84	27,23	25,61	68,71	Recurrente
Otros dividendos recibidos		3,73	59,32	114,90	17,05	48,75	No Recurrente
Ajuste precio adquirido			56,69	202,96	34,92	98,19	No Recurrente
Reajuste impuestos			-				No Recurrente
Ut. vta. activo fijo	15,51	3,73	15,51	27,29	20,68	16,54	No Recurrente
Ajuste por inversiones	245,07	0,00	245,07	245,07	0,00	245,07	No Recurrente
Recuperación de provisiones	6,22	8,35	6,20	4,06	1,91	5,35	Recurrente
Convenio de pago impuestos		87,37		87,37	0,00	87,37	No Recurrente
Otros	17,28	24,82	21,50	18,19	14,87	19,33	No Recurrente

9.2. Otros Gastos:

Tabla N° 37

Otros Gastos	2013	2014	2015	2016	2017	Promedio	Clasificación
Contingencias	67,73	111,92	86,5	107,49	116,87	98,10	Recurrente
Gastos adquisiciones	-	6,56	6,12	5,68	5,24	5,90	Recurrente
Gastos por reestructuración	-	-	213,01	213,01	113,01	179,68	No Recurrente
Pago de Litigios	-	9,64	-	9,64	-	9,64	No Recurrente
Castigo impuestos por recuperar	-	24,68	4,77	-15,14	-35,05	-5,185	Recurrente
Castigo extraordinario de Activos	1,72	-	-	-	-	1,72	No Recurrente
Pago extraordinario	-	-	-	-	-	-	No Recurrente
Actualización y Multas fiscales	27,92	-	-	-	-	27,92	No Recurrente
Perdida venta AF	11,18	8,42	0,05	-8,32	-16,69	-1,072	No Recurrente
Otros Gastos	53,5	67,21	98,23	129,25	124,32	94,502	No Recurrente

10. ANÁLISIS DE ACTIVOS

El siguiente análisis discrimina las cuentas de activos del balance general (corriente y no corriente) y las clasifica como operacionales y no operacionales. Éstas serán analizadas más adelante y en detalle.

Tabla N° 38

Cuenta	Clasificación
<i>Activos corrientes</i>	-
Efectivo y equivalentes al efectivo	No Operacional
Otros activos financieros corrientes	No Operacional
Otros activos no financieros corrientes	Operacional
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	Operacional
Inventarios	Operacional
Activos por impuestos corrientes	Operacional
<i>Activos no corrientes</i>	-
Otros activos financieros no corrientes	No Operacional
Otros activos no financieros no corrientes	Operacional
Cuentas por cobrar no corrientes	Operacional
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	Operacional
Inversiones contabilizadas usando el método de la participación	Operacional
Activos intangibles distintos de la plusvalía	Operacional
Plusvalía	Operacional
Propiedades, Planta y Equipo	Operacional
Propiedad de Inversión	No Operacional
Activos por impuestos diferidos	Operacional

De las cuentas no operacionales, se tiene que “otros activos financieros” se componen como sigue a continuación:

Tabla N° 39

Otros activos financieros	Corriente		No corriente	
	2017	2016	2017	2016
Instrumentos financieros a valor razonable	8,40	79,89	-	-
Inversiones financieras disponibles para la venta-participaciones no cotizadas	-	-	36,33	35,99
Derecho de opciones	-	-	3,51	2,27
Valores en garantía	-	-	245,59	235,47
Activos de cobertura	0,33	1,48	-	-
Saldos de terceros	541,06	945,17	-	-
Otros activos financieros	5,53	1,62	0,00	16,80

Dentro de la clasificación corriente, se tiene a instrumentos financieros a valor razonable, donde esta inversión corresponde a instrumentos de renta variable (acciones), las cuales fueron adquiridas. Se tiene el siguiente detalle:

Tabla N° 40

Institución	Instrumento	2017	2016
BTG Pactual	Acciones	8,40	7,33
Bradesco	Valores Mobiliarios	-	72,56

De los saldos a terceros, corresponden a saldos en cuenta corriente sobre los cuales SONDA S.A. debe rendir cuenta a terceros, es decir, son saldos restringidos de uso. El origen de estos saldos tiene relación con las operaciones normales de la sociedad y compromisos de administración por parte de Sonda, También la compañía contrato de mutuo firmado entre la filial Sonda Procwork Outsourcing Ing. Ltda., Ativas Participacoes S.A. y Cemig Telecomunicacoes S.A., mediante el cual Sonda efectúa a estos dos últimos, un préstamo por R\$ 110,5 millones, con vencimiento hasta octubre de 2017. Esta cuenta genera intereses por 110% de CDI, con un límite de 12% anual más inflación, y cuenta con garantías de los socios; R\$66 millones fueron prorrogados hasta octubre de 2018 a una tasa de CDI + 1,9% anual, con garantías adicionales de los socios.

Por otro lado, la cuenta “propiedades de inversión” también cae en no operacional y se detalla a continuación, considerando que son terrenos y edificios, los cuales se encuentran netos.

Tabla N° 41

Propiedades de inversión		2017
Propiedades de inversión, neto		114,23
	Terrenos	88,45
	Edificios	25,89
Propiedades de inversión, bruto		122,85
	Terrenos	88,45
	Edificios	34,61
Propiedades de inversión, depreciación acumulada		8,62
	Edificios	8,62

Otros activos a considerar para este análisis son:

- Plusvalía
 - De la plusvalía, entenderemos que es el mayor valor pagado por la compra de derechos sociales de diferentes compañías y en diferentes regiones.
 - Destacando la generada por la empresa Brasileña CTIS Tecnología S.A M\$ 62.542.322.
 - De la plusvalía, se tiene que representar un 30,66% del total de activos que tiene la empresa y un 51,51% sobre los activos no corrientes de la firma. Al ser tan grande esta magnitud, no se puede obviar en nuestro análisis.
 - Aquí es importante reconocer que SONDA tiene dos tipos de crecimientos: uno llamado orgánico, que es producto de la operación del negocio; y otro llamado inorgánico, que es producto de las adquisiciones de otras empresas, lo que representa en promedio un 6,78% del crecimiento.

11. PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS EERR

11.1. Crecimiento Regional.

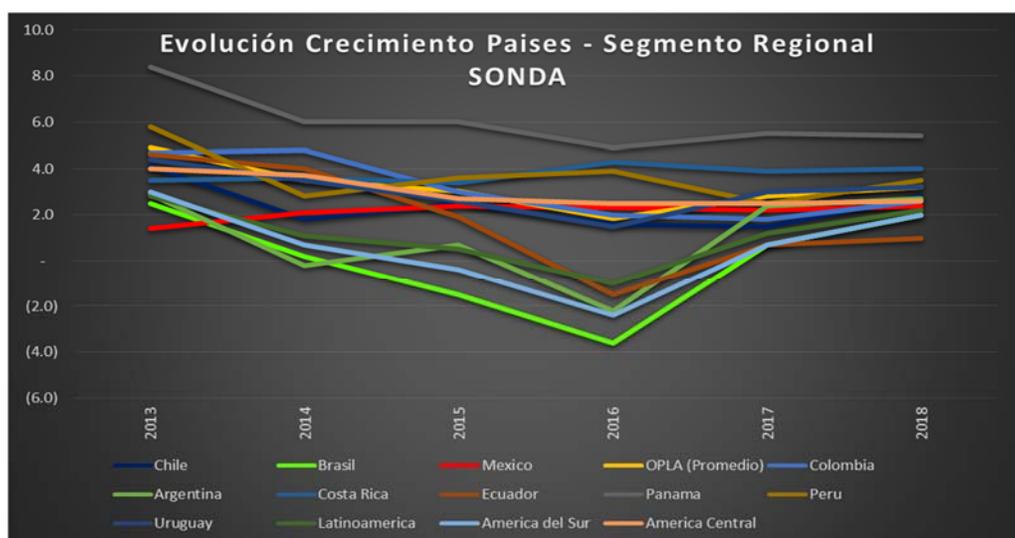
Para realizar la proyección de estados financieros primero revisaremos el entorno económico en el que SONDA desarrolla su negocio. La siguiente es la evolución (5 años con estimación para finales de 2017 y todo 2018), del crecimiento del PIB de acuerdo al CEPAL, en cada uno de los países objeto de ingresos para la entidad.

Tabla N° 42

CEPAL	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Chile	4.1	1.8	2.5	1.6	1.5	2.8
Brasil	2.5	0.2	(1.5)	(3.6)	0.7	2.0
Mexico	1.4	2.1	2.4	2.3	2.2	2.4
OPLA (Promedio)	4.9	3.5	3.0	1.8	2.8	3.2
Colombia	4.7	4.8	3.0	2.0	1.8	2.6
Argentina	2.9	(0.2)	0.7	(2.2)	2.4	2.7
Costa Rica	3.5	3.6	3.4	4.3	3.9	4.0
Ecuador	4.6	4.0	1.9	(1.5)	0.7	1.0
Panamá	8.4	6.0	6.0	4.9	5.5	5.4
Peru	5.8	2.8	3.6	3.9	2.5	3.5
Uruguay	4.4	3.5	2.6	1.5	3.0	3.2
Latinoamerica	2.8	1.1	0.5	(1.0)	1.2	2.2
América del Sur	3.0	0.7	(0.4)	(2.4)	0.7	2.0
América Central	4.0	3.7	2.7	2.5	2.5	2.6

Fuente CEPAL, Preparación Propia

Imagen N° 7

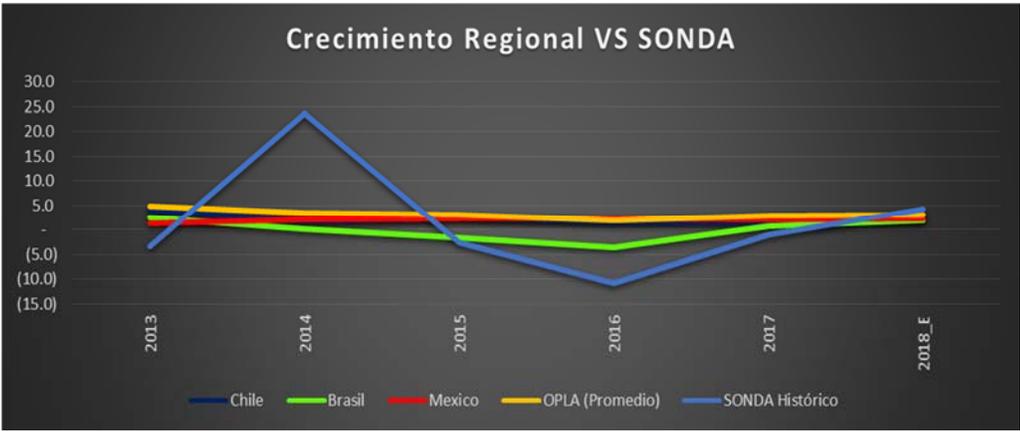


Fuente CEPAL, Preparación Propia

Como se puede ver en el anterior gráfico Latinoamérica ha tenido una situación descendiente en cuanto a crecimiento, a partir de 2013 hasta 2017, especialmente en América del Sur, región lastrada por una situación sociopolítica difícil que ha impactado el desarrollo del país más grande del Sur de América, sin embargo las proyecciones de 2018 se ven muy positivas con una reactivación importante para Brasil y un crecimiento importante para Chile y OPLA donde Colombia es un país que se está desarrollando tecnológicamente.

El siguiente gráfico es un comparativo de los crecimientos regionales versus el crecimiento en ventas de SONDA.

Imagen N° 8



Fuente CEPAL, Preparación Propia

Como se puede ver SONDA tuvo un gran 2014, principalmente, como ya se había mencionado, Un año en el cual el desarrollo del negocio de la compañía en Brasil tuvo un éxito no visto durante los otros periodos. Se puede notar que la tendencia es positiva para el país Portugués, tal como también la región poco a poco comienza a mostrar síntomas de activación que han hecho aumentar las estimaciones de crecimiento de la CEPAL para 2017 y 2018, datos que para nosotros son importantes en la proyección de estados financieros.

11.2. Análisis de Crecimiento

Teniendo en cuenta las proyecciones del especializado en tecnología IDC, el mismo SONDA y algunos análisis de instituciones financieras globales las siguientes serían las proyecciones promedio de crecimiento anual de la compañía, con tendencias positivas dado el escenario positivo de la región.

Tabla N° 43

Escenarios	2017	2018	2019	2020	2021
SONDA	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
IDC	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Scotiabank	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
J.P. Morgan	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
ITAU	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
BTG Pactual	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
HSBC	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%

Fuente Presentación anual SONDA y Reserch de los entes privados, Preparación Propia

En su presentación anual, SONDA S.A., muestra las siguientes proyecciones en términos nominales segmentadas por segmento geográfico:

Tabla N° 44

Segmento Geografico	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Chile	3.4%	5.1%	5.9%	6.5%	6.7%	5.5%
Brazil	2.3%	5.1%	6.2%	7.1%	7.5%	5.6%
Mexico	7.2%	6.3%	5.6%	6.7%	7.6%	6.7%
Rest of Latin America	4.7%	6.9%	7.0%	8.6%	7.8%	7.0%
Totales	4.1%	5.8%	6.3%	7.4%	7.5%	6.2%

Fuente Presentación anual SONDA y Reserch de los entes privados, Preparación Propia

Crecimiento que en términos reales (descontando el porcentaje de inflación para 2017 y el proyectado para 2018 como si fuera constante en el tiempo), para nosotros tiene sentido dado el crecimiento histórico de SONDA de 1,2% para los últimos 5 años. La siguiente tabla muestra los crecimientos en términos reales basados en la proyección de inflación realizada por el CEPAL para el final de 2017 y 2018, esta última se mantiene constante en el tiempo.

Tabla N° 45

Segmento Geografico	Inflación - 2017	2017	Inflación - 2018E	2018	2019	2020	2021	Promedio
Chile	2.30%	1.1%	2.19%	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	3.1%
Brazil	2.95%	-0.6%	2.85%	2.2%	3.3%	4.3%	4.6%	2.8%
Mexico	6.55%	0.7%	5.50%	0.8%	0.1%	1.2%	2.1%	1.7%
Rest of Latin America	4.20%	0.5%	3.60%	3.3%	3.4%	5.0%	4.2%	3.3%
Totales Ponderados por Inl		0.4%		2.5%	3.2%	4.1%	4.3%	2.9%

Fuentes Bloomberg y CEPAL, Preparación Propia

Los siguientes son los factores que usaremos teniendo en cuenta el último trimestre de 2017, es importante mencionar que para el último trimestre del año de valuación, se estimaron las proyecciones de ingresos en base a lo ocurrido durante los anteriores 9 meses por la linealidad y diversificación del

desarrollo económico de la compañía y para los años subsiguientes (2018 a 2021), en base a los factores de crecimiento establecidos en la tabla anterior.

Tabla N° 46

Segmento Geografico	2017	2018	2019	2020	2021	Promedio
Chile	-3.9%	2.9%	3.7%	4.3%	4.5%	2.3%
Brazil	-2.6%	2.2%	3.3%	4.3%	4.6%	2.4%
Mexico	19.9%	0.8%	0.1%	1.2%	2.1%	4.8%
Rest of Latin America	-8.8%	3.3%	3.4%	5.0%	4.2%	1.4%
Totales Ponderado	-1.0%	2.5%	3.2%	4.1%	4.3%	2.6%

Fuentes Bloomberg y CEPAL, Preparación Propia

Como se puede ver, manejamos un escenario conservador debido a la actual situación latinoamericana, que como mencionamos anteriormente, tiene una perspectiva económica muy positiva, sabemos que la incertidumbre de la región aun continua principalmente por el entorno sociopolítico en países como Chile, Brasil, México y Colombia.

11.3. Proyección de Costos de Venta y otras Partidas del estado de Resultados (*excluye Impuestos*).

Los costos de venta, gastos administrativos, ingresos y gastos no operacionales y financieros, así como los demás resultados antes de impuestos, tales como reajuste y diferencia en cambio han sido proyectados para el último trimestre de 2017 en base los promedios de los tres trimestres anteriores debido a la generación lineal de los resultados de SONDA.

De otro lado, dada la estabilidad de la relación de los costos y gastos administrativos en relación con los ingresos percibidos anualmente por la entidad, la disminución en la inversión bursátil en activos financieros brasileros y la inmaterialidad de los montos netos entre otros gastos e ingresos de la compañía, para proyectar los resultados de los años subsecuentes (2018 a 2021), decidimos basarnos en la relación histórica de cada uno de los ítems mencionados en el anterior párrafo, con los ingresos percibidos por SONDA S.A., es decir, al promedio histórico del porcentaje de cada partida sobre los ingresos generados por periodo (conformado por la información de 5 años atrás teniendo en cuenta 2017), tal como se explicara detalladamente más adelante. Los siguientes son los supuestos usados para la proyección de resultados.

La siguiente tabla muestra los ponderadores usados para la proyección del estado de resultados de SONDA SA desde septiembre de 2017 a cierre anual de 2021.

Tabla N° 47

Identificador	Concepto del Estado de Resultados	2018_E	2019_E	2020_E	2021_E	Comentario
1	Ingresos Ordinarios	2.5%	3.2%	4.1%	4.3%	Crecimiento en terminos reales de acuerdo a proyecciones de crecimiento de SONDA menos la inflación proyectada por el CEPAL para 2018, tomada como constante hasta 2021.
2	Costo de Venta	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	En base al promedio de la relación historica promedio de los costos/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
3	Otros ingresos, por función	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	En base al promedio de la relación historica promedio de los otros ingresos/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
4	Gastos de administración	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	En base al promedio de la relación historica promedio de los gastos administrativos/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
5	Otros gastos, por función	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	En base al promedio de la relación historica promedio de los otros gasots/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
6	Ingresos financieros	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	En base al promedio de la relación historica promedio de los ingresos financieros/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
7	Costos financieros	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	En base al promedio de la relación historica promedio de los costos financieros/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
8	Participación en las ganancias de asociadas que se contabilicen utilizando el metodo de la participación	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	En base al promedio de la relación historica promedio de este item/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
9	Diferencias de cambio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	En base al promedio de la relación historica promedio de los diferencia en cambio/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
10	Resultado por unidades de reajuste	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	En base al promedio de la relación historica promedio del reajuste/ingresos , de los ultimos 5 años teniendo en cuenta 2017
11	Gastos por Impuestos a las Ganancias	27.64%	27.64%	27.64%	27.64%	Tasa de impuesto por pais representativo par la compañía (Chile, Brasil, Mexico y OPLA), ponderada por los ingresos geográficos de SONDA S.A.

A 2016 se usó información real y la proyección del último trimestre de 2017 se realizó en base a los tres trimestres anteriores, para los cuales, también contábamos con información real.

El crecimiento de ingresos operacionales fue presentado en el numeral 5.3 de este apartado y en promedio anual para los años proyectados será del 2,7%

Los costos de venta y gastos administrativos tendrán un crecimiento en base a la proyección de ventas de la compañía guardando la relación costo de venta / ingresos en un 81,6% y gastos administrativos / ingresos en un 9% de 2018 a 2021, generando un crecimiento promedio para los próximos 5 cierres anuales de 2,5% y 0,7% respectivamente.

Es importante mencionar, que la cuenta otros ingresos con clasificación recurrente, se proyectaran en base a los ingresos proyectados de la compañía, al igual que los costos financieros, que se tiene un valor histórico de 404,3 M UF, de los cuales no se ha tenido un incremento que genere gran impacto.

Sobre los otros gastos, ingresos financieros y participación en sociedades, se tomó la decisión de dejarlos constantes en su promedio histórico sobre los ingresos de la compañía. Si bien sus cuentas son categorizadas como recurrentes, éstas no generan gran impacto sobre los ingresos. De igual forma, se procedió con las cuentas de diferencia de cambio y resultado por unidades de ajuste. Éstas, sin embargo, son de carácter no recurrente, pero se proyectaron de forma constante.

11.4. Estimación de tasa Impositiva.

Del numeral 11 de la anterior tabla, es válido comentar que la tasa impositiva fue calculada en base a las tasas de impuesto reales para Chile, Brasil y México. Para el resto de América latina consideramos que el promedio esta alrededor del 30%. Se realizó una ponderación en base al último cierre contable que fue 2026, así:

Tabla N° 48

En millones de Pesos Chilenos	FY 2016	Tasa por	Impuestos
Resultado Acumulado 12 Meses	12/31/2016	País	País
Gross Profit	144,593.6		39,958.91
Chile	85,213.7	25%	21,303.4
Brazil	21,037.7	34%	7,152.8
Rest of Latin America	20,598.6	30%	6,179.6
Mexico	17,743.6	30%	5,323.1
Tasa Ponderada		27.64%	

11.5. Estado de resultados Proyectado.

En base al anterior cuadro (tabla anterior N° 46), de supuestos que se relacionan con la numeración que se muestra en la parte izquierda de la siguiente tabla y a lo mencionado anteriormente como proyección de resultados, se presenta la proyección de los resultados de SONDA al cierre de año que termina en 2017 hasta 2021. La depreciación y amortización esta consignada dentro del costo de venta de la compañía, que se detallara más adelante.

Tabla N° 49

Anexo Supuestos	Estado de Resultados Proyectado En miles de CLF	2016	2017_E	2018_E	2019_E	2020_E	2021_E
1	Ingresos de actividades ordinarias	30,976.1	30,672.9	31,459.8	32,469.2	33,818.1	35,272.8
	Chile	13,712.2	13,175.9	13,559.4	14,055.9	14,665.0	15,321.2
	Brazil	10,575.3	10,295.8	10,526.6	10,874.6	11,339.1	11,863.9
	Mexico	2,851.8	2,599.6	2,619.4	2,622.9	2,654.8	2,710.2
	Rest of Latin America	3,836.8	4,601.5	4,754.3	4,915.8	5,159.2	5,377.5
2	- Costo de Venta	25,488.3	25,532.7	25,682.0	26,506.0	27,607.2	28,794.7
	= Total ganancia bruta	5,487.8	5,140.2	5,777.8	5,963.2	6,210.9	6,478.1
3	+ Otros ingresos, por función	215.3	97.2	259.0	267.3	278.4	290.4
4	- Gastos de administración	3,085.3	3,217.5	2,822.6	2,913.2	3,034.2	3,164.8
5	- Otros gastos, por función	548.8	412.1	384.3	396.6	413.1	430.9
	= Total Ganancias de actividades operacionales	2,069.0	1,607.9	2,829.9	2,920.7	3,042.0	3,172.9
6	+ Ingresos financieros	201.4	259.4	241.1	248.8	259.2	270.3
7	- Costos financieros	454.2	623.8	428.6	442.4	460.8	480.6
8	+ Participación en las ganancias de asociadas que se contabilicen utilizando el metodo de la participación	0.4	5.5	10.4	10.7	11.1	11.6
9	+ Diferencias de cambio	-102.9	107.5	12.0	12.4	12.9	13.5
10	+ Resultado por unidades de reajuste	4.7	-2.9	-20.6	-21.3	-22.2	-23.1
	= Ganancia antes de impuestos	1,718.4	1,353.5	2,644.1	2,728.9	2,842.3	2,964.6
11	- GASTO POR IMPUESTO A LAS GANANCIAS	506.6	374.1	730.8	754.3	785.6	819.4
	= GANANCIA	1,211.8	979.4	1,913.3	1,974.7	2,056.7	2,145.2

El siguiente muestra el gráfico del EBIT y EBITDA estimado a 2021 en base al anterior estado de resultados Proyectado.

Imagen N° 9



12. FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO

12.1. Depreciación y Amortización de Intangibles.

El monto de la depreciación y amortización para el último trimestre del año es calculado en base al valor registrado por SONDA al 30 de septiembre de 2017 y ajustado de forma constante para los periodos de proyección.

Tabla N° 50

En Miles de CLF	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017_E	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017_E
Cifras anuales (4Q de 2017 E-Essatimado)	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	03/31/2017	06/30/2017	09/30/2017	12/31/2017
+ Depreciation & Amortization	1,296.1	1,693.0	1,311.7	1,282.8	1,591.5	380.1	393.9	403.0	414.51

Fuente Bloomberg, Preparación Propia

12.2. Inversión en Reposición

La inversión de reposición es el monto destinado por la compañía con la finalidad de reponer los activos que se desgastan o deprecian en el proceso productivo de la empresa, para la proyección el flujo de caja de la compañía estimaremos que este rubro será el 100% de la depreciación de los activos productivos de SONDA S.A., dado a que como veremos en la siguiente tabla la entidad mantiene sus activos fijos con egresos de capital.

Tabla N° 51

Cifras en miles de UF's	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	A. Q3 2017	Promedio
Egresos de Capital / depreciación	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	09/30/2017	Anual
Gastos de Capital para Propiedades, Planta y Equipo	714.65	426.01	952.94	875.30	776.14	749.01
Gastos de depreciación	974.68	1,184.23	924.51	957.05	864.04	980.90
	136.39%	277.98%	97.02%	109.34%	111.32%	130.96%

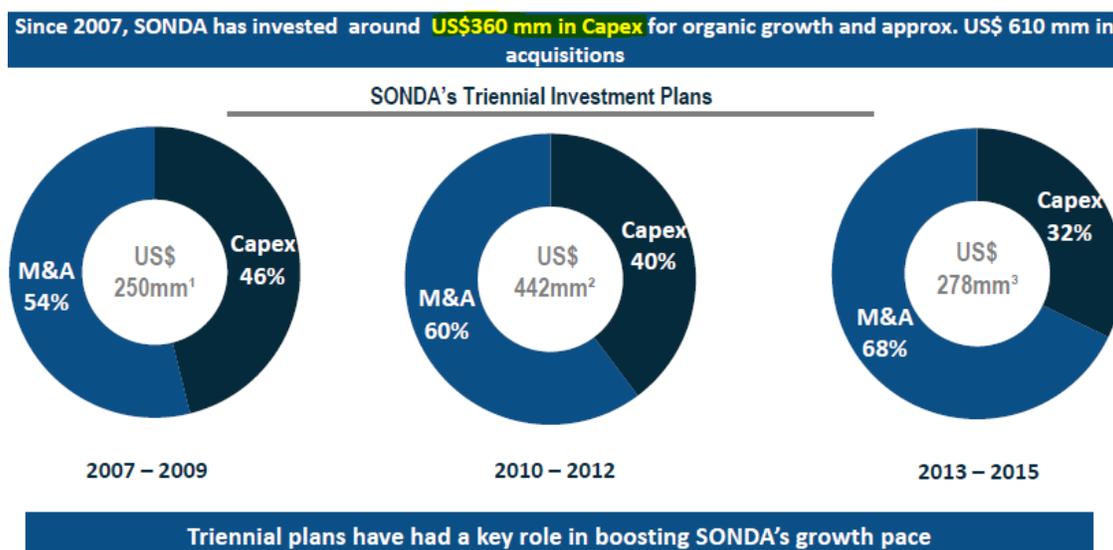
Fuente Bloomberg, Preparación Propia

Como se puede notar la compañía para mantener sus ingresos y lo que hace sentido con la proyección de ingresos por ventas que realizamos anteriormente en la estimación anual a 2021 del estado de resultados de SONDA S.A., no solo mantiene sus activos fijos, sino que realiza desembolsos por sobre el desgaste de sus activos fijos que se contemplan en el siguiente numeral.

12.3. Nuevas Inversiones en Activos Fijos (Capex).

La siguiente es la proyección de CAPEX presentada por SONDA en la presentación¹⁶ corporativa realizada por la compañía en los diferentes eventos comerciales y financieros durante el año. En base a esto esperamos se continúe con la misma tendencia, lo cual quiere decir que esperamos que la entidad siga destinando en promedio por sobre 38 millones dólares (24.241 millones de pesos chilenos a 637,93 peso por dólar), que están destinados a reposición y aumento de capacidad física para la producción ordinaria de la entidad.

Imagen N° 10



Note: Financial data translated to US\$ using historical exchange rate

1 Represents the amount of investment executed between 2007 and 2009

2 Represents the amount of investment executed between 2010 and 2012

3 Represents the amount of investment executed between 2013 and 2015. Fuente presentación corporativa elaborada por SONDA S.A.

Dado lo anterior realizamos el siguiente análisis en base a los ingresos históricos y proyectados de la compañía, con el fin de separar el CAPEX del el monto destinado a reposición de activos fijos:

Tabla N° 52

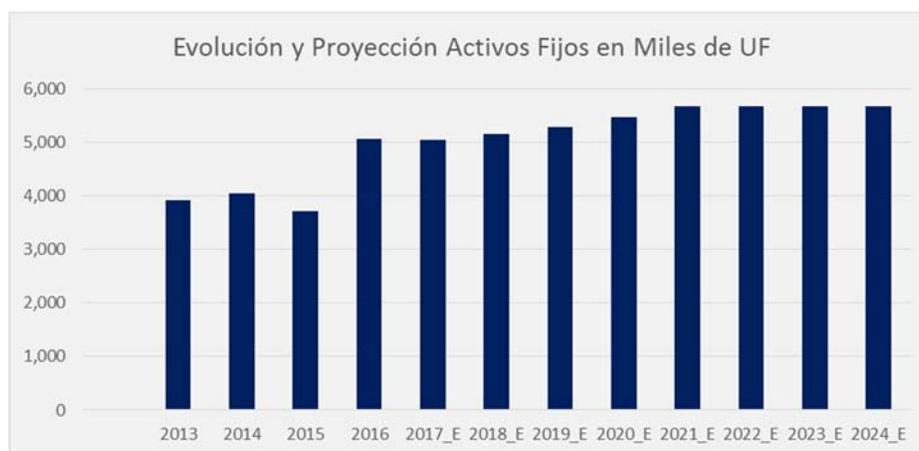
Estado de Resultados Proyectado En miles de CLF	2013	2014	2015	2016	2017_E	2018_E	2019_E	2020_E	2021_E
Ingresos de actividades ordinarias	28,841.7	35,670.3	34,770.0	30,976.1	30,672.9	31,459.8	32,469.2	33,818.1	35,272.8
Activos Fijos en Miles de UF	3,914.3	4,044.9	3,723.6	5,061.0	5,047.1	5,154.8	5,292.9	5,477.5	5,676.5
Ingresos / Activos Fijos	13.57%	11.34%	10.71%	16.34%	16.45%	16.4%	16.3%	16.2%	16.1%
Promedio Histórico (2013-2017_E)					13.68%				
Inversión en Miles de UF		130.5	-321.2	1,337.4	-13.9	107.7	138.1	184.6	0.0
Inversión en Miles de USD (637.93)		5,038.9	-12,906.1	55,236.7	-579.5	4,498.9	5,771.6	7,712.3	-
Depreciación en Miles de UF		922.5	1,137.9	899.3	946.0	946.0	946.0	946.0	946.0
Depreciación en Miles de USD		35,614.2	45,717.0	37,142.7	39,528.4	39,528.4	39,528.4	39,528.4	39,528.4

¹⁶ Corporate_presentation_4Q2017.pdf, <https://www.sonda.com/media/upload/inversionistas/presentacion>

En conclusión esperamos un valor de reposición constante en base a la depreciación proyectada de UF946.000 y nuevas inversiones de entre UF107.700 a UF1199.000 en 2021. La suma de ambos valores proyectados será de USD39.5 millones, en concordancia a lo mencionado al inicio de este numeral.

Del 2022 en adelante se toma como perpetuidad sin crecimiento, Lo cual quiere decir que no se inyectaran más recursos en inversión de activos y se verá sustentado el mantenimiento productivo en eficiencias del flujo operacional de la compañía.

Imagen N° 11



12.4. Inversión en Capital de Trabajo

Se calculó el promedio del nivel de capital de trabajo operativo neto (CTON), histórico desde de 2013 al 30 de septiembre de 2017 como se refleja en la siguiente tabla, con el fin de que con base en este resultado del 18,7%, estimaremos la inversión de capital de trabajo hasta 2021 ya que a partir de este último año en adelante se considera un CTON constante.

Capital de Trabajo Histórico en Miles de UF	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/09/2017
Otros activos no financieros corrientes	688.2	619.0	558.4	547.0	609.5
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	6,003.7	9,026.5	9,062.5	7,539.1	8,220.8
Inventarios corriente	1,390.0	1,574.7	1,657.5	1,525.7	1,443.6
Activos Corrientes Totales	8,081.9	11,220.2	11,278.5	9,611.8	10,273.9
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	4,093.3	5,121.5	4,670.6	4,259.1	4,217.6
Total Pasivos Corrientes	4,093.3	5,121.5	4,670.6	4,259.1	4,217.6
Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON)	3,988.6	6,098.7	6,607.9	5,352.7	6,056.3
Ingresos Históricos y Proyectados	28,841.7	35,670.3	34,770.0	30,976.1	22,991.8
RCTON (CTON/Ingresos)	13.8%	17.1%	19.0%	17.3%	26.3%
Promedio RCTON Histórico (2013 a 2017)	18.7%				
CTON en Días de ventas	50	62	69	63	96
Promedio CTON en Días de ventas	68				

Tabla N° 53

Fuente: Elaborado con información obtenida del Estado de Situación Financiera y Estados de Resultados de SONDA S.A.

La siguiente es la estimación de la inversión en capital de trabajo operativo neto necesario de SONDA para los años siguientes. Los estados financieros históricos fueron considerados hasta el 30 de septiembre de 2017, por lo que debemos estimar el CTON al cierre anual de 2017.

Como se puede ver en la siguiente tabla se muestra un exceso de MUF317.23, ya que el CTON al 30 de septiembre asciende a MUF 6,056.3 y el necesario al cierre del año 2017 de acuerdo a los ingresos proyectados es MUF5,739 .

Tabla N° 54

Capital de Trabajo Proyectado en Miles de UF	2017_sept	2017_E	2018_E	2019_E	2020_E	2021_E
Ingresos proyectados de la compañía	22,991.8	30,672.9	31,459.8	32,469.2	33,818.1	35,272.8
Capital de trabajo estimado	6,056.3	5,739.0	5,886.3	6,075.1	6,327.5	6,599.7
Inversión en Capital de Trabajo		147.22	188.87	252.38	272.18	-
Exceso / Deficit de Capital de Trabajo	317.23					

12.5. Activos Prescindibles

Los activos Prescindibles al 30 de septiembre de 2017 son los siguientes:

Tabla N° 55

Activos Prescindibles en miles de UF	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	30/09/2017
Efectivo y equivalentes al efectivo	7,330.08	3,079.76	2,668.54	2,444.87	2,026.59
Otros activos financieros, corrientes	218.47	235.08	67.12	1,028.17	1,016.42
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	229.28	163.38	120.55	115.58	154.01
Activos por impuestos corrientes, corrientes	889.3	1,084.9	775.6	1,378.6	1,196.5
Total Activos Prescindibles de SONDA S.A.	8,667.1	4,563.2	3,631.8	4,967.2	4,393.5

Fuente: Elaborado con información obtenida del Estado de Situación Financiera y Estados de Resultados de SONDA S.A.

El efectivo y equivalente a efectivo no fue considerado como activo de capital de trabajo, por lo cual se considera activo prescindible para efectos de valoración y se encuentra compuesto por efectivo en caja, Saldos en Bancos e inversiones de corto plazo.

Los otros activos financieros están compuesto por las inversiones en acciones que al 3^a de septiembre de acuerdo a los estados financieros presentados por la entidad, están concentrados en BTG Pactual debido a que como se muestra en la siguiente tabla (Valores en miles de UF), la inversión en Bradesco se deshizo durante el 2017.

Tabla N° 56

Institución	Instrumento	2017	2016
BTG Pactual	Acciones	8,40	7,33
Bradesco	Valores Mobiliarios	-	72,56

Las cuentas por cobrar a entidades relacionadas corresponden a montos no consolidables entre las compañías que conforman el grupo económico y para efectos de esta valoración fue considerado un activo prescindible.

Los activos por impuestos corrientes en su mayoría son pagos provisionales mensuales los cuales consideramos como un activo prescindible para la actividad económica de SONDA S.A.

12.6. Deuda Financiera

La deuda financiera de la empresa, según lo establecido anteriormente y la siguiente tabla, alcanza las UF 7.751.210 al 30 de septiembre del 2017.

Tabla N° 57

Años	2013	2014	2015	2016	2017
Préstamos que devengan intereses (Corriente)	1,893.84	360.56	338.74	2,724.26	3,728.64
Otros pasivos financieros (Corriente)	369.79	298.28	180.50	422.28	522.28
Préstamos que devengan intereses (No Corriente)	1,656.42	3,156.88	2,992.73	2,987.73	3,256.73
Otros pasivos financieros (No Corriente)	117.63	187.70	75.71	136.03	243.56
Deuda Financiera	4,037.68	4,003.42	3,587.68	6,270.30	7,751.21

12.7. Valor Terminal

El valor terminal se determinó como una perpetuidad sin estimación de crecimiento a partir de 2022, en otras palabras se considera a la empresa constante y sin crecimiento en los años siguientes a los proyectados (cierre anual 2021), la metodología es equivalente al valor presente de una perpetuidad de los flujo de caja libres a partir de 2022 igual al último año proyectado que para esta valoración fue 2021, que como se mencionó anteriormente no considera a partir de 2022, inversión en activos productivos, fijos o propiedad planta y equipo como tampoco en capital de trabajo.

El valor termina calculado para esta valoración de SONDA S.A., fue de MUF40.650,4 con un Ko de 7,64% explicado en la sección 6,7 de este documento.

Tabla N° 58

Flujo de Caja Bruto 2022 en adelante (en miles de UF)	4,051.7
Inversión de Reposición	(946.0)
Inversión en Capital de Trabajo	-
Flujo de Caja Libre	3,105.7
K0	7.64%
Valor Terminal (VT=FCL/Ko)	40,650.4

12.8. Flujo de Caja Libre FCL

El siguiente es el flujo de caja libre proyectado para la compañía.

Tabla N° 59

Flujo de Caja Libre en Miles de CLF	2017_E	2018_E	2019_E	2020_E	2021_E	2022_∞
Total Ganancia	979.4	1,913.3	1,974.7	2,056.7	2,145.2	2,145.2
Ajustes						
Otros Ingresos	(97.2)	(259.0)	(267.3)	(278.4)	(290.4)	(290.4)
Otros Gastos por Fución	412.1	384.3	396.6	413.1	430.9	430.9
Depreciación	946.0	946.0	946.0	946.0	946.0	946.0
Amortización	602.9	455.9	611.8	611.8	611.8	611.8
Ingresos Financieros	(259.4)	(241.1)	(248.8)	(259.2)	(270.3)	(270.3)
Costos Financieros	623.8	428.6	442.4	460.8	480.6	480.6
Participación en las ganancias de asociadas que se contabilicen utilizando el metodo de la participación	(5.5)	(10.4)	(10.7)	(11.1)	(11.6)	(11.6)
Diferencias de cambio	(107.5)	(12.0)	(12.4)	(12.9)	(13.5)	(13.5)
Resultado por unidades de reajuste	2.9	20.6	21.3	22.2	23.1	23.1
Total Ajustes no considerados efectivo	2,118.2	1,712.9	1,878.8	1,892.1	1,906.5	1,906.5
Flujo de Caja Bruto	3,097.6	3,626.2	3,853.4	3,948.8	4,051.7	4,051.7
Inversión de Reposición	(946.0)	(946.0)	(946.0)	(946.0)	(946.0)	(946.0)
Inversión en Activos Fijos	13.9	(107.7)	(138.1)	(184.6)	-	-
Inversión en Capital de Trabajo	(386.3)	(188.9)	(252.4)	(272.2)	-	-
Flujo de Caja Libre (FCL)	1,779.1	2,383.7	2,517.0	2,546.1	3,105.7	3,105.7
Valor Terminal					40,650.4	
Flujo de Caja Libre mas Valor Terminal	1,779.1	2,383.7	2,517.0	2,546.1	43,756.1	
Tasa de Descuento K0	7.64%					
Periodos anuales	0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	
Valor Presente de los FCL a Septiembre de 2017	1,746.7	2,174.1	2,132.7	2,004.3	32,000.1	
Valor Present a septiembre de 2017	40,057.9					

13. VALORACIÓN DE LA EMPRESA Y PRECIO DE LA ACCIÓN

Para esta valoración se tuvo en cuenta el valor presente de los flujos de caja proyectados para la compañía y descontados a una tasa Ko determinada en la sección N° 6.7 de este documento, los activos prescindibles de la compañía, los excesos de capital de trabajo y la deuda financiera de la compañía. Con base en esta información el patrimonio económico de SONDA S.A. asciende a MUF 37.165,4 como se muestra en la siguiente tabla.

Tabla N° 60

Valoración de la Empresa en Miles de UF	
Activos Operacionales a Septiembre de 2017	40,057.85
Activos Prescindibles en miles de UF	4,393.49
Efectivo y equivalentes al efectivo	2,026.59
Otros activos financieros, corrientes	1,016.42
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corrientes	154.01
Activos por impuestos corrientes, corrientes	<u>1,196.47</u>
Deuda Financiera	-7,751.21
Préstamos que devengan intereses (Corriente)	-3,728.64
Otros pasivos financieros (Corriente)	-522.28
Préstamos que devengan intereses (No Corriente)	-3,256.73
Otros pasivos financieros (No Corriente)	<u>-243.56</u>
Exceso en Capital de trabajo	317.23
Patrimonio Económico a Septiembre de 2017	37,017.4
Numero de Acciones (en miles de acciones)	871,057
Precio Unitario de la accion en UF	0.0425
<u>Precio Unitario de la accion en Pesos Chilenos</u>	<u>1,132.84</u>

También es importante mencionar que SONDA S.A. se compone de 857.057.175 acciones y dada la anterior valoración el precio accionario por unidad medido es de 1.132,84 pesos chilenos al 30 de septiembre de 2017, inferior en 10.4% del precio de mercado al mismo periodo de tiempo que fue de 1.265,00.

13. CONCLUSIONES

Analizadas al 30 de septiembre de 2017, las partidas relevantes tanto internas como externas que podrían afectar el funcionamiento de SONDA S.A., hemos podido concluir:

1. La estructura de financiamiento de la firma ha mostrado un comportamiento inestable en los últimos dos años. Lo anterior, es respuesta a la inestabilidad de la región durante los últimos años que generaron incertidumbre en la inversión realizada en Brasil principalmente y en México dada la coyuntura geopolítica por los comentarios e iniciativas propuestas por Donald J. Trump actual presidente de los Estados Unidos. Esto afectó a la compañía en su totalidad ya que se comporta de manera orgánica en términos de inversión.

2. De igual forma que el endeudamiento, la estructura de capital de SONDA ha sido constante con el pasar de los años, teniendo un promedio de 12% histórico, y 17,6% en los últimos dos años. Esto en comparación con las empresas de referencia llegan a tener un indicador por sobre el 30%.

3. En respuesta de la alta presencia bursátil (por esto es que la acción es clasificada como de “primera clase nivel uno o level one”, según las clasificadoras de riesgo), es que se ha logrado computar un beta accionario equivalente a 1,039 y que tiene una alta significancia estadística según el Test de Wald. Esto fue necesario para determinar la tasa de costo de capital, que, para la firma asciende a 7,64%, teniendo reflejado el mix entre fuentes de financiamiento de la compañía.

4. Según la proyección del estado de resultados para los años 2018-2021, la ganancia después de impuestos es 5,5% sobre el ingreso de actividades ordinarias proyectado, el ROE promedio en términos reales se ubicaría en un 9,6% y 5,4% respectivamente.

5. Según los pronósticos de ventas, supuestos y ajustes realizados, el valor económico del patrimonio es de MUF 36,871.8 lo que da un valor por acción equivalente a \$1.132,84 pesos (MUF

0,0425), 10.4% bajo el precio bursátil al 30/09/2017.

6. En términos del mercado de Tecnologías de Información (TI) en Latinoamérica, se divisó una disminución en el uso de servicios TI, pero existe un entorno regional muy positivo que da a pensar en un crecimiento proyectado considerable de este segmento económico en América Latina.

7. De acuerdo a las conclusiones propias de la valoración de la empresa SONDA, la compañía proyecta crecimiento conservador futuro producto de las operaciones propias, en conjunto con el crecimiento proporcionado de las adquisiciones de pequeñas empresas en la región donde opera, esto considerando que la situación en Brasil ha tocado Fondo y se considera una recuperación importante en el último trimestre del 2017 y crecimientos en los años subsiguientes. También resaltamos la contracción económica de México, país del cual se proyecta un crecimiento levemente por encima de lo esperado de acuerdo a las proyecciones del Cepal.

Comparación con corredoras de Bolsa y Departamentos de estudios:

1. BICE-Inversiones, recomienda la compra de los títulos de SONDA proyectando para el 2017 un valor de \$1.323, gracias a sus atractivos retornos sobre la inversión y su potencial de crecimiento inorgánico.

2. De igual forma Banchile-Inversiones, proyecta un valor por acción de \$1.442, no siendo parte de su cartera de inversión, pero, si dejando la recomendación para generar rebalances de portfolios.

3. Al analizar los informes de las corredoras en conjunto con sus recomendaciones y proyecciones del precio de la acción de SONDA, se tiene que las proyecciones de BICE son convergentes en un 97,4%; y las de Banchile en un 96,17% ambas sobre valorando el precio y generando una mayor diferencia con el precio de bursátil.

14. BIBLIOGRAFÍA – NETGRAFÍA.

- ✚ Fernández, Pablo. Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor, Ediciones gestión 2000, Tercera edición 2005.
- ✚ Fernández, Pablo. Valoración de Empresas, Como medir y gestionar la creación de valor, Ediciones gestión 2000, Tercera edición 2005.
- ✚ Gitman, Lawrence & Joehnk, Michael, Fundamento de inversiones, Editorial Pearson, Décima edición 2009; capítulo 8 pp 315-343.
- ✚ Gitman, Lawrence & Joehnk, Michael, Fundamento de inversiones, Editorial Pearson, Décima edición 2009; capítulo 8 pp 315-343.
- ✚ Hamada, R, 1969, “Portfolio analysis, market equilibrium, and corporate finance”, The journal of finance, vol. 24 N°1, pp13-31.
- ✚ Hamada, R, 1969, “Portfolio analysis, market equilibrium, and corporate finance”, The journal of finance, vol. 24 N°1, pp13-31.
- ✚ Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, Tercera edición 2009.
- ✚ Maqueira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, Tercera edición 2009.
- ✚ Modigliani, F. & Miller, M., (1958), The cost of capital, corporate finance, and the Theory of investment; the American Economic Review 48, pp 261-297.
- ✚ Modigliani, F. & Miller, M., (1958), The cost of capital, corporate finance, and the Theory of investment; the American Economic Review 48, pp 261-297.
- ✚ Modigliani, F. & Miller, M., (1963), Corporate income tax and the cost of capital: A correction; the American Economic Review 58, pp 433-443.
- ✚ Modigliani, F. & Miller, M., (1963), Corporate income tax and the cost of capital: A correction; the American Economic Review 58, pp 433-443.
- ✚ Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jafe, Jeffrey. Finanzas corporativas, Novena Edición, Mc Graw Hill, 2012
- ✚ Rubinstein, M, 1973 “The fundamental theory of parameter-preference security valuation”, Journal of finance and quantitative analysis, pp 61-69.
- ✚ Rubinstein, M, 1973 “The fundamental theory of parameter-preference security valuation”, Journal of finance and quantitative analysis, pp 61-69.
- ✚ http://globaldocuments.morningstar.com/documentlibrary/Document/63c9a0c70fe3adce31f7803948a33a19.msdoc/original_x
- ✚ http://globaldocuments.morningstar.com/documentlibrary/Document/63c9a0c70fe3adce31f7803948a33a19.msdoc/original_x
- ✚ <http://pe.idclatin.com/releases/>
- ✚ <http://pe.idclatin.com/releases/>
- ✚ <http://www.bloomberg.com/quote/TOTS3:BZ>

-  <http://www.bloomberg.com/quote/TOTS3:BZ>
-  <http://www.elmercurio.com/inversiones/herramientas/recomendaciones.aspx>
-  <http://www.elmercurio.com/inversiones/herramientas/recomendaciones.aspx>
-  <http://www.elmercurio.com/inversiones/herramientas/recomendaciones.aspx>
-  <http://www.elmercurio.com/inversiones/herramientas/recomendaciones.aspx>
-  <http://www.icrchile.cl/>
-  <http://www.icrchile.cl/>
-  http://www.sii.cl/aprenda_sobre_impuestos/impuestos/imp_directos.htm
-  http://www.sii.cl/aprenda_sobre_impuestos/impuestos/imp_directos.htm
-  <http://www.sii.cl/pagina/valores/uf/uf2010.htm>
-  <http://www.sii.cl/pagina/valores/uf/uf2010.htm>
-  http://www.svs.cl/documentos/pueag/crcrri/recrri_2017050094512.pdf
-  http://www.svs.cl/documentos/pueag/crcrri/recrri_2017050094512.pdf
-  http://www.svs.cl/documentos/pueag/crcrri/recrri_2017050094512.pdf
-  http://www.svs.cl/documentos/pueag/crcrri/recrri_2017050094512.pdf
-  <http://www.svs.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-19229.html>
-  <http://www.svs.cl/portal/estadisticas/606/w3-propertyvalue-19229.html>
-  <https://es.wikipedia.org/wiki/Accenture>
-  <https://es.wikipedia.org/wiki/Accenture>
-  <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=7293365>
-  <https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=7293365>
-  <https://www.nyse.com/quote/XNYS:IBM/company>
-  <https://www.nyse.com/quote/XNYS:IBM/company>
-  <https://www.sonda.com/es/inversionistas/presentaciones/>
-  <https://www.sonda.com/es/inversionistas/presentaciones/>
-  https://www.sonda.com/media/upload/inversionistas/presentacion/Corporate_presentation_1Q2017-BTG_Pactual_6M6iHQh.pdf
-  https://www.sonda.com/media/upload/inversionistas/presentacion/Corporate_presentation_1Q2017-BTG_Pactual_6M6iHQh.pdf
-  https://www.sonda.com/media/uploads/memoria_anual/SONDA_Annual_Report_2016.pdf
-  https://www.sonda.com/media/uploads/memoria_anual/SONDA_Annual_Report_2016.pdf

15. ANEXOS

Anexos 1: Tabla amortización BONO Serie C

Fecha	Cuota interés	Cuota Amortización	Interés	Amortización	Total cuota	Saldo Insoluto
01-12-2009	-	-	-	-	-	1.000,000
01-06-2010	1	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2010	2	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2011	3	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2011	4	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2012	5	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2012	6	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2013	7	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2013	8	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2014	9	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2014	10	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2015	11	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2015	12	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2016	13	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2016	14	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2017	15	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2017	16	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2018	17	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2018	18	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2019	19	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-12-2019	20	0	22,252	0	22,252	1.000,000
01-06-2020	21	1	22,252	45,455	57,979	954,545
01-12-2020	22	2	21,241	45,455	57,979	909,091
01-06-2021	23	3	20,229	45,455	57,979	863,636
01-12-2021	24	4	19,218	45,455	57,979	818,182
01-06-2022	25	5	18,207	45,455	57,979	772,727
01-12-2022	26	6	17,195	45,455	57,979	727,273
01-06-2023	27	7	16,184	45,455	57,979	681,818
01-12-2023	28	8	15,172	45,455	57,979	636,364
01-06-2024	29	9	14,161	45,455	57,979	590,909
01-12-2024	30	10	13,149	45,455	57,979	545,455
01-06-2025	31	11	12,138	45,455	57,979	500,000
01-12-2025	32	12	11,126	45,455	57,979	454,545
01-06-2026	33	13	10,115	45,455	57,979	409,091
01-12-2026	34	14	9,103	45,455	57,979	363,636
01-06-2027	35	15	8,092	45,455	57,979	318,182
01-12-2027	36	16	7,080	45,455	57,979	272,727
01-06-2028	37	17	6,069	45,455	57,979	227,273
01-12-2028	38	18	5,057	45,455	57,979	181,818
01-06-2029	39	19	4,046	45,455	57,979	136,364
01-12-2029	40	20	3,034	45,455	57,979	90,909
01-06-2030	41	21	2,023	45,455	57,979	45,455
01-12-2030	42	22	1,011	45,455	57,979	0

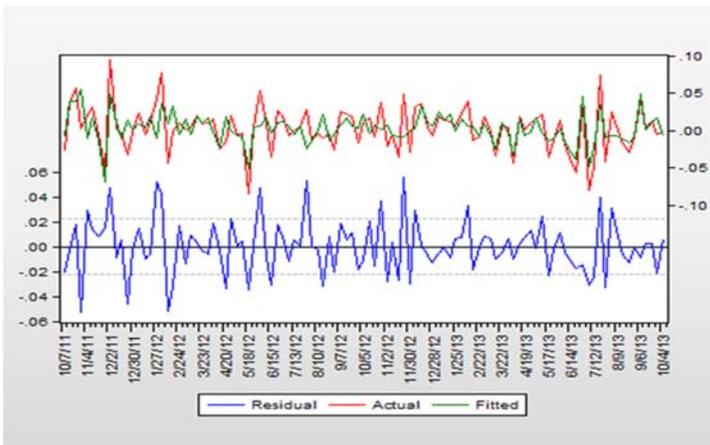
Anexos 2: Tabla amortización BONO Serie D

Fecha	Cuota interés	Cuota Amortizaci ón	Interés	Amortizac ión	Total cuota	Saldo Insoluto
01-11-2014	-	-	-	-	-	10.000,00
01-05-2015	1	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-11-2015	2	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-05-2016	3	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-11-2016	4	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-05-2017	5	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-11-2017	6	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-05-2018	7	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-11-2018	8	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-05-2019	9	0	266,45	0,00	266,45	10.000,00
01-11-2019	10	1	266,45	10.000,00	10.266,4 5	0,00

Anexos 3: Regresión 2013

Dependent Variable: RETORNO_SONDA
 Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)
 Date: 01/11/18 Time: 16:37
 Sample: 10/07/2011 10/04/2013
 Included observations: 105
 RETORNO_SONDA = C(1)+C(2)*RETORNO_IGPA

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.002087	0.002141	0.974758	0.3320
C(2)	1.190554	0.127154	9.363113	0.0000
R-squared	0.459794	Mean dependent var		0.002304
Adjusted R-squared	0.454549	S.D. dependent var		0.029699
S.E. of regression	0.021934	Akaike info criterion		-4.782681
Sum squared resid	0.049554	Schwarz criterion		-4.732130
Log likelihood	253.0908	Hannan-Quinn criter.		-4.762197
F-statistic	87.66789	Durbin-Watson stat		2.472592
Prob(F-statistic)	0.000000			



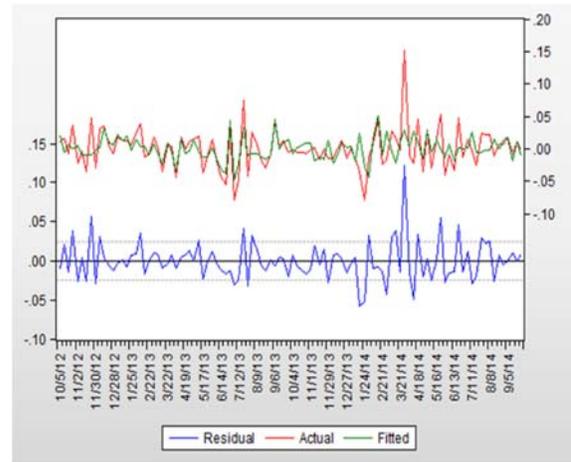
Coefficient Confidence Intervals
 Date: 01/11/18 Time: 16:43
 Sample: 10/07/2011 10/04/2013
 Included observations: 105

Variable	Coefficient	95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High
C(1)	0.002087	-0.002159	0.006332	-0.003531	0.007705
C(2)	1.190554	0.938375	1.442733	0.856851	1.524257

Anexos 4: Regresión 2014

Dependent Variable: RETORNO_SONDA
 Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)
 Date: 01/11/18 Time: 16:52
 Sample: 10/05/2012 9/26/2014
 Included observations: 104
 RETORNO_SONDA = C(1)+C(2)*RETORNO_IGPA

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.000831	0.002452	0.338900	0.7354
C(2)	1.163305	0.159787	7.280350	0.0000
R-squared	0.341950	Mean dependent var	0.000287	
Adjusted R-squared	0.335499	S.D. dependent var	0.030661	
S.E. of regression	0.024994	Akaike info criterion	-4.521300	
Sum squared resid	0.063721	Schwarz criterion	-4.470447	
Log likelihood	237.1076	Hannan-Quinn criter.	-4.500698	
F-statistic	53.00349	Durbin-Watson stat	2.483853	
Prob(F-statistic)	0.000000			



Coefficient Confidence Intervals
 Date: 01/11/18 Time: 16:55
 Sample: 10/05/2012 9/26/2014
 Included observations: 104

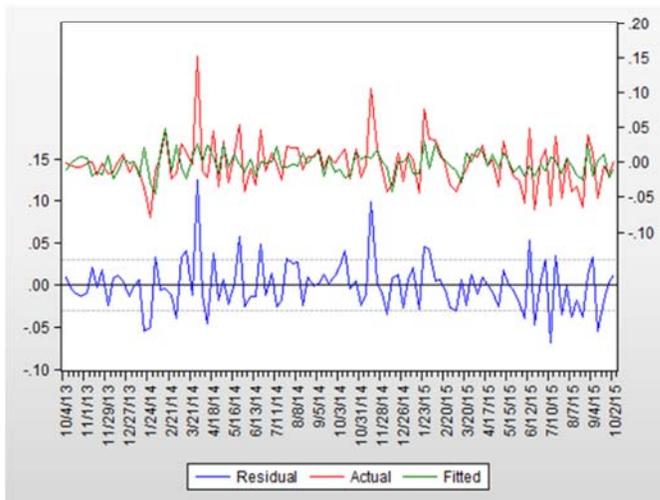
Variable	Coefficient	95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High
C(1)	0.000831	-0.004033	0.005695	-0.005605	0.007267
C(2)	1.163305	0.846369	1.480242	0.743882	1.582729

Anexos 5: Regresión 2015

Dependent Variable: RETORNO_SONDA
 Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)
 Date: 01/11/18 Time: 16:59
 Sample: 10/04/2013 10/02/2015
 Included observations: 105
 RETORNO_SONDA = C(1)+C(2)*RETORNO_IGPA

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.001527	0.002909	-0.524831	0.6008
C(2)	1.126004	0.207634	5.423036	0.0000

R-squared	0.222109	Mean dependent var	-0.001966
Adjusted R-squared	0.214557	S.D. dependent var	0.033620
S.E. of regression	0.029796	Akaike info criterion	-4.170015
Sum squared resid	0.091444	Schwarz criterion	-4.119463
Log likelihood	220.9258	Hannan-Quinn criter.	-4.149530
F-statistic	29.40931	Durbin-Watson stat	2.334042
Prob(F-statistic)	0.000000		



Coefficient Confidence Intervals
 Date: 01/11/18 Time: 17:00
 Sample: 10/04/2013 10/02/2015
 Included observations: 105

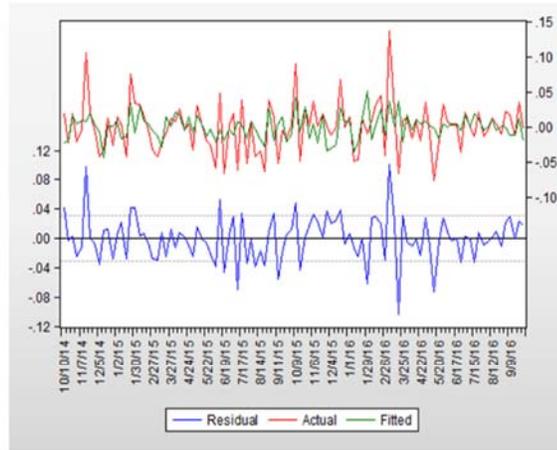
Variable	Coefficient	95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High
C(1)	-0.001527	-0.007296	0.004242	-0.009161	0.006108
C(2)	1.126004	0.714212	1.537796	0.581089	1.670919

Anexos 6: Regresión 2015

Dependent Variable: RETORNO_SONDA
 Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)
 Date: 01/11/18 Time: 17:02
 Sample: 10/10/2014 9/30/2016
 Included observations: 104
 RETORNO_SONDA = C(1)+C(2)*RETORNO_IGPA

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.000999	0.003044	-0.328048	0.7435
C(2)	1.206617	0.208071	5.799077	0.0000

R-squared	0.247950	Mean dependent var	-0.000351
Adjusted R-squared	0.240577	S.D. dependent var	0.035601
S.E. of regression	0.031024	Akaike info criterion	-4.089056
Sum squared resid	0.098175	Schwarz criterion	-4.038202
Log likelihood	214.6309	Hannan-Quinn criter.	-4.068454
F-statistic	33.62929	Durbin-Watson stat	2.268799
Prob(F-statistic)	0.000000		



Coefficient Confidence Intervals
 Date: 01/11/18 Time: 17:03
 Sample: 10/10/2014 9/30/2016
 Included observations: 104

Variable	Coefficient	95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High
C(1)	-0.000999	-0.007037	0.005040	-0.008989	0.006992
C(2)	1.206617	0.793910	1.619324	0.660454	1.752779

Anexos 7: Regresión 2017

Dependent Variable: RETORNO_SONDA

Method: Least Squares (Gauss-Newton / Marquardt steps)

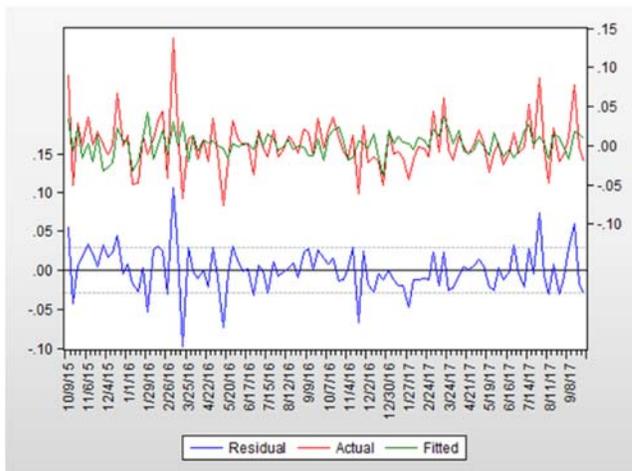
Date: 01/11/18 Time: 17:08

Sample: 10/09/2015 9/30/2017

Included observations: 104

RETORNO_SONDA = C(1)+C(2)*RETORNO_IGPA

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.001806	0.002895	-0.623855	0.5341
C(2)	1.039412	0.189145	5.495325	0.0000
R-squared	0.228434	Mean dependent var	0.002206	
Adjusted R-squared	0.220869	S.D. dependent var	0.032366	
S.E. of regression	0.028569	Akaike info criterion	-4.253961	
Sum squared resid	0.083250	Schwarz criterion	-4.203108	
Log likelihood	223.2060	Hannan-Quinn criter.	-4.233359	
F-statistic	30.19860	Durbin-Watson stat	2.125289	
Prob(F-statistic)	0.000000			



Coefficient Confidence Intervals

Date: 01/11/18 Time: 17:09

Sample: 10/09/2015 9/30/2017

Included observations: 104

Variable	Coefficient	95% CI		99% CI	
		Low	High	Low	High
C(1)	-0.001806	-0.007548	0.003936	-0.009405	0.005793
C(2)	1.039412	0.664244	1.414579	0.542927	1.535896

