



***Valoración de SONDA S.A.
Mediante Método de Flujo de Caja Descontado***

TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Francisco Barra

Profesor Guía: Francisco Sánchez

Santiago, diciembre 2023

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO	5
1. METODOLOGÍA	6
1.1 Principales métodos de valoración	6
1.1.1 Método de flujos de caja descontados	6
1.1.2 Método de múltiplos	9
2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA.....	11
2.1 Descripción de la empresa	11
2.1.1 Antecedentes del negocio e historia	13
2.1.2 Principales accionistas	14
2.1.3 Filiales	16
2.2 Descripción de la industria.....	19
2.2.1 Estado actual	19
2.2.2 Regulación y fiscalización	20
2.2.3 Empresas Comparables.....	22
3. ESTRUCTURA DE CAPITAL	26
3.1 Deuda financiera.....	26
3.1.1 Covenants	29
3.2 Patrimonio económico	30
3.3 Valor económico.....	30
3.4 Estructura de capital histórica y objetivo.....	31
4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL	33
4.1 Costo de la deuda.....	33
4.2 Beta de la deuda.....	33
4.3 Estimación del beta patrimonial	34
4.4 Beta patrimonial sin deuda	36
4.5 Beta patrimonial con estructura de capital objetivo.....	37
4.6 Costo patrimonial.....	38
4.7 Costo de capital.....	39
5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO	40
5.1 Análisis de crecimiento de la empresa	41

5.1.1. Otros ingresos.....	46
5.2 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	48
5.2.1 Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa por geografía	50
5.2.2 Análisis de la depreciación y amortización de la empresa por geografía	52
5.2.3 Otros gastos por función	53
5.3 Análisis del resultado no operacional de la empresa	55
5.4 Análisis de márgenes de la empresa.....	57
5.5 Análisis de los activos de la empresa	58
5.5.1. Activos operacionales y no operacionales	58
5.5.2 Capital de trabajo operativo neto	62
5.5.3. Inversiones.....	64
5.6 Análisis de crecimiento de la industria.....	66
6. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS	69
6.1 Ingresos operacionales y proyectados	69
6.2 Resultado operacional proyectado	77
6.2.1 Costos y gastos operacionales	77
6.2.2 Depreciación y amortización	79
6.2.3 Otros ingresos y gastos por función.....	80
6.3 Resultado no operacional proyectado	81
6.4 Impuesto corporativo proyectado	83
6.5 Estado de resultado proyectado en miles de UF	85
7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE	87
7.1 Inversión en reposición.....	87
7.2 Inversiones Totales.....	88
7.3 Inversión o liberación de capital de trabajo operativo neto	91
7.4 Flujos de caja libre proyectados	92
8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO.....	94
8.1 Valor Terminal	94
8.2 Valor presente de los flujos de caja libre	94
8.3 Déficit o exceso de capital de trabajo operativo neto	95
8.4 Activos Prescindibles y otros activos	95
8.5 Interés minoritario.....	96

8.6 Valorización económica de la empresa	96
8.7 Análisis de sensibilidad.....	100
CONCLUSIÓN	105
BIBLIOGRAFÍA	106
ANEXOS	109
Anexo 1: Estimación beta de la acción mensual 2018-2022.....	109
Anexo 2: Estimación beta de la acción mensual 2017-2021.....	110
Anexo 3: Estimación beta de la acción mensual 2016-2020.....	111
Anexo 4: Estimación beta de la acción mensual 2015-2019.....	112
Anexo 5: Estimación beta de la acción mensual 2014-2018.....	113
Anexo 6: Estimación beta de la acción mensual 2013-2017.....	114
Anexo 7: Tipo de cambio USD/CLP y UF/CLP 2013-2022	115
Anexo 8: Estados de Situación Financiera.....	116
Anexo 9: Estado de Resultados	117
Anexo 10: Estado de Resultados como porcentaje de ingresos totales.....	118
Anexo 11: Resumen Estado de Flujo Efectivo	119
Anexo 12: Tabla de correlación nacionales y regionales S&P Global Ratings – Brasil.....	120
Anexo 13: Tabla de correlación nacionales y regionales S&P Global Ratings – Chile.....	121
Anexo 14: Tabla múltiplos por industria	122
Anexo 15: Múltiplos de la industria en América	123

RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento tiene por objetivo determinar el valor económico de la empresa SONDA S.A. al 31 de diciembre mediante el método de flujos de caja descontados y el método de múltiplos. El método de flujo de caja es uno de los más utilizados ya que tiene por objetivo determinar el precio objetivo de la acción a una fecha determinada a través de supuestos establecidos.

SONDA S.A. es una empresa creada en Chile durante el auge de las empresas tecnológicas que logró convertirse en la empresa más relevante en la industria de tecnologías de información a nivel Latinoamérica. Está presente en 10 países de América Latina e incursionando en el mercado norteamericano. Desarrolla su negocio enfocándose en la transformación digital de sus clientes asociados a través de tres áreas: Digital Business, Digital Services y Product Distribution.

Para realizar la valorización al 31 de diciembre de 2022, el documento se enfoca en determinar el precio de la empresa mediante los flujos de caja futuros traídos a valor presente, y para esto fue necesario estimar una tasa Wacc y también proyectar los ingresos para los períodos siguientes, en donde esto último se realizó utilizando el PIB real de las zonas geográficas donde opera SONDA.

Con el método mencionado anteriormente, se llega a un precio estimado de la acción de \$341, lo cual es un 11,2% mayor al precio de cierre a la fecha de valoración. Esto indicaría que la acción está infravalorada, por lo que las expectativas serían un alza en el precio. Dicha diferencia de precios puede ser explicada por la alta volatilidad de la industria tecnológica, tasas de crecimiento vinculadas al ciclo y expectativas económicas de cada región, planes de inversión y variabilidad de la tasa Wacc.

1. METODOLOGÍA

1.1 PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos), iv) en el descuento de flujos y v) la valoración de opciones reales (Fernández, 2012). Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor económico de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad cuyos sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos (Damodaran, 2002).

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Fernández, 2012; Papelu et al., 2019; Pinto et al., 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos.

1.1.1 MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS

El método de flujos de caja descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado (Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por otro método, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de por qué gran parte de la literatura se centra en

discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías (Damodaran, 2002).

En el método de FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, este método será altamente sensible a la tasa de descuento (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía. El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis (Maquieira y Espinosa, 2019).

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc. En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula

frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por sus siglas en inglés). El Wacc es la tasa a la que se deben descontar los flujos de caja libre totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019; Papelu et al., 2019).

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado) (Maquieira y Espinosa, 2019).

Al aplicar el método de FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira y Espinosa, 2019).

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio (Fernández, 2012).

1.1.2 MÉTODO DE MÚLTIPLOS

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja (Damodaran, 2002; Fernández, 2012; Maquieira y Espinosa, 2019).

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, los cuales pueden ser clasificados principalmente en: múltiplos de ganancia, múltiplos de valor libro y múltiplos de ventas. Algunos ejemplos de múltiplos en cada grupo se detallan a continuación (Maquieira y Espinosa, 2019).

1.1.2.1 MÚLTIPLOS DE GANANCIAS

- *Price to Earnings Ratio (PER) = Precio de la acción / Utilidad por acción*
- *Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = Valor de la empresa / EBIT*
- *Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = Valor de la empresa / EBITDA*

Donde: “Precio de la acción” es el precio que cotiza en la Bolsa de Valores, “Utilidad de la acción” es el resultado neto dividido por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta,

“EBIT” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional, y “EBITDA” (por sus siglas en inglés) es el resultado operacional antes de depreciación y amortización.

1.1.2.2 MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO

- *Price to Book Value (PBV) = Patrimonio económico / Valor libro del patrimonio*
- *Value to Book Ratio (VBR) = Valor de la empresa / Valor libro de los activos*

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Valor libro del patrimonio” es el valor contable del patrimonio, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda, y “Valor libro de los activos” es el valor libro del patrimonio más el valor libro de la deuda.

1.1.2.3 MÚLTIPLOS DE VENTAS

- *Price to Sales Ratio (PS) = Patrimonio económico / Ventas por acción*
- *Enterprise Value to Sales (EVS) = Valor de la empresa / Ventas*

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas dividida por el total de acciones en circulación, “Valor de la empresa” es el patrimonio económico más el valor de mercado de la deuda neta, y “Ventas” es el total de ventas.

Por último, destacar que no todos los múltiplos son apropiados para todos los sectores, por ejemplo: i) el Price to Book Value es más apropiado para valorar bancos y empresas del sector del papel y celulosa, ii) el Enterprise Value to EBITDA se utiliza frecuentemente en los sectores de producción de alimentos y bebidas alcohólicas, iii) el Price to Earnings Ratio se utiliza en los sectores de utilities y gas y petróleo, y iv) el Price to Sales Ratio es más útil en los sectores de transporte terrestre y fabricantes de autos (Fernández, 2012).

2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y LA INDUSTRIA

2.1 DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

SONDA se caracteriza por desarrollar sistemas de información y procesamiento de datos, además de la creación, fabricación, desarrollo, aplicación, importación, exportación, comercialización, mantenimiento, actualización, explotación, instalación y representación de hardware, software y servicios relacionados. Otra de sus características se basa en la compra, venta, importación, exportación, representación, distribución y, en general, la comercialización de equipos de computación y procesamiento de datos, sus repuestos, piezas, útiles, accesorios y demás elementos afines. También se caracteriza por la explotación directa de los mismos bienes, ya sea mediante la prestación de servicios, arrendamiento o cualquiera otra forma. (SONDA, 2022)

Las principales líneas de negocio son:

- Digital Business: Área enfocada en el negocio que desarrolla soluciones innovadoras con el uso de tecnologías disruptivas que están diseñados para dar cobertura End to End al ciclo de vida de las aplicaciones, desde iniciativas transformacionales hasta la puesta en ambientes productivos con servicios estratégicos. Su gama de servicios consiste en: Digital Strategy, APP Modernization, Big Data & Analytics, Digital Automation, Digital Quality, Digital Development y Digital Management.
- Digital Services: Área de servicios que genera valor a través del uso de herramientas de hardware, software, comunicaciones y aplicaciones. Abarca una amplia gama de servicios, entre ellos están: servicios de plataformas, Cloud & Data Center, Cybersecurity y Workplace Services.
- Product Distribution: Entrega servicios de infraestructura TI y se divide en los siguientes negocios: Venta de Infraestructura computacional, representación y venta de productos Apple en Chile.

Se observa en el cuadro 2.1.1 que Digital Services tiene el mayor porcentaje de participación de la cartera, con un EBITDA de 1.257 mil UF, seguido de Digital

Business con un 34,6% de la cartera y Product Distribution tiene el 28,8% de la cartera alcanzando un EBITDA de 989 mil UF.

Cuadro 2.1.1: Ingresos por línea de negocios

Línea de negocio (MUF)	Ingreso	Participación	EBITDA
Digital Business	10.530	34,6%	1.188
Digital Services	11.134	36,6%	1.257
Product Distribution	8.757	28,8%	989
Total	30.421	100%	3.434

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A. 2022.

A continuación, se presenta en el cuadro 2.1.2 los principales antecedentes y características de SONDA S.A.:

Cuadro 2.1.2: Antecedente SONDA S.A

Antecedentes	
Rut	83.628.100-4
Nemotécnico	SONDA SA
Clase de acción	Acciones Ordinarias
Derechos de cada clase	Cada acción da derecho a un voto y a la repartición del 50% de la utilidad total. Esta política se ha mantenido estable los últimos 5 años.
Mercado donde transa sus acciones	Bolsa de comercio de Santiago
Descripción de la empresa	Empresa Chilena líder en transformación digital, proveedora de soluciones y servicios de tecnologías de información con presencia en 11 países.
Sector o industria	Tecnologías de información
Países	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Estados Unidos, México, Panamá, Perú y Uruguay.
Negocios	Digital business, Digital services, Product distribution.
Clasificación de riesgo	Categoría AA- (ICR Chile), Categoría AA- (Fitch Ratings)

Fuente: Elaboración propia con datos de la Memoria Anual SONDA S.A. 2022.

2.1.1 ANTECEDENTES DEL NEGOCIO E HISTORIA

En el año 1974, nació SONDA S.A, fundada por Andrés Navarro Haeussler, con el objetivo de aportar al desarrollo de organizaciones a través del uso de tecnologías de información (SONDA, 2022).

En el auge de las empresas tecnológicas, en Chile se creó SONDA, que más tarde se convertiría en la empresa más relevante de la región en la industria de tecnologías de la información (TI), a través del apoyo a otras empresas en procesos de transformación digital, en servicios que fueron desde el desarrollo y personalización de software junto con plataformas de hardware hasta asesorías al sector privado.

En la década de los 80, la compañía inició un fuerte proceso de internacionalización incursionando en Perú (1984), para continuar por Argentina (1886), Ecuador (1990), Uruguay (1994), Colombia (2000), Brasil (2002), Costa Rica (2003), México (2004) y Panamá (2011). En los últimos años, la empresa expandió su presencia, especialmente en Brasil, México y Colombia, y con esto en el año 2007 adquirió Procwork convirtiéndose en la empresa de TI más grande de Brasil, para luego, en el 2008 adquirir la empresa colombiana RedColombia (SONDA, 2022).

En el 2006, realizó la primera IPO en Chile y entre el 2007-2009 la empresa ingresó al IPSA, además de generar una emisión de bonos. También, entre el 2010-2012, bajo el marco de un plan de inversiones adquirió las empresas Softeam, Telsinc, Kaizen, Pars y Elucid en Brasil, NextiraOne en México, Ceitech en Argentina y Quintec en Chile. Durante este período comenzó a ofrecer servicios de Cloud Computing empresarial y construyó nuevas oficinas centrales en Brasil y dos nuevos datacenters certificados Tier III en Chile y Brasil (SONDA, 2022).

En el 2012, SONDA anunció un nuevo plan de inversiones de US\$ 700 millones para el periodo 2013-2015 con el objeto de, a finales de 2012, realizar un aumento de capital a través de una emisión de bonos. En Brasil, durante el año 2014, se materializó la adquisición más grande en la historia de SONDA, la empresa CTIS, esto permitió que la compañía se ubicara entre las mayores empresas de servicios TI en Brasil consolidándose como la principal empresa latinoamericana de esta industria.

Durante el 2016, SONDA hace su inclusión al Dow Jones Sustainability Index, en 2019 realiza su primera emisión de bonos verdes y finalmente en el año 2022 entra al mercado estadounidense (SONDA, 2022).

2.1.2 PRINCIPALES ACCIONISTAS

Desde 1974, la familia Navarro Haeussler, encabezada por Andrés Navarro, se ha mantenido ligada a su propiedad. Sin embargo, a partir de 2006, momento de la apertura bursátil de la sociedad, se agregó a su propiedad un grupo importante de nuevos accionistas entre los cuales se encuentran inversionistas institucionales, Fondos de Inversión, Administradoras de Fondos de Pensiones e inversionistas minoritarios.

Indico S.A., Inversiones Yustre S.A e Inversiones Santa Isabel Ltda son accionistas controladores. Además, según el registro de accionistas del Depósito Central de Valores, al 31 de diciembre de 2022 la compañía contaba con un total de 303 accionistas.

A continuación, se muestra en el cuadro 2.2.3.1 los 10 accionistas con mayor participación en SONDA S.A. y, posteriormente, en la figura 2.1.2.2 se visualiza dicha información gráficamente.

Cuadro 2.1.2.1: Principales accionistas

Accionistas			
Rut	Principales accionistas	Porcentaje	Acciones
76.413.035-9	Índico S.A.	37,80%	329.032.953
97.036.000-K	Banco Santander Chile	10,50%	91.704.100
79.532.990-0	Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	5,60%	48.347.006
96.767.630-6	Banchile Adm General de Fondos S.A	4,20%	36.242.192
84.177.300-4	BTG Pactual Chile S.A. C de B	3,90%	34.176.713
96.688.520-3	Inversiones Yuste S.A.	3,60%	31.265.345
96.966.250-7	BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,30%	28.926.463
79.822.680-0	Inversiones Santa Isabel Ltda	2,30%	19.879.120
97.036.000-K	Banco Santander Por cuenta de Inversionistas Extranjeros	1,90%	16.633.913
76.547.723-9	Koyam S.A.	1,70%	15.183.611
96.571.220-8	Banchile Corredores de Bolsa S.A.	1,70%	14.965.730
90.249.000-0	Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	1,50%	12.771.611

Fuente: Elaboración propia con datos informados en la memoria anual SONDA SA 2022.

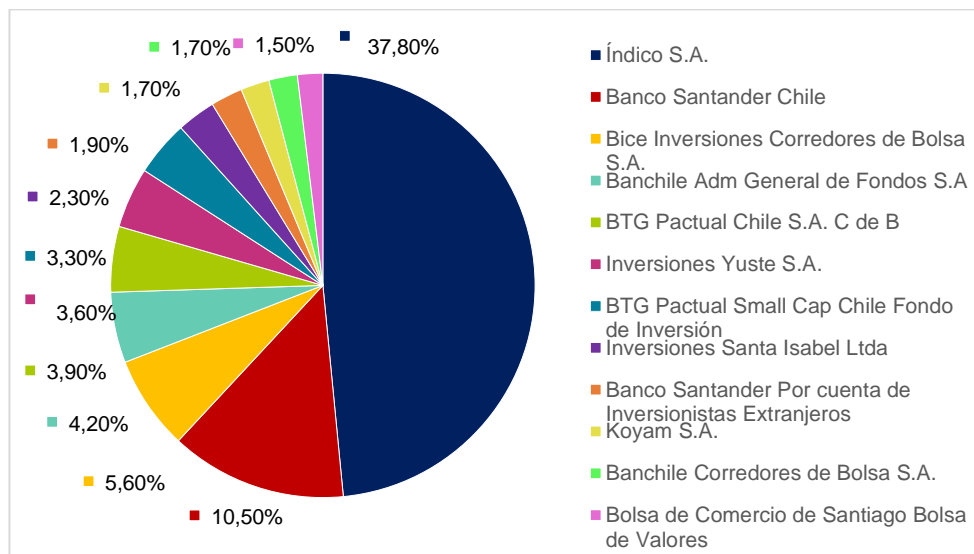
Al 31 de diciembre de 2022, el control de SONDA es manejado por los señores Andrés Navarro Haeussler (C.I. 5.078.702-8) y Pablo Navarro Haeussler (C.I. 6.441.662-6) como controladores del 56,0622% de las acciones de SONDA S.A., control que alcanzan de la siguiente forma:

1. En su calidad de administradores de Inversiones Atlántico Limitada (RUT 78.091.430-0) e Inversiones Pacifico II Limitada (RUT 88.492.000-0), sociedades que en conjunto con Inversiones Santa Isabel Limitada (RUT 79.822.680-0), controlada por don Andrés Navarro Haeussler, son dueñas del 96,4463% de las acciones de Indico S.A., sociedad que a su vez es titular de un 37,7740% del total de acciones de SONDA S.A. (SONDA, 2022).
2. Por su parte Inversiones Yuste S.A., titular de acciones que representan un 3,5894% del total de acciones de SONDA S.A., es controlada y administrada por don Andrés Navarro Haeussler. (SONDA, 2022).
3. Otras 128.035.470 acciones adquiridas por sociedades controladas por los señores Andrés Navarro Haeussler y Pablo Navarro Haeussler, de las cuales

87.776.648 están en custodia bancaria y son representativas de un 14,6989% del total de acciones de SONDA S.A. (SONDA, 2022).

4. A su vez, existe un acuerdo de actuación conjunta entre Inversiones Yuste S.A. e Indico S.A., y ambas sociedades mantienen en conjunto el control del 41,3633% del total de acciones de SONDA S.A. No considera limitaciones a la libre disposición de acciones. (SONDA, 2022).

Figura 2.1.2.1: Porcentaje de los principales accionistas



Fuente: Elaboración propia con datos informados en el Reporte Integral SONDA S.A. 2022.

2.1.3 FILIALES

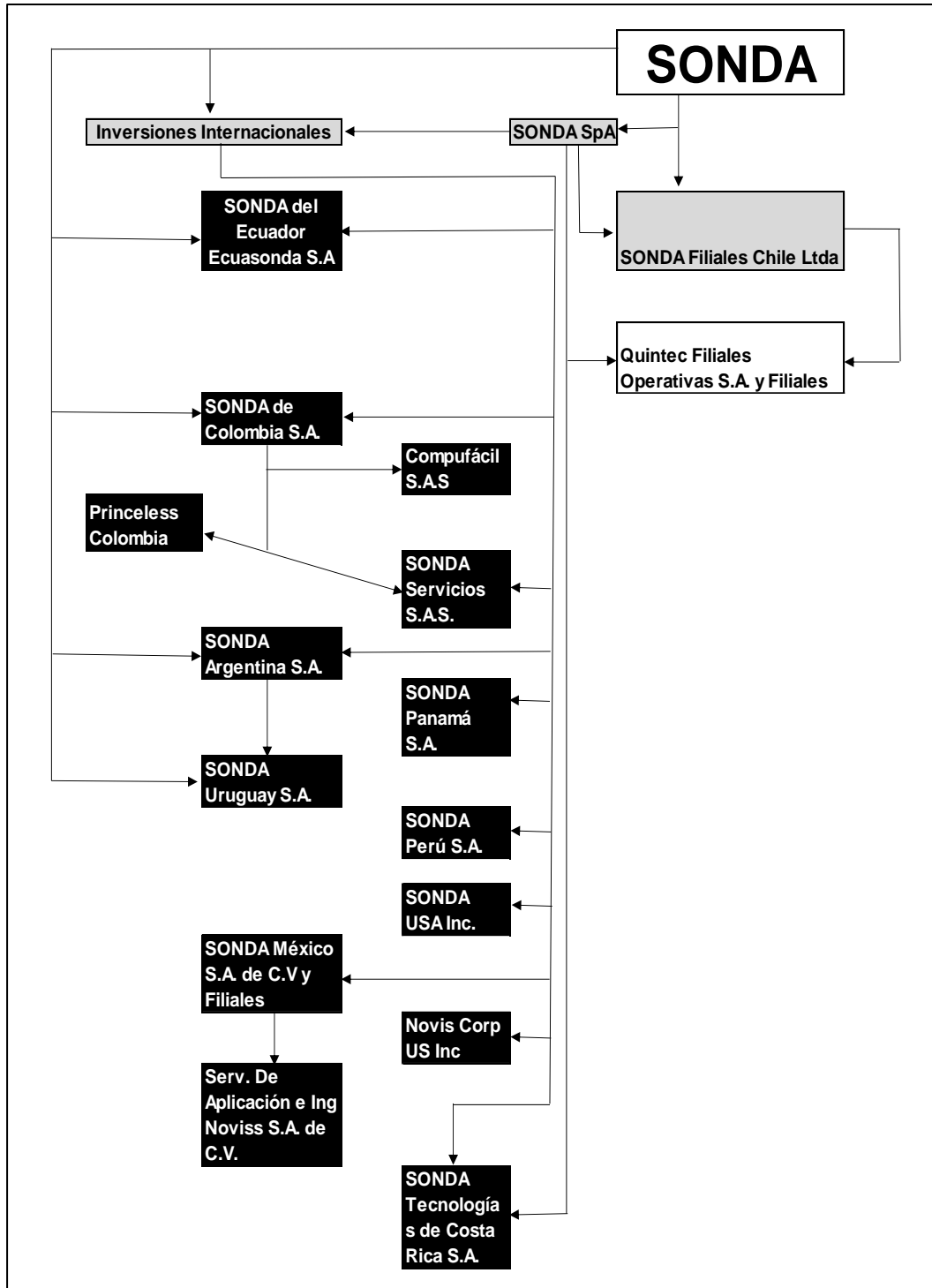
La participación de SONDA en sus filiales se compone de la siguiente manera:

- SONDA S.P.A: La Sociedad SONDA SpA se constituyó con fecha 3 de octubre de 2008 y tiene como objetivo la realización de inversiones en toda clase de bienes, sean muebles, inmuebles, corporales o incorporeales. Entre estas inversiones se pueden mencionar la adquisición de acciones, derechos en sociedades de personas, bonos, efectos de comercio y, en general, toda clase de valores mobiliarios, instrumentos de inversiones y la administración de estas inversiones y sus frutos (SONDA, 2022).

- SONDA Filiales Chile Ltda: La Sociedad SONDA Filiales Chile Ltda., se constituyó con fecha 29 de octubre de 2008. Tiene como objetivo la realización de inversiones en toda clase de bienes, sean muebles e inmuebles, corporales o incorporeales, 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 objeto la Sociedad podrá constituir otras sociedades o incorporarse a ellas. (SONDA, 2022).
- Inversiones Internacionales S.A: La Sociedad “INVERSIONES INTERNACIONALES S.A.”, sociedad anónima cerrada, fue constituida con fecha 27 de diciembre de 2019. Su domicilio es la ciudad de Santiago, Región Metropolitana, pudiendo establecer agencias, representaciones o sucursales en cualquier punto del país o del extranjero. La Sociedad tiene por objeto exclusivo la adquisición de toda clase de bienes en dólares de los Estados Unidos de América u otra moneda extranjera, sean estos muebles, inmuebles, corporales e incorporeales, valores mobiliarios, acciones o derechos con la finalidad de obtener las rentas que de ellos se deriven, incluyéndose los frutos civiles u otros que provengan de la enajenación de sus activos. La sociedad no podrá realizar inversiones en pesos chilenos. (SONDA, 2022).

En la figura 2.1.3.1 se logra visualizar de mejor manera la relación entre las filiales de SONDA S.A.:

Figura 2.1.3.1: Relación entre filiales de SONDA S.A.



Fuente: Elaboración propia en base al reporte integral de SONDA S.A. 2022.

2.2 DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

2.2.1 ESTADO ACTUAL

Desde la década de 1960 las tecnologías de información comenzaron a desarrollarse fuertemente, a tal punto que la aceleración del progreso tecnológico ha sido la principal característica del último siglo. Tanta ha sido la aceleración de la tecnología que hay quienes dicen que el mundo está entrando a una “segunda era de las máquinas” (Finanzas & Desarrollo, 2016).

Los adelantos tecnológicos al 2019 ya eran prometedores. Sin embargo, la pandemia del Covid-19 obligó a que los avances fueran aún más rápidos y revolucionarios para adaptarse al nuevo escenario social: la emergencia sanitaria permitió avanzar diez años en términos de habituarnos al uso de la tecnología (UNAM, 2021)

La industria de las tecnologías de información (TI) se divide en tres grandes segmentos: Servicios TI, que abarca una amplia gama de servicios provistos a las empresas de modo de dar soporte, consultorías, asesorías y/o externalizar la infraestructura y las operaciones que involucran las Tecnologías de la Información. Aplicaciones, que dan soluciones de software diseñadas especialmente para una empresa o industria de modo de permitir al cliente usar la tecnología de la información en beneficio de su gestión. Plataformas (Hardware y Software de Base), que consiste en suministrar la infraestructura más adecuada para el cliente, destacando el hardware (servidores, computadores personales, terminales de trabajo, impresoras y similares), los softwares básicos asociados (sistemas operativos, bases de datos, Windows, Office, etc.), y los equipos de comunicación. (SONDA, 2015)

Bajo el contexto nacional, y según el estudio realizado por Accenture y Oxford Economics, la economía digital representó al 2021 el 22,2% del PIB del país, lo que equivaldría a 55 mil millones de dólares. De esa forma, Chile ocupa el primer lugar del Índice de Valor Económico Digital para la región latinoamericana por su nivel actual de adopción de tecnologías digitales, aceleradores y talento digital, mientras que países como México, Colombia o Argentina muestran aún un claro rezago y potencial sin

explotar. El componente digital del Producto Bruto en economías como México, Argentina, Brasil y Chile tiene potencial para crecer entre dos y tres puntos porcentuales durante los próximos cinco años a partir del 2021 (Accenture, 2021).

2.2.2 REGULACIÓN Y FISCALIZACIÓN

SONDA se rige principalmente por la ley N° 18.046 de sociedades anónimas, que establece los lineamientos jurídicos que debe seguir una empresa que transa acciones en la bolsa de valores (SONDA, 2022). Dicha ley establece que el capital debe estar dividido en acciones de igual valor, también establece que la administración del directorio debe ser elegido por la junta de accionista y que S.A abiertas como SONDA deben tener al menos cinco directores y quedan sometidas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). También, se establece que las juntas ordinarias se celebran una vez al año y las juntas extraordinarias se pueden realizar las veces que sean necesarias durante el año (CMF, 2021).

La empresa también está guiada por la ley N° 18.045 que establece los lineamientos para empresas que transan en la bolsa de valores (SONDA, 2022). En este ámbito la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) se encarga de monitorear, fiscalizar y sancionar el funcionamiento del mercado de valores en Chile y, por lo tanto, establece la regulación de SONDA (CMF, 2021).

La empresa, mantiene un código de Ética que sigue los lineamientos de los Principios Rectores sobre Derechos Humanos y Empresas de Naciones Unidas. También, se alinea con la sociedad a través de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas (ODS) que constituyen la hoja de ruta de la humanidad al 2030, y en la que están comprometidos los países, empresas y sociedad civil. Es importante mencionar, que la política y sistema de gestión de riesgos, por su parte, está basado en las mejores prácticas de control interno y de tecnologías de la información, como el Committee of Sponsoring Organizations of Tread Way Commission (COSO). El

Modelo de Prevención de Delitos y sistema de compliance también se basa en las regulaciones aplicables y mejores prácticas internacionales (SONDA, 2022).

Por otro lado, el uso de tecnologías de información y la nueva era digital permite acelerar procesos imprescindibles para las empresas, pero también las expone a un riesgo mayor: el uso de la información privada contra la ética tecnológica. Dado lo anterior y con el objetivo de gestionar los riesgos de ciberseguridad, dispone de un Comité de Ciberseguridad formado por el Chief Information Security Officer (CISO), el gerente corporativo de Ciberseguridad y el gerente corporativo de Informática Interna (SONDA, 2022).

Existen otros riesgos que para la compañía es necesario regularlos para mitigar efectos negativos, estos son: riesgo de mercado, tipo de cambio, tasa de interés e inflación, riesgo de crédito y riesgo de liquidez o financiamiento (SONDA, 2022).

En términos de riesgo de mercado, la compañía está expuesta al Riesgo de Tipo de Cambio principalmente por la participación que mantiene en sus filiales extranjeras, lo que se traduce que SONDA se encuentre expuesta a la volatilidad del dólar estadounidense, peso colombiano, sol peruano, real brasileño, peso argentino y peso mexicano. Los ajustes que se producen, por las variaciones de estas monedas, afectan al Patrimonio y estado de resultados de SONDA S.A (SONDA, 2022).

En cuanto al riesgo de su cartera de inversiones y sus instrumentos derivados, es limitado debido a que las contrapartes son bancos con altas calificaciones de crédito asignadas por agencias calificadoras de riesgo. Otro riesgo asociado es el riesgo de tasas de interés, sin embargo, SONDA S.A. ha estructurado sus obligaciones financieras a tasa fija, disminuyendo de este modo la volatilidad de sus flujos futuros, permitiendo de este modo una gestión en base a información exacta respecto de sus obligaciones futuras (SONDA, 2022).

Otro riesgo es el de Inflación que para la Sociedad en Chile su exposición es menor dado que las Obligaciones con el Público están expresadas en Unidades de Fomento (UF) (SONDA, 2022).

Por otro lado, el riesgo de Crédito que podría afectar a la compañía se encuentra controlado ya que la compañía ha definido políticas que permiten controlar el riesgo de pérdidas por incobrabilidad y por incumplimiento en sus pagos. Adicionalmente, SONDA, mantiene una base de más de 7.000 clientes a nivel regional, dentro de los cuales se encuentran las empresas líderes de la región latinoamericana. Lo anterior, sumado a la diversificación sectorial y regional de la compañía, permite disminuir considerablemente la volatilidad de este riesgo. (SONDA, 2022).

En relación con el Riesgo País, SONDA y sus filiales tienen presencia en diversos países de América Latina. En consecuencia, su negocio, condición financiera y resultados dependerán en parte de las condiciones de estabilidad política y económica de dichos países. Eventuales cambios adversos en condiciones tanto del ámbito regional como mundial pueden causar un efecto negativo en el negocio y resultados de SONDA. (SONDA, 2022).

2.2.3 EMPRESAS COMPARABLES

SONDA es la principal empresa latinoamericana de servicios y soluciones TI, industria donde participan empresas como IBM, HPE, Accenture, Cisco, entre otras a nivel global, y compañías locales¹ como CI&T, Livetech, Neogrid, Positivo Tecnología, TOTVS, entre otras.

Las empresas seleccionadas como comparables para SONDA son:

LIVETECH DA BAHIA INDUSTRIA E COMERCIO SA

Livetech da Bahia Industria e Comercio SA es una empresa con sede en Brasil que proporciona equipos y soluciones para Telecomunicaciones, Tecnología de la Información (TI) y Energía Solar. La Compañía brinda servicios y productos, que incluyen infraestructura de banda ancha, cámaras de vigilancia, sistemas de control de acceso, ciberseguridad, centros de datos, automatización y generadores de energía solar.

¹ Operan en la región de Latam.

A continuación, en el cuadro 2.2.3.1, se presentan los principales antecedentes de Livetech.

Cuadro 2.2.3.1: Antecedentes Livetech da Bahia Industria e Comercio SA

Antecedentes	
Nemotécnico	LVTC3
Mercado donde transa sus acciones	Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo o B3).
Descripción de la empresa	Empresa se dedica a proveer soluciones Telecomunicaciones, Tecnología de la Información (TI) y Energía Solar
Rubros y países donde opera	Livetech opera en Brasil, Colombia, Estados Unidos y Panamá y brinda servicios y productos, que incluyen infraestructura de banda ancha, cámaras de vigilancia, sistemas de control de acceso, ciberseguridad, centros de datos, automatización y generadores de energía solar.
Clasificación de riesgo	BB (S&P) ²

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos a través de Refinitiv Eikon.

Se puede observar en el cuadro 2.2.3.2 que la principal fuente de ingresos viene del segmento de Telecomunicaciones con un 43,6%. El segmento de Telecomunicaciones abarca principalmente redes de fibra óptica, redes de alta capacidad y productos de Infraestructura de Data Centers. Por otro lado, Solar se enfoca en paneles LED, Generadores de Energía Solar Fotovoltaico y Componentes como Baterías de Litio y el segmento Empresa abarca el mercado de consumo donde se incluye productos de seguridad, electrónica, ciberseguridad, automatización residencial y de edificios, audio, videos, paneles LED, entre otros. También, se observa en el cuadro 2.2.3.3 que el mayor porcentaje de los ingresos provienen de las subsidiarias de Brasil que abarcan un 97%.

Cuadro 2.2.3.2: Ingresos y EBITDA por segmentos de negocio Livetech

Segmentos (MUF)	Ingreso	%	EBITDA* ³
Telecomunicaciones	2.130	43,6%	575
Empresa	1.166	23,9%	269
Solar	1.585	32,5%	329
Total	4.881	100%	1.173

Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv Eikon.

² Empresas comparables en escala global.

³ Las participaciones en el EBITDA fueron calculadas en base al porcentaje de los ingresos dado que la información por segmento no estaba disponible.

Cuadro 2.2.3.3: Ingresos por segmento geográfico

Geografía (MUF)	Ingreso	%*	EBITDA *4
Brasil	4.748	97%	1.141
Otros países	132	3%	32
Total	4.881	100%	1.173

Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv Eikon.

POSITIVO TECNOLOGIA SA

Positivo Tecnología SA es una empresa de tecnología con sede en Brasil, especializada en el desarrollo y fabricación de tecnología basada en hardware. La Compañía se dedica principalmente a la industrialización, comercialización y desarrollo de proyectos en el área de Tecnologías de la Información (TI); industrialización, venta y arrendamiento de software y hardware; así como venta de equipos informáticos, como ordenadores todo en uno, notebooks, netbooks y tablets, sistemas de software educativo y una gama de productos Internet Things (IoT). Positivo Tecnología también participa activamente en el mercado de la telefonía móvil, ofreciendo smartphones y teléfonos básicos. La Compañía opera a través de tres segmentos principales: minorista, gubernamental y corporativo. Positivo Tecnología SA tiene varias filiales, entre ellas Positivo Argentina SRL, Crounal SA y Positivo Distribuicao e Comercio Ltda.

A continuación, en el cuadro 2.2.3.4, se presentan los principales antecedentes de Positivo Tecnología.

Cuadro 2.2.3.4: Positivo Tecnología SA

Antecedentes	
Nemotécnico	POSI3
Mercado donde transa sus acciones	Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo o B3).
Descripción de la empresa	Empresa tecnológica enfocado en desarrollar soluciones inteligentes. Específicamente, especializada en el desarrollo y fabricación de tecnología basada en hardware.
Países donde opera	Opera en más de 40 países pero concentra su participación en Latinoamérica.
Clasificación de riesgo	B+ (S&P Y Fitch) ⁵

Fuente: Elaboración propia con datos sacados de Refinitiv Eikon.

⁴ Las participaciones en el EBITDA fueron calculadas en base al porcentaje de los ingresos dado que la información por segmento no estaba disponible.

⁵ Empresas comparables en escala global.

Se puede observar en el cuadro 2.2.3.6 que la principal fuente de ingreso de la empresa está ubicada en Brasil con un 98,7% y en el cuadro 2.2.3.5 se observa que su segmento que aporta mayor ingreso es el correspondiente a las Instituciones públicas con un 57%.

Cuadro 2.2.3.5: Ingresos por segmento de negocio

Segmentos (MUF)	Ingreso	%	EBITDA*6
Consumo	4.409	19,4%	596
Instituciones públicas	12.969	57,0%	1.753
Servidores	1.648	7,2%	222
Otros	3.728	16,4%	504
Total	22.754	100,0%	3.076

Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv Eikon.

Cuadro 2.2.3.6: Ingresos por segmento geográfico

Geografía (MUF)	Ingreso	%	EBITDA*7
Brasil	22.448	98,7%	3.035
Otros países	306	1,3%	41
Total	22.754	100,0%	3.076

Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv Eikon.

⁶ Las participaciones en el EBITDA fueron calculadas en base al porcentaje de los ingresos dado que la información por segmento no estaba disponible

⁷ Las participaciones en el EBITDA fueron calculadas en base al porcentaje de los ingresos dado que la información por segmento no estaba disponible.

3. ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1 DEUDA FINANCIERA

El componente principal de la deuda financiera corriente son los préstamos bancarios corrientes, los cuales desde el 2019 representan al menos el 75%. Respecto a la deuda financiera no corriente, esta se ve mayormente explicada por obligaciones con el público no corrientes, lo cual tiene relación con nuevas emisiones de bonos generados en el 2019.

En líneas generales, la deuda financiera ha ido disminuyendo en los últimos años, con variaciones menores al 10% año a año, en donde la baja considerable ocurre en el 2021 debido a un pago del financiamiento bancario en Brasil. Lo anterior es muy diferente a lo ocurrido en el período 2018-2019, en donde hubo una variación positiva cercana al 70%, la cual se debe a un incremento en pasivos financieros que fue marcado por la emisión del bono Serie H por un monto de UF 3.000.000 para financiar el Plan Estratégico de SONDA 2019-2021. El objetivo de la emisión del bono mencionado es adaptarse de mejor manera a la acelerada industria de TI. Además, en ese mismo período también se realizó la emisión del Bono J por UF 1.500.000, cuyo objetivo fue refinanciar el bono Serie E.

En el Cuadro 3.1.1 se puede observar la composición de la deuda financiera y su evolución en los últimos 5 años:

Cuadro 3.1.1: Deuda Financiera

MUF	2018	2019	2020	2021	2022
Préstamos bancarios Corrientes	2.517	2.594	1.387	2.194	2.305
Obligaciones con el público corrientes	1.340	143	143	142	142
Obligaciones por leasing Corrientes	238	410	307	427	498
Otros pasivos financieros no clasificados corrientes	15	6	-	-	11
Otros pasivos financieros Corrientes	4.110	3.153	1.837	2.763	2.956
Préstamos bancarios no Corrientes	817	1.471	2.415	585	265
Obligaciones con el público no corrientes	1.489	5.874	5.736	5.598	5.461
Obligaciones por leasing no corrientes	223	722	507	692	606
Otros pasivos financieros no clasificados no corrientes	14	0	6	4	-
Otros pasivos financieros no corrientes	2.542	8.067	8.665	6.880	6.332
Deuda Financiera	6.652	11.220	10.502	9.643	9.288

Fuente: Elaboración propia con datos de Estados Financieros de SONDA S.A.

En cuanto a los bonos que ha emitido SONDA, se muestran en el siguiente cuadro aquellos que se encuentran en circulación con sus respectivos detalles.

Cuadro 3.1.2: Bonos emitidos por SONDA S.A.

Bono	Serie C	Serie H	Serie J
Línea	621	832	622
Código Nemo-técnico	BSOND-C	BSOND-H	BSOND-J
Valor Nominal	UF 1.500.000	UF 3.000.000	UF 1.500.000
Plazo	21 años	10 años	5 años
Período de gracia	10 años	9,5 años	4,5 años
Moneda / Reajustibilidad	UF	UF	UF
Tasa cupón anual	4,50%	1,50%	0,40%
Intereses	Semestrales	Semestrales	Semestrales
Fecha inicio devengo intereses	01/12/2009	01/11/2019	01/10/2019
Fecha vencimiento	01/12/2030	01/11/2029	01/10/2024
Clasificación de Riesgo	AA (ICR) / AA- (Fitch)	AA- (ICR) / AA- (Fitch)	AA- (ICR) / AA- (Fitch)
Principales Covenants	<ul style="list-style-type: none"> - Nivel de endeudamiento <= 1,3 veces. - Cobertura de Gastos Financieros >=2,5 veces. - Patrimonio mínimo >= UF 8.000.000 - Activos libres de gravámenes >= 1,25 veces el pasivo exigible no garantizado. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nivel de endeudamiento <= 1,3 veces. - Cobertura de Gastos Financieros >=2,5 veces. - Patrimonio mínimo >= UF 8.000.000 - Activos libres de gravámenes >= 1,25 veces el pasivo exigible no garantizado. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nivel de endeudamiento <= 1,3 veces. - Cobertura de Gastos Financieros >=2,5 veces. - Patrimonio mínimo >= UF 8.000.000 - Activos libres de gravámenes >= 1,25 veces el pasivo exigible no garantizado.
Uso de Fondos	Financiamiento de las inversiones del Emisor.	Financiamiento de las inversiones que se encuentran consideradas en el Plan Estratégico 2019-2021 de SONDA.	100% refinanciamiento de la serie E

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de la CMF.

3.1.1 COVENANTS

En el cuadro 3.1.1.1 se muestra cómo han ido evolucionando los indicadores financieros relacionados a los covenants de los bonos de SONDA desde el 2018 al 2022, en donde también se puede observar cómo ha sido la holgura en cada caso en específico. Cabe indicar que tal como se muestra en el cuadro 3.1.2, los bonos que SONDA tiene en circulación poseen los mismos covenants.

Cuadro 3.1.1.1: Holgura Covenants de SONDA S.A.

	2018	2019	2020	2021	2022
Nivel de Endeudamiento ⁸ <= 1,3x	0,7	0,8	0,7	0,8	0,9
Holgura	46%	38%	46%	38%	31%
Cobertura de Gastos Financieros ⁹ >= 2,5x	14,8	8,6	9,3	13,1	14
Holgura	492%	244%	272%	424%	460%
Patrimonio Mínimo ¹⁰ >= MMUF 8	18,1	18,9	15,6	16,2	15
Holgura	126%	136%	95%	103%	88%
Activos libres de Gravámenes ¹¹ >= 1,25x	2,3	2	1,9	2	2
Holgura	84%	60%	52%	60%	60%

Fuente: Elaboración propia en base a Presentaciones Corporativas de SONDA S.A.

Del cuadro anterior es posible ver que cada uno de los covenants posee una holgura bastante destacable, sobre todo la Cobertura de Gastos Financieros y el Patrimonio Mínimo, donde en cada año la holgura está sobre o muy cercana al 100%. De todas maneras, es evidente que para cada covenant este buen comportamiento se ha mantenido a lo largo de los últimos 5 años.

⁸ Nivel de Endeudamiento = (Pasivo Exigible – Efectivo Equivalente) / Patrimonio Total.

⁹ Cobertura de Gastos Financieros = EBITDA / Gastos Financieros Netos.

¹⁰ Patrimonio Total.

¹¹ Activos Libres de Gravámenes = (Activos Totales – Activos prendados o con garantías) / (Pasivos exigibles – Pasivos exigibles garantizados).

3.2 PATRIMONIO ECONÓMICO

Para el cálculo del patrimonio económico es necesario conocer cuál es el número de acciones suscritas y pagadas de la empresa, junto con el precio de la acción al cierre de los períodos respectivos.

En el cuadro 3.2.1 se observa que el número de acciones no ha variado en los últimos años, en cambio, el precio ha disminuido notoriamente con una mejora muy leve para el último año, por lo que el patrimonio se ha visto muy afectado por el precio cuya disminución en este período se ve explicada en parte por el estallido social ocurrido en octubre del 2019 y la crisis sanitaria desde marzo del 2020. Ambos acontecimientos anteriores generaron bastante incertidumbre en la economía chilena, afectando de esta forma al mercado financiero, en donde si bien, el precio de SONDA ya venía con una tendencia a la baja desde su última emisión de acciones (2012-2013), la caída fue más abrupta de lo que se venía observando.

Cuadro 3.2.1: Patrimonio Económico

MUF	2018	2019	2020	2021	2022
Precio Bolsa de Acción	0,032	0,019	0,012	0,007	0,009
Número de acciones suscritas y pagadas	871.057.175	871.057.175	871.057.175	871.057.175	871.057.175
Patrimonio Económico	27.758	16.349	10.879	6.526	7.612

Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv Eikon y Estados Financieros de SONDA S.A.

3.3 VALOR ECONÓMICO

El valor económico de la empresa corresponde a la suma de la deuda financiera y el patrimonio económico, tal como se muestra en el cuadro 3.3.1. Se puede llegar a la misma conclusión del ítem anterior, en donde el valor económico ha ido cayendo en los últimos años, con una mejora no muy pronunciada en el último año, siendo el patrimonio económico el principal factor causante de aquello.

Cuadro 3.3.1: Valor Económico

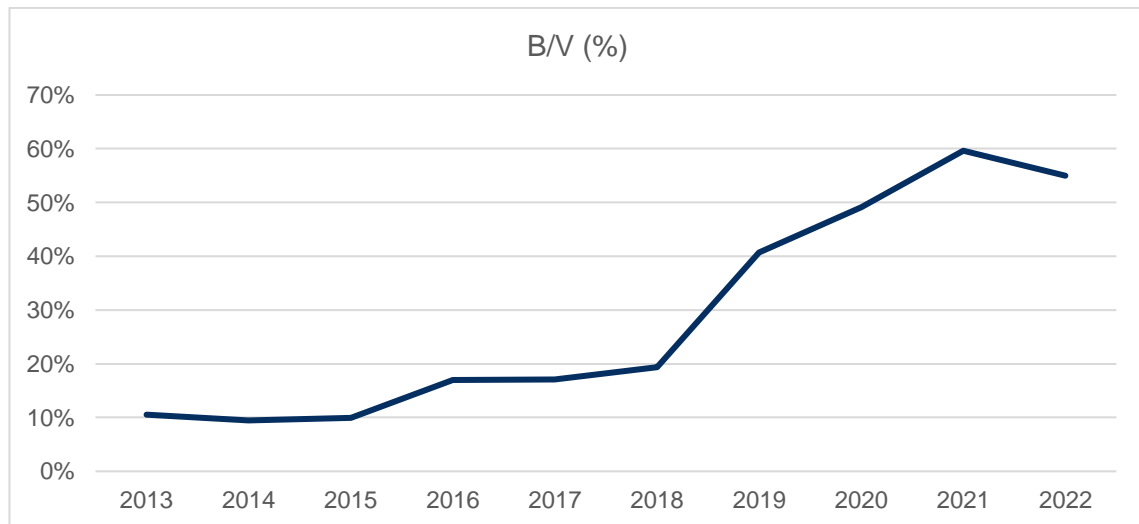
MUF	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda Financiera (B)	6.652	11.220	10.502	9.643	9.288
Patrimonio Económico (P)	27.758	16.349	10.879	6.526	7.612
Valor Económico (V = B + P)	34.410	27.569	21.380	16.169	16.900

Fuente: Elaboración propia en base a Refinitiv Eikon y Estados Financieros de SONDA S.A.

3.4 ESTRUCTURA DE CAPITAL HISTÓRICA Y OBJETIVO

Considerando los cálculos realizados anteriormente, se define cuál será la estructura de capital objetivo que tendrá SONDA durante al menos los próximos 5 años. La figura 3.4.1 muestra la evolución del ratio B/V durante el período 2013-2022 y se puede observar cómo ha ido aumentando significativamente desde el 2019, con excepción del 2022 donde tuvo una leve disminución.

Figura 3.4.1: Estructura de Capital Histórica



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A. y Refinitiv Eikon.

A raíz de esto, en vez de considerar el promedio del ratio B/V de los últimos 5 años como estructura de capital objetivo, se utilizan los primeros 2 períodos (2018-2019), teniendo como supuesto que este valor será al que tenderá en el futuro. Lo anterior, es debido a que los valores que se han dado en los últimos años están muy alejados y

bastante elevados comparado a lo que se venía observando en los períodos previos al 2019, donde como ya se mencionó anteriormente, esta alza se debe principalmente al precio de la acción que se ha visto enfrentado a períodos de mucha incertidumbre en el último tiempo.

Además, se puede observar que al menos entre el 2013 y 2018 el ratio B/V es más estable, estando dentro de un rango de porcentajes del 9% y 20%. Entonces, el considerar solo el período 2018-2019 y no también años previos a esas fechas, es debido a que es el período más cercano a la actualidad sin que contenga enormes volatilidades ocasionadas principalmente por la pandemia.

En el cuadro 3.4.1 se muestra la estructura de capital desde el 2018 para SONDA, junto con los valores de la estructura de capital objetivo y también el promedio de los ratios respectivos en los últimos 2 años:

Cuadro 3.4.1: Estructura de Capital Histórica y Objetivo

	2018	2019	2020	2021	2022	E.C. Histórica Promedio 2018-2022	E.C. Histórica Promedio 2021-2022	E.C. Objetivo Promedio 2018-2019
B/V (%)	19,33%	40,70%	49,12%	59,64%	54,96%	44,75%	57,30%	30,02%
P/V (%)	80,67%	59,30%	50,88%	40,36%	45,04%	55,25%	42,70%	69,98%
B/P	0,24	0,69	0,97	1,48	1,22	0,81	1,34	0,43

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A. y Refinitiv Eikon.

4. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

4.1 COSTO DE LA DEUDA

La empresa SONDA actualmente tiene 3 bonos vigentes, siendo el de la serie C el que vence a mayor plazo (diciembre del 2030). Por lo tanto, el costo de la deuda que se utilizará será la TIR del bono BSOND-C a la fecha del 31 de diciembre del 2022, la cual corresponde a 3,5853% (Risk America, 2022).

4.2 BETA DE LA DEUDA

Teniendo el valor del costo de la deuda, se calcula el beta de la deuda aplicando la fórmula del CAPM:

$$k_b = r_f + PRM * \beta_d$$

En donde, k_b representa el costo de la deuda, r_f a la tasa libre de riesgo, PRM a la prima por riesgo, y β_d al beta de la deuda.

Como tasa libre de riesgo, se utiliza la tasa del bono en UF del Banco Central de Chile a 10 años (BCU-10) a la fecha de valoración, la cual al 31 de diciembre del 2022 corresponde a 1,65%. Se utiliza un BCU-10 dado que su vencimiento es más cercano al del bono de más largo plazo de SONDA (Banco Central de Chile, 2023).

El premio por riesgo (PRM) corresponde a 7,25%, que es el resultado de promediar los 2 métodos que utiliza Damodaran para el cálculo del PRM para la fecha de valoración, pero asumiendo que el PRM de Estados Unidos es el recomendado por Duff & Phelps, el cual es 5,5% (Maquieira, 2019).

Entonces, reordenando la ecuación, el beta de la deuda resulta ser 0,27.

$$\beta_d = \frac{k_b - r_f}{PRM} = \frac{3,5854\% - 1,65\%}{7,25\%}$$

$$\beta_d = 0,27$$

4.3 ESTIMACIÓN DEL BETA PATRIMONIAL

Para la estimación del beta patrimonial, en primera instancia se hace el cálculo utilizando los precios de cierre en frecuencia semanal tanto para SONDA como para el IGPA (Índice General de Precios de Acciones), donde este último vendría a representar al mercado. Luego, se calculan los retornos de los precios para posteriormente obtener el beta mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO), utilizando el siguiente modelo de regresión lineal:

$$r_{Sonda,t} = \alpha + \beta * r_{Mercado,t} + \varepsilon$$

En donde, $r_{Sonda,t}$ es el retorno semanal de SONDA para cada período t, α es una constante del modelo, β es el beta de la acción, $r_{Mercado,t}$ el retorno semanal del mercado (IGPA) para cada período t, y ε el término de error.

Se estimaron varios betas entre los años 2013 y 2022 en un rango de tiempo de 2, 3, 4 y 5 años, considerando una ventana móvil para cada rango de tiempo estimado. En los cuadros 4.3.1, 4.3.2, 4.3.3 y 4.3.4 se observa una clara tendencia a la baja en los 4 casos, marcado principalmente desde que se considera el año 2019 en adelante, puesto que los betas empiezan a dar valores menores a 1, cuando por lo general eran cifras que estaban por sobre 1.

Cuadro 4.3.1: Estimación beta con retornos semanales de últimos 2 años

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beta de la acción 2 años	1,19	1,24	1,18	1,12	1,08	0,73	0,92	0,94	0,85

Fuente: Elaboración propia con precios de Refinitiv Eikon.

Cuadro 4.3.2: Estimación beta con retornos semanales de últimos 3 años

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beta de la acción 3 años	1,28	1,12	1,21	1,02	0,96	0,92	0,92	0,88

Fuente: Elaboración propia con precios de Refinitiv Eikon.

Cuadro 4.3.3: Estimación beta con retornos semanales de últimos 4 años

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beta de la acción 4 años	1,18	1,16	1,12	0,94	0,96	0,91	0,87

Fuente: Elaboración propia con precios de Refinitiv Eikon.

Cuadro 4.3.4: Estimación beta con retornos semanales de últimos 5 años

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beta de la acción 5 años	1,19	1,10	1,03	0,96	0,95	0,86

Fuente: Elaboración propia con precios de Refinitiv Eikon.

Por lo tanto, el cambio en los valores del beta de la acción debiese estar afectado por el estallido social, pero por sobre todo por la crisis sanitaria. Es por esta razón que se calcula el beta de la acción a través de la misma fórmula de regresión lineal, pero en vez de retornos semanales, se utilizan retornos mensuales en un rango de 5 años tanto para los precios de SONDA como para los precios del IGPA. Además, también se realiza la estimación con una ventana móvil de 5 años, por lo que se abarca el mismo período de las regresiones anteriores para de este modo observar cómo ha sido la evolución.

En el cuadro 4.3.5 se puede apreciar que el beta a través del tiempo tiene un comportamiento más estable, en donde los valores en cada período de estimación no son diferentes de forma tan extrema y bordean el 1. Por esta razón, es que se decide finalmente utilizar como beta de la acción el correspondiente a los retornos mensuales entre el 2018 y 2022, cuyo valor es 1,03.

Cuadro 4.3.5: Estimación beta con retornos mensuales de últimos 5 años

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Beta de la acción mensual 5 años	1,00	0,91	1,06	1,01	0,96	1,03

Fuente: Elaboración propia con precios de Refinitiv Eikon.

Como se muestra en el cuadro 4.3.6, el beta escogido es estadísticamente significativo al 1%. Además, SONDA al 31 de diciembre tuvo una presencia bursátil del 87,78%.

Cuadro 4.3.6: Regresión beta de la acción

	2022
Beta de la acción	1,03
P-value	0,000
N° observaciones	59
R ²	0,36
Presencia bursátil	87,78%

Fuente: Elaboración propia

Considerando lo anterior, se realiza el ajuste de Bloomberg al beta de la acción, por lo que finalmente el beta a utilizar para el desapalancamiento es 1,02 ($\beta_p^{c/d}$).

$$\beta_{ajustado} = 0,33 + 0,67 * \beta_{OLS}$$

$$\beta_{ajustado} = 0,33 + 0,67 * 1,03$$

$$\beta_{ajustado} = 1,02$$

4.4 BETA PATRIMONIAL SIN DEUDA

Teniendo claro cuál será el beta de la acción que se utilizará, ahora se debe calcular el beta patrimonial sin deuda ($\beta_p^{s/d}$). Para esto, se utiliza la siguiente ecuación de Rubinstein, dado que la deuda que tiene SONDA no es libre de riesgo.

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_d * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

En donde, $\beta_p^{c/d}$ es el beta de la acción calculado en el ítem anterior, $\beta_p^{s/d}$ es el beta patrimonial sin deuda que se desea obtener, t_c es la tasa de impuesto a las

corporaciones, $\frac{B}{P}$ es la estructura de capital promedio de los últimos 2 años, y β_d es el beta de la deuda ya calculado en la sección 4.2.

El valor de la tasa de impuesto se asume fija y constante consistente con el Impuesto de Primera Categoría del 27% (en relación con los acuerdos de doble tributación que se analizarán en la sección 6.4), que grava las rentas provenientes del capital por empresas comerciales, industriales, mineras, servicios, etc., la cual se ha mantenido constante en los últimos años de acuerdo con lo establecido por el Servicio de Impuestos Internos (SII). Respecto a $\frac{B}{P}$, este es 1,34 como se muestra en el cuadro 3.4.1 de la estructura de capital. Teniendo en cuenta estos valores y los ya calculados de los otros parámetros, se llega a que el beta del negocio es 0,65.

$$1,02 = \beta_p^{s/d} * [1 + (1 - 27\%) * 1,34] - 0,27 * (1 - 27\%) * 1,34$$

$$\beta_p^{s/d} = 0,65$$

4.5 BETA PATRIMONIAL CON ESTRUCTURA DE CAPITAL OBJETIVO

Para obtener el beta patrimonial con deuda, se debe apalancar el beta patrimonial sin deuda (calculado en la sección anterior) a través de la misma fórmula de Rubinstein, solo que para este caso se utiliza la estructura de capital objetivo, dando como resultado un beta patrimonial con deuda de 0,77.

$$\beta_p^{c/d*} = 0,65 * [1 + (1 - 27\%) * 0,43] - 0,27 * (1 - 27\%) * 0,43$$

$$\beta_p^{c/d*} = 0,77$$

4.6 COSTO PATRIMONIAL

Para obtener el valor del costo patrimonial, se utiliza el modelo CAPM, en donde la tasa libre de riesgo y el PRM corresponden a los mismos valores de las secciones previas. Dado que la presencia bursátil es un 87,78%, esto indica que la acción de SONDA no es completamente líquida. Según Amihud, Hameed, Kang & Zhang en su documento de investigación *“The illiquidity premium: International evidence”*, evidencian que la cartera de acciones más ilíquidas genera un rendimiento ajustado al riesgo significativamente mayor que la cartera de acciones más líquidas¹²; en donde para el caso de Chile obtienen un premio por iliquidez anualizado cercano al 2%. Por lo tanto, teniendo en cuenta el estudio de los autores y la presencia bursátil que presentaba SONDA al 31 de diciembre del 2022, se agrega un premio por iliquidez solo del 1%, puesto que la presencia bursátil no indica un problema de liquidez tan considerable. De todas maneras, es importante considerar que los autores mencionados recomiendan utilizar una prima por iliquidez para aquellas empresas con una presencia bursátil menor al 70%.

En cuanto al beta que se reemplaza en este cálculo, este corresponde al beta patrimonial con deuda, por lo tanto, el costo patrimonial finalmente da como resultado un 8,2%.

$$k_p = r_f + PRM * \beta_p^c + \text{premio por iliquidez}$$

$$k_p = 1,65\% + 7,25\% * 0,77 + 1\%$$

$$k_p = 8,2\%$$

¹²Llegan a que la prima por iliquidez ajustada al riesgo es del 0,82% en carteras ponderadas por rendimiento, 0,45% en carteras ponderadas por value y 0,73% en carteras ponderadas por volumen. Además, la prima de retorno por iliquidez es mayor en mercados emergentes que desarrollados.

4.7 COSTO DE CAPITAL

Teniendo los valores del costo patrimonial y el costo de la deuda, se puede calcular el costo de capital, el cual se realiza mediante la siguiente fórmula correspondiente a la tasa Wacc (Costo de capital promedio ponderado en español).

$$k_0 = k_p * \frac{P}{V} + k_d * \frac{D}{V} * (1 - t_c)$$

En donde, k_0 es el costo de capital, k_p el costo patrimonial, $\frac{P}{V}$ es el ratio patrimonio económico - valor de la empresa que se tiene como objetivo, k_d el costo de la deuda, $\frac{D}{V}$ el ratio deuda financiera - valor de la empresa que se tiene como objetivo, y t_c el impuesto a las corporaciones; siendo el componente $(1 - t_c)$ en la parte de la deuda el que refleja que se está aplicando el escudo tributario.

Al realizar los reemplazos correspondientes se llega a un Wacc del 6,52%.

$$k_0 = 8,2\% * 70\% + 3,59\% * 30\% * (1 - 27\%)$$

$$k_0 = 6,52\%$$

5. ANÁLISIS DEL NEGOCIO

Las principales áreas del negocio de SONDA corresponden a servicios de tecnologías de información, plataformas, y aplicaciones. Algunas características de Sonda el 2022 son: 13 mil colaboradores, presencia en 11 países, soluciones implementadas en más de 3 mil ciudades, ingresos de 1.248 US\$ millones, un EBITDA de 141 US\$ millones, valor económico generado de 638 US\$ millones, inversiones por 67 US\$ millones y una capitalización bursátil de 330 US\$ millones. (SONDA, 2022).

Sobre los ingresos de Sonda, desde el 2021 hacia atrás la segmentación tanto por línea de negocio como por geografía eran muy diferentes a la actual. En el caso de la segmentación por línea de negocio esta se clasificaba en Plataformas, Servicios TI y aplicaciones. Respecto a la antigua segmentación geográfica, esta estaba conformada por Chile, Brasil, México y Otros países latinoamericanos (OPLA)¹³.

En cuanto al actual desglose de los ingresos, las líneas de negocios están clasificadas en: Digital Business, Digital Services y Product Distribution. Para el caso de la segmentación geográfica se tiene: Cono Sur (Chile, Argentina, Uruguay), región Andina (Perú, Colombia, Ecuador), Norteamérica (México, Panamá, Costa Rica, Estados Unidos) y Brasil.

¹³ Información obtenida de los Análisis Razonados entre los años 2018 y 2021.

5.1 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA

En el cuadro 5.1.1 se puede observar el comportamiento de los ingresos totales de SONDA y, también, cómo ha sido este comportamiento según su segmentación geográfica en cada período respectivo.

Cuadro 5.1.1: Ingresos y variación año a año por geografía

MUF	2018		2019		2020		2021		2022	
	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)
Ingresos Totales	29.027	-7,6%	29.903	3,0%	26.847	-10,2%	28.950	7,8%	30.421	5,1%
Cono Sur										
Ingresos	14.449	-2,6%	15.443	7%	14.572	-6%	17.347	19%	17.565	1%
Digital Business	4.625	-13,6%	4.690	1%	4.246	-9%	4.357	3%	4.498	3%
Digital Services	9.825	3,6%	4.105	-58%	3.523	-14%	3.755	7%	4.310	15%
Prod. Distribution	-	-	6.648	-	6.802	2%	9.236	36%	8.757	-5%
Región Andina										
Ingresos	2.982	-0,3%	2.873	-4%	2.925	2%	2.666	-9%	2.718	2%
Digital Business	779	31,8%	554	-29%	604	9%	544	-10%	633	16%
Digital Services	2.203	-8,2%	2.319	5%	2.320	0%	2.122	-9%	2.085	-2%
Prod. Distribution	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Norteamérica										
Ingresos	3.299	-4,4%	2.428	-26%	2.329	-4%	2.249	-3%	2.529	12%
Digital Business	1.019	1,9%	999	-2%	1.129	13%	1.188	5%	1.204	1%
Digital Services	2.281	-7,0%	1.429	-37%	1.199	-16%	1.061	-12%	1.325	25%
Prod. Distribution	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brasil										
Ingresos	8.296	-18,0%	9.158	10%	7.022	-23%	6.687	-5%	7.610	14%
Digital Business	3.935	-20,1%	5.011	27%	4.363	-13%	3.797	-13%	4.195	11%
Digital Services	4.361	-16,1%	4.147	-5%	2.660	-36%	2.890	9%	3.414	18%
Prod. Distribution	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de Sonda S.A.

En el año 2018 los ingresos de SONDA S.A. disminuyen respecto al año anterior, lo que ocurre en cada una de las geografías, siendo Brasil la que tiene mayor variación (-18%). Cabe mencionar, que una parte del decrecimiento en las distintas regiones se debe por variaciones cambiarias desfavorables (SONDA, 2018).

En el Cono Sur, el segmento Digital Services tuvo un crecimiento en ingresos (3,6%) pero el segmento Digital Business tuvo un decrecimiento más significativo (-13,6%). Los menores ingresos en esta región se explican principalmente por la venta de la filial Transacciones Electrónicas S.A. en diciembre del 2017, cuyos ingresos dejaron de consolidar en 2018 (SONDA, 2018).

En Brasil, tanto Digital Business como Digital Services disminuyeron sus ingresos en proporciones cercanas. Los malos resultados en este país se asocian a términos de contratos. En Norteamérica, Digital Business crece en ingresos (1,9%) pero Digital Services decrece en mayor medida (-7%). Los ingresos caen debido a la no renovación de algunos contratos y por una menor demanda. En la Región Andina, el segmento Digital Business tuvo un gran crecimiento (31,8%) pero a nivel regional no alcanzó a compensar la reducción del segmento Digital Services (-8,2%) (SONDA, 2018).

En el año 2019 los ingresos aumentan respecto al 2018, esto es producto de los buenos resultados en la región del Cono Sur y de Brasil. En este período se añade un nuevo segmento en la operación de la empresa, el cual es Product Distribution; este segmento contempla algunos negocios que antes eran considerados en Digital Services, es por eso que este último tiene una disminución muy fuerte en sus ingresos generados. Además, este nuevo segmento solo genera ingresos para la empresa en la región del Cono Sur (SONDA, 2019).

Sobre esta última región, como ya se mencionó ocurre la incorporación del nuevo segmento Product Distribution, el cual fue el segmento que más generó ingresos. La región en general aumentó sus ingresos en cerca del 7%, esto se debe principal a un aumento de los negocios cerrados en Chile (34%). En Brasil, el segmento Digital Business incrementa sus ingresos en un 27,4%; en cambio, Digital Services decrece sus ingresos en cerca del 5%. En términos netos, Brasil aumenta los ingresos un 10,4% con respecto al 2018, lo que se produce al igual que en el Cono Sur, por un aumento de los negocios cerrados (11%) (SONDA, 2019).

En Norteamérica los resultados no fueron favorables, decreciendo nuevamente en ingresos y en mayor medida (-26,4%), en donde el segmento Digital Services fue el

más afectado (-37,3%), en tanto, Digital Business se vio levemente disminuido en ingresos (-1,9%). A diferencia de las regiones anteriormente analizadas en el 2019, Norteamérica tuvo una reducción en ingresos debido a menores negocios cerrados (-48%) dado por una menor actividad comercial. La región Andina también se vio afectada por menor cierre de negocios, cayendo en ingresos (-3,7%) al igual que en el 2018, donde si bien Digital Services crece (5,3%), no alcanza a compensar la gran caída del segmento Digital Business (-28,9%) (SONDA, 2019).

En el año 2020 los ingresos caen en un 10,2% con respecto al año anterior, esto debido principalmente a variaciones cambiarias desfavorables y a la pandemia del Covid-19, donde esto último llevó a una parcialidad del funcionamiento de las tiendas. En la región del Cono Sur disminuyen en un 5,6% los ingresos, siendo Digital Business y Digital Services los segmentos que llevan a la reducción esta región, puesto que el segmento Product Distribution crece ligeramente (2,3%). Algunos factores que llevan a los malos resultados son la menor cantidad de renovación de contratos y la enajenación de la filial Transacciones Electrónicas Dos S.A. en septiembre del 2019. Respecto a Brasil, este fue el más afectado por la crisis sanitaria, disminuyendo los ingresos en un 23,3%, cayendo significativamente en ambos segmentos donde opera (-12,9% en Digital Business y -35,9% en Digital Services) (SONDA, 2020).

En el caso de Norteamérica, si bien hubieron buenos resultados para el segmento Digital Business (13%), los menores ingresos en Digital Services (-16,1%) llevaron a que en el neto la región haya reducido sus ingresos en un 4,1%. Parte de este decrecimiento de la región se debe a problemas en el cierre de contratos. La región Andina, contrario a las otras regiones, crece en ingresos en un 1,8%; lo que es explicado por el segmento Digital Business (9%), ya que el segmento Digital Services se mantuvo prácticamente inalterado (0,1%) (SONDA, 2020).

Para el 2021 los ingresos aumentan, pero todavía son inferiores a los niveles previos al comienzo de la pandemia. En la región del Cono Sur cada uno de los segmentos crece en ingresos, destacándose Product Distribution con un 35,8%. Estos buenos resultados vienen explicados por un incremento en el cierre de contratos (29%). Brasil, disminuye por segundo año consecutivo en ingresos, pero en este período fue en

menor medida (-4,8%), en donde el segmento Digital Services crece (8,7%) pero Digital Business disminuye (-13%), siendo este último el que más domina en el neto. A pesar de lo anterior, Brasil mostró un incremento importante en el cierre de contratos, con un aumento del 16,6% (SONDA, 2021).

En Norteamérica, los ingresos siguen decreciendo por cuarto año consecutivo (-3,4%), siendo el segmento Digital Services el más influyente en este resultado (-11,6%), ya que Digital Business crece en ingresos en un 5,2%. Otro factor que afectó negativamente es la reducción del cierre de contratos en un 5,8%. La región Andina reduce en un 8,8% los ingresos en su geografía, cayendo tanto en el segmento Digital Business (10%) como en Digital Services (8,5%) (SONDA, 2021).

Como se puede apreciar del análisis previo, en el año 2021 solo la región del Cono Sur aumenta sus ingresos, y esto también se debe a que las otras regiones tuvieron resultados desfavorables en variaciones cambiarias (SONDA, 2021).

Finalmente, en el año 2022 los ingresos nuevamente crecen, esta vez, superando los niveles alcanzados en los años previos al comienzo de la pandemia, en donde además, cada una de las regiones donde opera SONDA logra incrementar sus ingresos. Para este período el cierre de negocios crece significativamente en todas las geografías, donde el volumen de negocios cerrados llega a una cifra histórica de US\$1695,8 millones, creciendo de esta manera 34,4% respecto al 2021 (SONDA, 2022).

En la región del Cono Sur, los ingresos crecen ligeramente en un 1,3%, principalmente por el segmento Digital Services (14,8%). En cuanto a Digital Business el aumento fue de un 3,2%, y en Product Distribution los ingresos se redujeron en 5,2%. En esta zona destaca el cierre del negocio Bosque Iluminado. En el caso de Brasil, los ingresos vuelven a incrementarse tras 2 años de reducciones. Tanto el segmento Digital Business (10,5%) como Digital Services (18,1%) crecen en ingresos. Los negocios cerrados que destacan en Brasil son Infovía y Caixa (SONDA, 2022).

Norteamérica es otra región que vuelve a crecer en ingresos tras varios períodos de malos resultados, siendo el segmento Digital Services el más influyente en este

aumento (24,9%). Su principal negocio cerrado es Metrobus. La región Andina también crece levemente en un 1,9%, explicado principalmente por Digital Business (16,4%), ya que el segmento Digital Services cae en un 1,8% (SONDA, 2022).

En cuanto a la participación en el total de los ingresos, como se muestra en el cuadro 5.1.2 tanto la región Andina como Norteamérica han tenido valores estables, donde la primera se mantiene dentro del orden del 9% y 11%, y la segunda dentro del rango del 8% y 9% para los últimos 4 años. Respecto al Cono Sur, representa más de la mitad de la generación de ingresos y ha ido creciendo su participación con el transcurso del tiempo, teniendo una leve disminución en el último año. Sobre Brasil, este ha bajado su participación desde los años 2018 y 2019, pero se ha mantenido casi estable para los últimos 3 períodos, estando dentro del rango 23% y 26%.

Cuadro 5.1.2: Participación en ingresos por geografía

	2018	2019	2020	2021	2022
Región Cono Sur	50%	52%	54%	60%	58%
Región Andina	10%	10%	11%	9%	9%
Norteamérica	11%	8%	9%	8%	8%
Brasil	29%	31%	26%	23%	25%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

Haciendo ahora un análisis solo desde el punto de vista de los segmentos de negocio, lo cual es mostrado en el cuadro 5.1.3, se puede observar que el segmento Digital Business se vio afectado por la crisis sanitaria en los años 2020 y 2021, en donde en ambos períodos tuvo una caída en los ingresos respecto al año anterior, y ya para el 2022 logró un crecimiento. No obstante, no ha superado los resultados obtenidos en el 2019.

Sobre Digital Services, los ingresos generados venían decreciendo desde el 2018, manteniéndose casi constante en el 2021 con respecto al 2020, para posteriormente lograr un aumento significativo en el año 2022. Finalmente, el segmento Product Distribution comenzó a generar ingresos en el 2019, el cual fue aumentando sobre todo en el año 2021, teniendo después una caída en el último período.

Cuadro 5.1.3: Ingresos y variación año a año por línea de negocio

MUF	2018		2019		2020		2021		2022	
	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)
Ingresos	29.027	-8%	29.903	3,0%	26.847	-10%	28.950	8%	30.421	5%
Digital Business	10.357	-13%	11.254	8,7%	10.343	-8%	9.886	-4%	10.530	7%
Digital Services	18.669	-4%	12.001	35,7%	9.702	-19%	9.828	1%	11.134	13%
Prod. Distribution	-	-	6.648	-	6.802	2%	9.236	36%	8.757	-5%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

En el cuadro 5.1.4 se aprecia la participación en los ingresos de cada segmento de negocio. Digital Business ha ido variando de manera no tan significativa, estando en los últimos 5 años en un rango de porcentajes entre el 34% y 39%. Digital Services por su parte, tenía una gran importancia en el año 2018, la cual se vio fuertemente disminuida desde el 2019 debido a que Product Distribution empezó a ser contemplado como otro segmento de negocio, sin embargo, para los últimos 3 años se ha mantenido entre el 34% y 37%. En el caso de Product Distribution, esta fue aumentando su participación desde el 2019 al 2021, para después en el 2022 tener una leve baja, variando en estos períodos mencionados en un rango del 22% y 32%.

Cuadro 5.1.4: Participación en ingresos por línea de negocio

Segmento	2018	2019	2020	2021	2022
Digital Business	36%	38%	39%	34%	35%
Digital Services	64%	40%	36%	34%	37%
Product Distribution	0%	22%	25%	32%	29%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A..

5.1.1. OTROS INGRESOS

En cuanto a “Otros ingresos”, en el cuadro 5.1.1.1 se observa su desglose en donde sus componentes son muy variables a través de los años. Se podría destacar que la cuenta “Ajuste de precio adquisición” permanece en cero desde el 2019; la cuenta “Utilidad venta de activo fijo” si no se considera el 2019, se encuentra dentro del rango de los UF 4 mil y UF 6 mil, siendo mucho más estable en los últimos 3 períodos; y también, si se omite la cuenta “Utilidad venta propiedades de inversión”, el total de los

ingresos por función varía entre los UF 49 mil y UF 105 mil en los últimos 5 años. Respecto a la baja en el total de “Otros Ingresos”¹⁴ en el 2018, la subida significativa en 2019 y bajada nuevamente en 2020, tiene relación fundamentalmente por la venta de la participación en la filial Transacciones Electrónicas S.A. en diciembre del 2017.

Cuadro 5.1.1.1: Otros Ingresos y variación año a año

MUF	2018		2019		2020		2021		2022	
	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)
Otros Ingresos	68	-95%	1.303	1805%	60	-95%	201	237%	49	-76%
Rec. gast. extr.	3	140%	22	653%	3	-88%	8	214%	12	44%
Aj. precio adq.	33	-74%	-	-100%	-	-	-	-	-	-
Ut. vta. act. fijo	6	-21%	44	616%	4	-92%	4	14%	4	-16%
Ut. vta. pro. inv.	-	-100%	1.198	-	-	-100%	102	-	-	-100%
Rec. de prov.	8	-7%	20	139%	22	12%	16	-29%	17	10%
Otros	18	-61%	18	-2%	31	78%	71	127%	16	-77%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Ahora analizando cada cuenta como porcentaje del total de los ingresos de la empresa, se observa en el cuadro 5.1.1.2 que estas representan valores muy cercanos al 0% en los últimos 5 años, a excepción de “Utilidad venta propiedades de inversión” en el 2019, la cual llega a un valor del 4%.

Cuadro 5.1.1.2: Ingresos por función como porcentaje de ingresos

	2018	2019	2020	2021	2022
Rec. gast. extr.	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Aj. precio adq.	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ut. vta. act. fijo	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Ut. vta. pro. inv.	0,0%	4,0%	0,0%	0,4%	0,0%
Rec. de prov.	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Otros	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
Otros Ingresos	0,2%	4,4%	0,2%	0,7%	0,2%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

¹⁴ Información en base a Análisis Razonados de los períodos respectivos.

5.2 ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES DE LA EMPRESA

En el cuadro 5.2.1 se muestran las cifras de los costos y gastos operacionales entre los años 2018 y 2022:

Cuadro 5.2.1: Costos y gastos operacionales

MUF	2018		2019		2020		2021		2022	
	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)
Remuneraciones	7.936	-14%	7.971	0%	6.305	-21%	5.781	-8%	6.107	6%
Dep. y Amor.	1.289	-19%	1.403	9%	1.334	-5%	1.258	-6%	1.271	1%
Inventarios	9.975	0%	11.826	19%	11.570	-2%	14.104	22%	14.793	5%
Otros	4.723	-9%	3.654	-23%	3.229	-12%	2.800	-13%	3.175	13%
Costo de venta	23.923	-8%	24.854	4%	22.437	-10%	23.943	7%	25.345	6%
Costo vta. Ajust.	22.634	-7%	23.451	4%	21.103	-10%	22.685	7%	24.074	6%
Gastos admin.	3.081	-4%	3.160	3%	2.753	-13%	2.736	-1%	2.913	6%
Total Ajustado	25.715	-7%	26.611	3%	23.857	-10%	25.420	7%	26.987	6%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Los costos de venta de SONDA se componen por las cuentas: “Remuneraciones”, “Depreciaciones y amortizaciones”, “Costos de inventarios” y “Otros”. Para el análisis se utiliza un costo de venta ajustado, el cual corresponde a los costos de venta sin considerar la cuenta de “Depreciaciones y Amortizaciones”, de esta forma se aísla el efecto de esta última cuenta mencionada. En general, los costos y gastos operacionales totales cayeron en el 2020, pero luego aumentaron para llegar al 2022 a un nivel ligeramente superior al obtenido en el 2019.

Analizando los componentes de los costos de ventas, las remuneraciones tienen variaciones muy diferentes en los últimos 5 años, pero aún se puede notar que están en niveles muy por debajo de lo que se tenía previo a la pandemia.

En cuanto a los costos de inventario, si bien no tienen una variación año a año constante, sí ocurre que es una cuenta que aumenta en cada período, salvo la leve disminución que se generó en el 2020. Respecto a “Otros”, no se aprecia una tendencia

clara, venía disminuyendo año a año desde el 2017 al 2021, pero en el 2022 aumenta a una tasa considerable.

Sobre los gastos de administración, también tienen variaciones año a año sin un patrón claro. En el período 2018-2019 se observan valores casi constantes, luego hubo una disminución para el 2020, cuyo valor también es estable con respecto al año siguiente. Para el 2022 vuelve a aumentar esta cuenta, acercándose a los resultados que se tenían previo a la pandemia.

Ahora, analizando cuánto representa cada cuenta de los costos y gastos operacionales sobre el total de los ingresos, en el cuadro 5.2.2 se observa que las remuneraciones disminuyen con cierta estabilidad en los últimos períodos, llegando el 2021 y 2022 a un valor del 20%. En los costos de inventarios ocurre lo contrario, el porcentaje sobre el total de ingresos ha aumentado con el paso de los años, manteniéndose en 49% para los últimos 2 períodos. Respecto a “Otros”, ha ido reduciendo su porcentaje, pero no tan significativamente, pasando de un 12% en los años 2019-2020, a un 10% en los años 2021-2022.

Viendo los costos de venta (suma de las 3 cuentas anteriores), estos han mantenido constante su relación con los ingresos, con porcentajes entre el 78% y 79% en cada año. Sucede lo mismo con los gastos de administración, pero en un rango entre el 9% y 11%.

Para el caso de los costos y gastos operacionales totales, también ocurre que el porcentaje sobre los ingresos es constante, con un valor del 89%, a excepción del 2021 que disminuye marginalmente a un 88%.

Cuadro 5.2.2: Costos y gastos operacionales como % de ingresos

	2018	2019	2020	2021	2022
Remuneraciones	27%	27%	23%	20%	20%
Costos de inventarios	34%	40%	43%	49%	49%
Otros	16%	12%	12%	10%	10%
Costo de venta ajustado	78%	78%	79%	78%	79%
Gastos de administración	11%	11%	10%	9%	10%
Total costos y gastos ajus.	89%	89%	89%	88%	89%

Fuente: Elaboración propia.

5.2.1 ANÁLISIS DE LOS COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES DE LA EMPRESA POR GEOGRAFÍA

Realizando un análisis por geografía, esto se hará solo con el total de los costos de venta (se sigue aislando las depreciaciones y amortizaciones) y gastos de administración, ya que no se cuenta con un desglose de los elementos que componen estas cuentas según la región, tal como se puede observar en el cuadro 5.2.1.1.

Cuadro 5.2.1.1: Costos y gastos operacionales por geografía

MUF	2018		2019		2020		2021		2022	
	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)
Cono Sur										
Total	12.417	0%	13.434	8%	12.760	-5%	14.967	17%	15.462	3%
Costo vta ajust	10.758	0%	11.751	9%	11.356	-3%	13.514	19%	13.844	2%
Gastos admin	1.659	-1%	1.684	1%	1.404	-17%	1.453	3%	1.618	11%
Región Andina										
Total	2.615	0%	2.598	-1%	2.547	-2%	2.329	-9%	2.350	1%
Costo vta ajust	2.306	-1%	2.305	0%	2.226	-3%	2.039	-8%	2.062	1%
Gastos admin	309	9%	293	-5%	321	10%	290	-10%	288	-1%
Norteamérica										
Total	2.892	-1%	2.108	-27%	1.947	-8%	1.836	-6%	2.151	17%
Costo vta ajust	2.596	-1%	1.862	-28%	1.660	-11%	1.570	-5%	1.838	17%
Gastos admin	296	-7%	246	-17%	287	17%	266	-7%	313	18%
Brasil										
Total	7.790	-19%	8.471	9%	6.603	-22%	6.221	-6%	7.024	13%
Costo vta ajust	6.974	-20%	7.534	8%	5.861	-22%	5.561	-5%	6.330	14%
Gastos admin	817	-11%	938	15%	741	-21%	660	-11%	694	5%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

Respecto al Cono Sur, los gastos en administración no han tenido cambios muy significativos si se omiten los principales años de pandemia (2020-2021), en donde hubo una disminución de esta cuenta. Los costos de venta por su parte han ido creciendo a medida que pasan los años (salvo la reducción ocurrida en el 2020), llegando a tener una tasa considerablemente alta en el 2021. Si se considera el total de los costos y gastos operacionales, se observa que tienen el mismo comportamiento que los costos de venta.

Para la región Andina, los gastos en administración se han mantenido entre los UF 288 mil y UF 321 mil. Por otra parte, los costos de venta han tenido una tendencia a la baja en los últimos años, aumentando marginalmente en el último período. Se llega a esta misma última conclusión para el total de costos y gastos de la zona.

En cuanto a Norteamérica, los gastos de administración han crecido en algunos años y disminuido en otros, pero para el último período se tiene un valor que supera los que se tienen desde el 2018. Sobre sus costos, estos han ido cayendo pero con cierto aumento en el 2022. Sobre el total de costos y gastos, se llegan a las mismas conclusiones que los costos de venta por sí solos.

Finalmente, en Brasil no se ve una tendencia clara, tanto los costos como los gastos se incrementaron en el 2019 pero después cayeron en el período de pandemia y luego volvieron a aumentar en el 2022.

A continuación, se presenta el cuadro 5.2.1.2 el cual muestra la participación de los costos y gastos sobre el total de los ingresos en cada geografía respectiva:

Cuadro 5.2.1.2: Costos y gastos operacionales como % de los ingresos de la geografía respectiva

	2018	2019	2020	2021	2022
Región Cono Sur					
Costo de venta ajustado	74%	76%	78%	78%	79%
Gastos de administración	11%	11%	10%	8%	9%
Total costo y gastos ajust.	86%	87%	88%	86%	88%
Región Andina					
Costo de venta ajustado	77%	80%	76%	76%	76%
Gastos de administración	10%	10%	11%	11%	11%
Total costo y gastos ajust.	88%	90%	87%	87%	86%
Norteamérica					
Costo de venta ajustado	79%	77%	71%	70%	73%
Gastos de administración	9%	10%	12%	12%	12%
Total costo y gastos ajust.	88%	87%	84%	82%	85%
Brasil					
Costo de venta ajustado	84%	82%	83%	83%	83%
Gastos de administración	10%	10%	11%	10%	9%
Total costo y gastos ajust.	94%	92%	94%	93%	92%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

Para el Cono Sur, los costos son mayores en los períodos recientes comparado al 2018, sin embargo, en los últimos 3 años este porcentaje se ha mantenido casi inalterado en alrededor del 78%. Por otro lado, para los gastos de administración esta participación en ingresos ha ido cayendo, pasando de un 11% en 2018 a un 9% en 2022. Respecto a la región Andina, los costos y gastos como porcentaje de los ingresos de la zona han permanecido constantes en los últimos años, estando dentro de los rangos del 76%-77% y 10%-11% respectivamente, con la excepción del año 2019 para el caso de los costos, los cuales tuvieron una cifra levemente superior.

En cuanto a Norteamérica, los gastos como porcentaje de los ingresos de la región se han mantenido constantes entre el 10% y 11%. En el caso de los costos, estos han ido decreciendo notoriamente, pasando de un 79% en 2018, a niveles entre el 70% y 73% en los últimos 3 años. En Brasil, tanto los costos como los gastos tienen un comportamiento estable como porcentaje de los ingresos de esta geografía, estando dentro de los rangos del 82%-84% y 9%-11% respectivamente.

5.2.2 ANÁLISIS DE LA DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN DE LA EMPRESA POR GEOGRAFÍA

La depreciación y amortización es otra cuenta que puede ser desglosada por geografía, lo que se muestra en el cuadro 5.2.2.1, en el cual también se logra apreciar el porcentaje que representan respecto a los ingresos de la zona y el promedio de este indicador para los últimos 5 años.

Cuadro 5.2.2.1: Depreciación y Amortización por geografía

MUF	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Cono Sur	470	541	622	723	722	
% de ingresos	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Andina	196	146	141	119	119	
% de ingresos	7%	5%	5%	4%	4%	5%
Norteamérica	76	135	137	105	108	
% de ingresos	2%	6%	6%	5%	4%	5%
Brasil	548	582	434	311	322	
% de ingresos	7%	6%	6%	5%	4%	6%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

Se observa que en cada región la depreciación y amortización como porcentaje de los ingresos se mantiene casi constante sobre todo si se consideran solo los últimos 4 años. Se puede notar también que la región Andina y Brasil muestran una leve tendencia a la baja, en donde en ambas zonas la depreciación y amortización equivalía al 7% de sus ingresos para el 2018, y ya para último año este porcentaje corresponde a un 4%.

5.2.3 OTROS GASTOS POR FUNCIÓN

En el cuadro 5.2.3.1 se muestran las cuentas que representan a “Otros gastos por función”, las cuales no logran establecer un patrón muy claro a través de los años, ni en sus variaciones año a año, ni en su participación sobre el total. Se puede destacar que los gastos por adquisiciones, deterioro UGE y pago extraordinario; suelen representar un 0% sobre el total de otros gastos por función. Además, el gran aumento en el total de “Otros gastos por función”¹⁵ en 2020, y posteriormente una caída significativa en 2021, se debe principalmente a un cargo extraordinario asociado al plan de reorganización realizado en el 2020 y al deterioro de plusvalía en México.

Cuadro 5.2.3.1: Otros gastos, por función

MUF	2018		2019		2020		2021		2022	
	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)
Otros Gastos, por función	372	-7%	510	37%	997	96%	305	-69%	299	-2%
Contingencias	147	20%	295	102%	237	-20%	208	-12%	213	3%
Gastos por adquisiciones	-	-100%	0	0%	-	-100%	-	0%	-	0%
Gastos por reestructuración	113	-37%	57	-50%	428	656%	7	-98%	30	338%
Deterioro UGE	-	0%	-	0%	266	0%	-	-100%	-	0%
Pago extraordinario	10	-69%	-	-100%	-	0%	-	0%	-	0%
Impuestos extraordinarios	25	891%	7	-72%	13	89%	15	16%	23	49%
Pérdida por venta/bajas de activo fijo	45	1891%	7	-84%	6	-22%	39	601%	2	-95%
Otros gastos	33	-39%	143	338%	48	-66%	36	-26%	31	-12%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

¹⁵ Información en base a Análisis Razonados de los períodos respectivos.

Ahora, analizando otros gastos por función como porcentaje del total de los ingresos de la empresa, se puede destacar que en todos los años “Contingencias” representa un porcentaje alrededor del 1% y que todas las otras cuentas representan valores cercanos al 0% en cada año, con excepción de “Gastos por reestructuración” y “Deterioro UGE”, que para el 2020 representaron un 1,6% y un 1% respectivamente.

El siguiente cuadro muestra lo expresado anteriormente:

Cuadro 5.2.3.2: Otros gastos por función como porcentaje de los ingresos

	2018	2019	2020	2021	2022
Contingencias	0,5%	1,0%	0,9%	0,7%	0,7%
Gastos por adquisiciones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos por reestructuración	0,4%	0,2%	1,6%	0,0%	0,1%
Deterioro UGE	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%
Pago extraordinario	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos extraordinarios	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
Pérdida por venta/bajas de activo fijo	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Otros gastos	0,1%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%
Otros Gastos, por función	1,3%	1,7%	3,7%	1,1%	1,0%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A

5.3 ANÁLISIS DEL RESULTADO NO OPERACIONAL DE LA EMPRESA

Para analizar el resultado no operacional de la empresa, se presenta el cuadro 5.3.1 que muestra los ingresos de las cuentas no operacionales de los cierres de los últimos 5 años.

Cuadro 5.3.1: Resultado no operacional

	2018		2019		2020		2021		2022	
	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)	Monto	%(a/a)
Total Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	1.445	-50%	2.130	47%	366	-83%	2.119	480%	1.558	-26%
Ing. Financieros	296	-8%	261	-12%	266	2%	233	-12%	441	89%
Costos Finan.	514	-25%	631	23%	582	-8%	506	-13%	684	35%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	6	-6%	35	507%	21	-39%	-77	-466%	-38	-50%
Dif. de Cambio	16	-126%	-38	-334%	-28	-28%	216	-878%	-51	-123%
Res. por U. Reajuste	-78	5058%	-179	130%	-32	-82%	19	-159%	-23	-223%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SONDA S.A.

Se observa que los ingresos financieros se mantuvieron estables y estacionarios desde el 2018 al 2021, para tener un salto considerable de más de un 50% en el año 2022. Por otro lado, los costos financieros también fueron constantes durante el periodo 2018-2021 y tuvieron un aumento en el año 2022.

Las diferencias de cambio no han tenido una tendencia estable durante los últimos 5 años, esto se debe principalmente a las fluctuaciones de tipo de cambio a los que están expuestos los activos financieros que están denominados en moneda extranjera y que deben ser convertidos al tipo de cambio de cierre de cada período. En este punto hay que tener en cuenta que los activos y pasivos denominados en dólares estadounidenses, reales brasileños, pesos colombianos, pesos mexicanos, sol peruano, pesos argentinos y euros, han sido convertidos a pesos chilenos (moneda de presentación) a los tipos de cambio observados a la fecha de cada cierre.

Es importante recalcar que la International Practice Task Force (IPFT) del Center for Audit Quality (CAQ) declaró la economía de Argentina como hiperinflacionaria y, por lo tanto, las diferencias de cambio al cierre de 2022 fueron castigadas con \$ 1.779 millones. También, las “Unidades de Fomento” (CLF o UF) son unidades de reajuste las cuales son convertidas a pesos chilenos, la cual también fue castigada al cierre del año 2022.

A continuación, se presenta el cuadro 5.3.2 el cual muestra las cuentas no operacionales como porcentaje de los ingresos:

Cuadro 5.3.2: Resultado no operacional como % de ingresos

	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos Financieros	1,0%	0,9%	1,0%	0,8%	1,5%
Costos Financieros	1,8%	2,1%	2,2%	1,7%	2,2%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,0%	0,1%	0,1%	-0,3%	-0,1%
Diferencias de Cambio	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,7%	-0,2%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,3%	-0,6%	-0,1%	0,1%	-0,1%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Se observa que los ingresos y costos financieros se mantienen constantes como porcentaje de los ingresos durante los 5 años analizados, y representan aproximadamente un 1% y 2% respectivamente. Por otro lado, la cuenta “Diferencias de cambio” el 2021 tuvo un incremento en su resultado como porcentaje de los ingresos alcanzando el 0,7% debido a las mejoras del plan de reorganización del 2020. La partida de “Resultados por unidades de ajustes” y “Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación” representan cifras cercanas al 0% de los ingresos ordinarios.

5.4 ANÁLISIS DE MÁRGENES DE LA EMPRESA

Se muestra en el cuadro 5.4.1 los márgenes de ganancia de SONDA tomando los cierres de los últimos cinco años:

Cuadro 5.4.1: Márgenes de SONDA

	2018	2019	2020	2021	2022
Margen bruto	18%	17%	16%	17%	17%
Margen Operacional	7%	6%	6%	8%	7%
Margen EBITDA	11%	11%	11%	12%	11%
Margen neto	1%	3%	0%	4%	3%

Fuente: Refinitiv Eikon.

Se aprecia del cuadro anterior que el Margen Bruto llegó a 16,7% en 2022, inferior en 60pb en comparación con 2021 y el Margen Operacional alcanzó un 7,1%, disminuyendo en 100pb, en relación con el mismo año mencionado anteriormente. Por otro lado, el margen EBITDA se ha mantenido relativamente constante durante los últimos 5 años, sin embargo, al año 2022 dicho margen fue de 11%, inferior respecto al año 2021 en 110 pb.

Los resultados del 2021 fueron afectados positivamente por el proceso de reorganización ejecutado en el año 2020 que generó importantes eficiencias operacionales y comerciales. Dado lo anterior, los Ingresos Consolidados crecieron en 19,9% y el EBITDA en un 30% respecto al año 2020. El Margen Bruto llegó a 17,5%, superior en 110pb y el Margen Operacional alcanzó un 8,1%, aumentando en 190pb con respecto a diciembre del 2020 respectivamente. El Margen EBITDA fue de 12%, superior en 130pb en relación con diciembre 2020.

Es considerable mencionar que hubo una disminución de los márgenes durante el año 2020, esto se debió principalmente por una caída significativa en la actividad económica global y regional dado el escenario que planteaba el Covid-19, pero que luego se fue recuperando gradualmente alcanzando dinamismo y crecimiento durante el cuarto trimestre de ese año y recuperándose totalmente en los años 2021-2022. Al 2021, los mercados en los distintos segmentos y regiones geográficas cerraron con un

repunte en comparación con el año anterior que provocó este aumento en los márgenes.

En relación con el período 2019, el Margen Bruto llegó a 17%, inferior en 70pb (a/a), y el Margen Operacional alcanzó un 6%, disminuyendo en 70pb (a/a) en comparación con 2018 que fue de 7%. El Margen EBITDA por su parte, llegó a 11%, inferior en 40pb (a/a). Observando el período 2018, se logra observar márgenes de igual magnitud en comparación con los años ya analizados a excepción del Margen neto que en su comparación año a año disminuyó en 700 pb debido a la menor ganancia atribuible a la controladora durante el 2018.

En conclusión, se logra evidenciar que el margen bruto, margen operacional y margen EBITDA se mueven con una tendencia estable durante el período 2018-2022, en donde el primero y el tercero están en torno al 17% y 11% respectivamente. El margen operacional se encuentra dentro del rango 6% - 7% si no se considera el período 2021, año donde su resultado operacional aumentó debido al proceso de reorganización de la compañía. Por último, el margen neto es el que tiene más oscilaciones debido principalmente a que en el año 2020 sus ganancias se vieron afectadas por la pandemia, pero para los últimos dos períodos sus márgenes logran ser superiores a lo observado previo al Covid-19, aunque con una leve disminución para el último año.

5.5 ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS DE LA EMPRESA

5.5.1. ACTIVOS OPERACIONALES Y NO OPERACIONALES

Se definen activos operacionales como aquellos que constituyen la principal fuente de ingresos ordinarios de la Sociedad, así como otras actividades que no puedan ser calificadas como de inversión o financiación.

En el cuadro 5.5.1 se muestran aquellos activos operacionales y no operacionales y su respectivo monto al 31 de diciembre de 2022.

Cuadro 5.5.1.1: Activos Operacionales y no operacionales¹⁶

MUF (31 de diciembre del 2022)	Monto	Operacional	No operacional
Activos Corrientes			
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.209		X
Otros activos financieros	199		X
Otros activos no financieros	615	X	
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar	8.750	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	231		X
Inventarios Corrientes	2.111	X	
Activos por impuestos Corrientes	781		X
Total activos Corrientes	16.897		
Activos no Corrientes			
Otros activos financieros no corrientes	968		X
Otros activos no financieros no corrientes	136	X	
Cuentas por cobrar no corrientes	2.039	X	
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas no corrientes	89		X
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	565	X	
Activos intangibles distintos de la plusvalía	437	X	
Plusvalía	5.717	X	
Propiedades, planta y equipo	3.581	X	
Propiedades de Inversión	230		X
Activos por derechos de uso	627	X	
Activo por impuestos diferidos	757		X
Total activos no Corrientes	1.515		
Total activos	32.042		

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los Estados Financieros Consolidados SONDA SA.

A continuación, se describen las cuentas de activos más relevantes:

Activos corrientes:

El *efectivo y efectivo equivalente* incluye el efectivo en caja, bancos, depósitos a plazo, cuotas de fondos mutuos de renta fija y otras inversiones a corto plazo de alta liquidez que son rápidamente realizables en caja y que tienen un bajo riesgo de cambios en su valor y con un vencimiento original de hasta tres meses.

¹⁶ La definición para todas las cuentas de Activos operacionales y no operacionales de SONDA fueron obtenidas de los Estados Financieros Consolidados del año 2022.

*Otros activos financieros*¹⁷ se caracterizan por ser flujos no operacionales que corresponden a: inversiones en instrumentos de renta variable, saldos en cuenta corriente sobre los cuales SONDA debe rendir cuenta a terceros (son saldos restringidos de uso), cuentas por cobrar generadas por la adquisición de ATIVAS DATACENTER S.A. en octubre de 2016 que incluyó financiamiento a través de contratos mutuo a los accionistas no controladores, pagos efectuados por la adquisición de la sociedad SONDA Mobility Ltda, depósitos judiciales y garantías laborales efectuadas en la ejecución de contratos de servicios, contratos de opciones CALL que la sociedad compró junto con la adquisición de Ativas Datacenter S.A y el saldo por cobrar por la venta de la filial Transacciones Electrónicas S.A. efectuada en diciembre de 2017.

*Activos no financieros*¹⁸ corresponden principalmente a anticipos a proveedores, soporte de equipos, proyectos de implantación y desarrollo; y garantías por devengar que se generan por el pago anticipado de mantenciones y soporte de equipos que se devengan en el plazo de la prestación del servicio.

*Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar*¹⁹ corresponden a facturas por cobrar, contratos de leasing, cheques, letras, pagarés, cuentas corrientes personales, entre otros.

*Cuentas por cobrar a entidades relacionadas*²⁰ corresponden a aquellas cuentas que tienen derechos de cobro que se derivan de la prestación de servicios o ventas por parte de la empresa. Estas cuentas en su mayoría corresponden a préstamos otorgados por SONDA a empresas asociadas.

Los *inventarios* están compuestos por equipos computacionales y software, suministros para la presentación de servicios, piezas de repuestos, proyectos de implementación e importación en tránsito.

Los *impuestos corrientes* están compuestos por pagos provisionales mensuales (PPM), créditos por beneficios tributarios e impuestos a la venta y servicios.

¹⁷ La definición de esta cuenta corresponde tanto para activos corrientes y no corrientes.

¹⁸ La definición de esta cuenta corresponde tanto para activos corrientes y no corrientes.

¹⁹ La definición de esta cuenta corresponde tanto para activos corrientes y no corrientes.

²⁰ La definición de esta cuenta corresponde tanto para activos corrientes y no corrientes.

Activos no corrientes:

Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación corresponde a la inversión que se registra inicialmente al costo y es ajustada por los cambios posteriores a la adquisición en la parte del inversor de los activos netos. El resultado del período del inversor incluye su participación en el resultado del período de la participada, y el otro resultado integral del inversor incluye su participación en el otro resultado integral de la participada (IFRS Foundation, 2001).

Los *activos intangibles* se dividen en costos de desarrollo de productos de software propio, activos intangibles adquiridos en combinaciones de negocios, programas de computador adquiridos, licencias y franquicias, entre otros.

La *plusvalía* corresponde, en su mayoría, a inversiones en el exterior. Estas se miden como el exceso de la suma de la contraprestación transferida, el importe de cualquier participación no controladora en la adquirida y el valor razonable de la participación patrimonial previamente poseída por la adquirente (si hubiese) en la adquirida sobre los importes netos a la fecha de adquisición de los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos. La plusvalía es asignada a cada una de las Unidades Generadoras de Efectivo (UGE) de la Sociedad que se espera se beneficien de las sinergias de la combinación. Las UGE corresponden a montos estimados en caso de deterioros de activos cuando existen adquisiciones o absorciones de filiales. Los mayores montos pertenecen a dos adquisiciones en Brasil y una absorción en México (SONDA do Brasil S.A. y SONDA México S.A., respectivamente).

Propiedad, planta y equipo corresponden a terrenos, edificios propiedades, construcciones, vehículos, equipos de oficina, equipos informáticos, equipo de redes y comunicación, entre otras.

Las *propiedades de inversión* corresponden a aquellas propiedades mantenidas ya sea para ser explotadas en régimen de arriendo, o bien, para obtener una plusvalía en su venta como consecuencia de los incrementos que se produzcan en el futuro en sus respectivos precios de mercado.

Los *impuestos diferidos* corresponden a todas las depreciaciones, amortizaciones, provisiones, pérdidas y/o créditos fiscales, intangibles, entre otros eventos.

Los activos por derecho de uso comprenden el importe de la medición inicial del pasivo por arrendamiento, los pagos por arrendamiento realizados antes o a contar de la fecha de comienzo, menos los incentivos de arrendamiento recibidos y cualesquiera de los costos directos iniciales incurridos. Los activos por derecho de uso son posteriormente medidos al costo menos depreciación y pérdidas acumuladas por deterioro de valor.

5.5.2 CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO

Para el cálculo del CTON, se utilizan activos y pasivos operacionales. Es importante recordar que se definen activos operacionales como aquellos que constituyen la principal fuente de ingresos ordinarios de la Sociedad, así como otras actividades que no puedan ser calificadas como de inversión o financiación. Por otro lado, los pasivos operacionales²¹ se definen como aquellas deudas de corto plazo que son necesarias para desarrollar las actividades de la empresa, estos pasivos corresponden a:

Las *Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar*²² incluyen cuentas por pagar a proveedores pertenecientes a la empresa y pasivos acumulados.

*Provisiones por beneficios a los empleados*²³, corresponden a obligaciones establecidas contractualmente y otros beneficios adicionales como indemnización por años de servicio, premio de antigüedad, provisión de vacaciones, entre otros

Los *Otros pasivos no financieros*²⁴ incluyen retenciones, anticipo a clientes, otros impuestos por pagar, ingresos diferidos donde se incluyen ventas anticipadas,

²¹ La definición para todas las cuentas de Pasivos operacionales y no operacionales de SONDA fueron obtenidas de los Estados Financieros Consolidados del año 2022.

²² La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

²³ La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

²⁴ La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

contratos de mantenimiento, ventas anticipadas de proyectos de implementación y ventas anticipadas por servicios no devengados.

Por otro lado, es importante mencionar aquellos pasivos corrientes y no corrientes que no se consideran operacionales. Dentro de esta categoría están:

Los *Otros Pasivos Financieros*²⁵ se componen principalmente por préstamos bancarios, obligaciones con el público y otros pasivos financieros no clasificados

Las *Cuentas por pagar a entidades relacionadas*²⁶, corresponden a aquellas cuentas que tienen la obligación de ser pagadas y que se derivan de la prestación de servicios o ventas por parte de empresas externas. Estas cuentas en su mayoría corresponden a préstamos otorgados por empresas asociadas a SONDA.

Las *Otras provisiones a corto y largo plazo*²⁷ corresponden a provisiones por procesos legales como reclamaciones legales que son litigios que se encuentran en tribunales. Otras provisiones diversas.

Los *Pasivos por impuestos corrientes*²⁸ corresponden a los impuestos a las ganancias, impuestos a las ventas y servicios, entre otros.

Los *Pasivos por arrendamientos*²⁹ se componen por equipamiento e infraestructura adquirida a través de contratos leasing y contratos de arrendamiento de oficinas y bodegas.

Teniendo claro cuales cuentas son operacionales tanto en el caso de los activos como de los pasivos, se puede obtener el Capital de Trabajo Operativo Neto de SONDA, lo que es mostrado en el cuadro 5.5.2.1. De este cuadro se puede observar que el CTON va creciendo año a año, a excepción del 2020 donde tuvo una disminución principalmente en los activos operacionales, esto producto de la menor actividad económica y empresarial por la pandemia del Covid-19, llegando posteriormente en el 2022 a superar los niveles que se tenían previo a la pandemia. Se puede llegar a una

²⁵ La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

²⁶ La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

²⁷ La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

²⁸ La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

²⁹ La definición de esta cuenta corresponde tanto para pasivos corrientes y no corrientes.

conclusión similar respecto a los ingresos operacionales, por lo tanto, respecto al RCTON, si no se considera el período 2020, se logra apreciar que se mantiene dentro de un rango del 17% y 22%.

Cuadro 5.5.2.1: Capital de trabajo operativo neto

MUF	2018	2019	2020	2021	2022
Activos operacionales	11.208	11.981	8.601	10.801	11.477
Otros activos no financieros corrientes	725	690	350	519	615
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	8.499	9.855	7.029	8.433	8.750
Inventarios Corrientes	1.984	1.435	1.223	1.849	2.111
Pasivos operacionales	5.275	5.430	5.055	5.855	5.648
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	3.533	3.508	3.406	4.100	3.847
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.014	998	916	982	1.059
Otros pasivos no financieros corrientes	727	924	733	773	742
CTON	5.933	6.550	3.546	4.947	5.829
Ingresos operacionales	29.027	29.903	26.847	28.950	30.421
RCTON (%)	20%	22%	13%	17%	19%

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los Estados Financieros Consolidados SONDA SA.

5.5.3. INVERSIONES

En base al cuadro 5.5.3.1, es considerable observar que en los años 2018, 2021 y 2022, la depreciación y amortización es mayor a la inversión total, esto implicaría que en estos períodos la empresa no realizó nuevas inversiones y mantuvo su stock de Propiedades, planta y equipos y otros intangibles. Caso contrario sucede en los años 2019 y 2020 donde las inversiones totales son mayores a la depreciación y amortización, por lo que durante esos años SONDA necesariamente debió estar invirtiendo en nueva PPE y/o activos intangibles.

También, se puede notar que el porcentaje de las compras totales en PPE y activos intangibles sobre ingresos totales va variando en cada año dentro de un rango del 3% y 8%. Respecto a la depreciación y amortización como porcentaje sobre los ingresos de la empresa, es más constante en el último tiempo, con porcentajes entre el 4% y 5%.

Cuadro 5.5.3.1: Compras de PPE e intangibles

MUF	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos operacionales	29.027	29.903	26.847	28.950	30.421
Compra PPE	967	2.178	1.603	1.036	803
Compra activos intangibles	49	128	61	55	136
Total de inversiones	1.016	2.306	1.665	1.091	939
% inversiones sobre ingresos	4%	8%	6%	4%	3%
Depreciación y amortización	1.289	1.403	1.334	1.258	1.271
% dep. y amor. sobre ingresos	4%	5%	5%	4%	4%

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de los Estados Financieros Consolidados SONDA SA.

Sobre el Plan de Inversiones de SONDA, el Plan Estratégico que está vigente para el período 2022-2024 considera un monto total estimado de US\$340 millones para los tres años en cuestión, contingentes al cierre de grandes contratos de integración con un horizonte de mediano plazo. Al 31 de diciembre del 2022, el monto total invertido asciende a US\$66.7 millones, los que han sido financiados con recursos propios de la compañía y deuda bancaria (SONDA, 2022).

A lo largo de los últimos años, SONDA se ha caracterizado por realizar planes de inversiones que duran 3 años, destinando parte de la inversión a adquisiciones y el monto restante a Capex orgánico. El monto destinado a Capex orgánico ha ido teniendo una tendencia al alza, pasando de US\$150 millones en los años 2007-2009, a los US\$340 millones del plan de inversión actual³⁰.

³⁰ Información obtenida de las Presentaciones Corporativas de SONDA.

5.6 ANÁLISIS DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA

Durante las últimas décadas, la transformación digital ha progresado a pasos acelerados y durante los últimos años, este aumento tuvo un salto considerable gracias a la pandemia que agilizó todos los procesos tecnológicos.

América Latina tendrá grandes impactos en tecnología para los próximos años. Según el análisis y las predicciones de International Data Corporation (IDC), el gasto en tecnología crecerá 32 veces más que la economía en 2023 a pesar de los retos macroeconómicos a los que se enfrenta, además, el crecimiento del gasto en infraestructuras de TI superará el crecimiento del PIB en 2023. También, a pesar de una tasa de crecimiento del PIB esperada para la región de sólo 2,1%, la inversión en tecnologías empresariales, tales como servicios en la nube, redes, almacenamiento y servicios profesionales crecerá un 12%. Además, se espera que las tecnologías digitales emergentes como la inteligencia artificial, aprendizaje automático, automatización y robótica crezcan 69% en 2023, 32 veces la tasa de crecimiento de una economía latinoamericana en recesión. Así, en 2024, más del 40% de todo el gasto de tecnologías de información y comunicaciones se destinará directamente en transformación e innovación digital, creciendo a una tasa compuesta anual de 22%. (IDC, 2022)

A partir del año 2023, empresas dedicadas a tecnologías de información, plataformas, telecomunicaciones y nube compiten por inversiones empresariales en servicios y productos de vanguardia que buscan hacer la información más rápida, segura y económica. Según Deloitte, el mercado empresarial de edge computing crecerá un 22% en 2023, en comparación con el crecimiento del 4% que tendrá el gasto en equipos de redes empresariales y del 6% en TI empresarial general, teniendo inicialmente la mayor parte de este crecimiento en gastos de hardware, software y servicios. (IDC. 2022).

En 2025, casi el 50% de empresas en América Latina serán productores prolíficos de software, con más de 90% de nuevas aplicaciones nativas en la nube y un 65% del código externo y 1,5 veces más de desarrolladores. (INCP, 2022)

Según SONDA, se proyecta un crecimiento de 5,7% con respecto a 2022 para la inversión TI en infraestructura, servicios TI y software en Latinoamérica, con lo que la inversión total en la región llegaría a US\$102.792 millones. Las estimaciones a más largo plazo señalan una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) de 8,1% en el gasto TI en América Latina para el período 2022-2026, por lo que la inversión total en la región llegaría a US\$132.990 millones en 2026. A nivel de segmentos de negocios, se proyecta un CAGR de 10,2% para servicios TI en el período 2022-2026, -1,8% para infraestructura (hardware) y 13,2% para software. A nivel de países de Latinoamérica, las proyecciones de crecimiento para el mercado de soluciones y servicios TI son de 9,4% para Brasil, 8,8% para México, 9,8% para Chile y 13,4% para Colombia. (SONDA, 2022).

Por otro lado, la consultora Gartner proyecta que el gasto mundial en TI ascienda a un total de 4,7 billones de dólares en 2023, un aumento del 4,3% respecto a 2022. A pesar de la continua turbulencia económica mundial, se prevé que todas las regiones del mundo tengan un crecimiento positivo del gasto en TI en 2023. A medida que los CIOs continúen perdiendo competencia por los talentos de TI, están trasladando el gasto a tecnologías que permitan la automatización y eficiencia para impulsar el crecimiento a escala con menos empleados (Gartner, 2023).

El segmento de software experimentará un crecimiento de dos dígitos en 2023 a medida que las organizaciones aumenten la utilización y reasignen el gasto a aplicaciones y plataformas centrales que respaldan el aumento de la eficiencia, como las aplicaciones de planificación de recursos empresariales (ERP) y gestión de relaciones con los clientes (CRM). Por el lado de los dispositivos, si bien las perspectivas generales para el gasto empresarial en TI son positivas, el gasto en dispositivos disminuirá un 8,6 % en 2023 debido al impacto continuo de la inflación en el poder adquisitivo de los consumidores. Por otro lado, la inteligencia artificial generativa es una prioridad para muchos líderes empresariales y de TI, pero todavía no está impactando significativamente los niveles de gasto en TI. A más largo plazo, la IA generativa se incorporará principalmente a las empresas a través del gasto existente (Gartner, 2023).

A continuación, se presentan las estimaciones de Gartner sobre el crecimiento y el gasto en la industria tecnológica y sus principales segmentos:

Cuadro 5.6.1: Estimaciones de Gartner

	Spending 2022	Growth 2022%	Spending 2023	Growth 2023%	Spending 2024	Growth 2024%
Data Center Systems	221.223	16,6%	217.880	-1,5%	235.530	8,1%
Devices	766.279	-6,3%	700.023	-8,6%	748.150	6,9%
Software	811.496	10,7%	922.745	13,7%	1.052.956	14,1%
IT Services	1.305.699	7,5%	1.420.905	8,8%	1.585.373	11,6%
Communications Services	1.423.075	-1,9%	1.461.662	2,7%	1.517.877	3,8%
Overall IT	4.527.772	2,8%	4.723.215	4,3%	5.139.886	8,8%

Fuente: Gartner, julio 2023

En el cuadro 5.6.1 se logra observar que para el 2024 el segmento que más crecimiento tendrá será el de Software con un 14,1% seguido de IT Services con un 11,6%. Por otro lado, el gasto en tecnología lo lidera IT Services con 1.585.373 mil USD seguido de Communications Services con 1.517.877 mil USD.

6. PROYECCIÓN DE ESTADO DE RESULTADOS

6.1 INGRESOS OPERACIONALES Y PROYECTADOS

En la proyección de los ingresos totales para el período 2023-2027, la variable clave fue el PIB real de cada zona donde opera la empresa en base a información histórica. Estos datos fueron obtenidos del Fondo Monetario Internacional (FMI) tanto en la versión más actualizada del 2022 (octubre de ese año) como también de la versión más reciente cuyos datos son de abril del 2023. Estas bases de datos contienen valores del pasado y también proyecciones de los siguientes años.

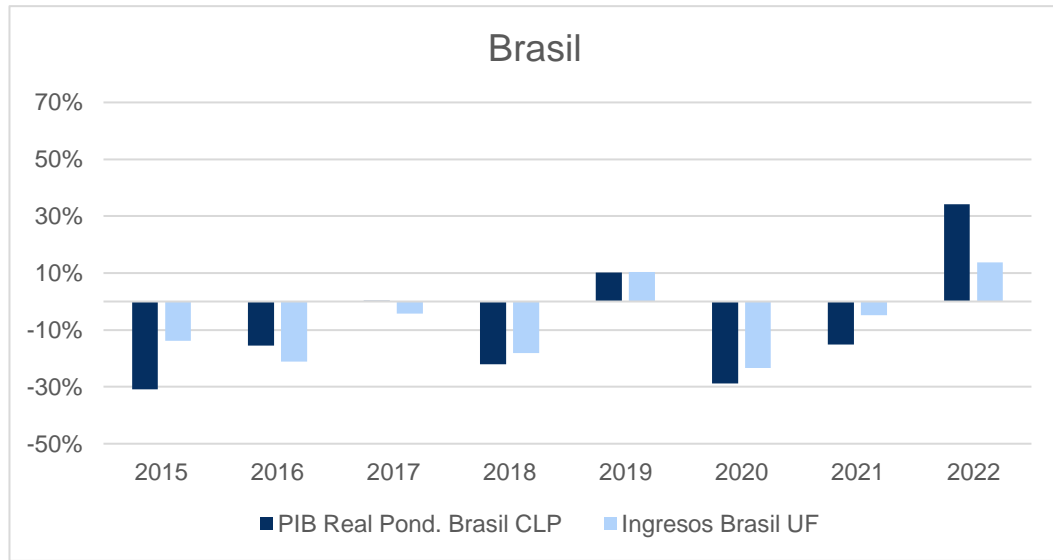
La razón de usar las dos bases de datos es debido a que se realiza una comparación entre los ingresos de SONDA y el PIB real ponderado por la participación en ingresos que tienen las regiones donde opera la empresa, y para esto, se necesita la mayor cantidad de datos ya efectivos, lo cual entrega la versión del 2023. Respecto a la versión del 2022, esta se utiliza para las proyecciones dado que representa de mejor manera las expectativas económicas que se tenían para fines del 2022.

Cabe señalar que lo mencionado en los primeros párrafos de este ítem está basado en 10 de los 11 países donde SONDA mantiene sus operaciones, siendo Estados Unidos el país que se excluyó debido a que la empresa inició sus operaciones en dicha región recientemente.

En las siguientes figuras se muestra la evolución desde el 2015 hasta el 2022 de la variación del PIB real ponderado en CLP³¹ y también de la tasa de crecimiento de los ingresos en UF para cada segmento geográfico:

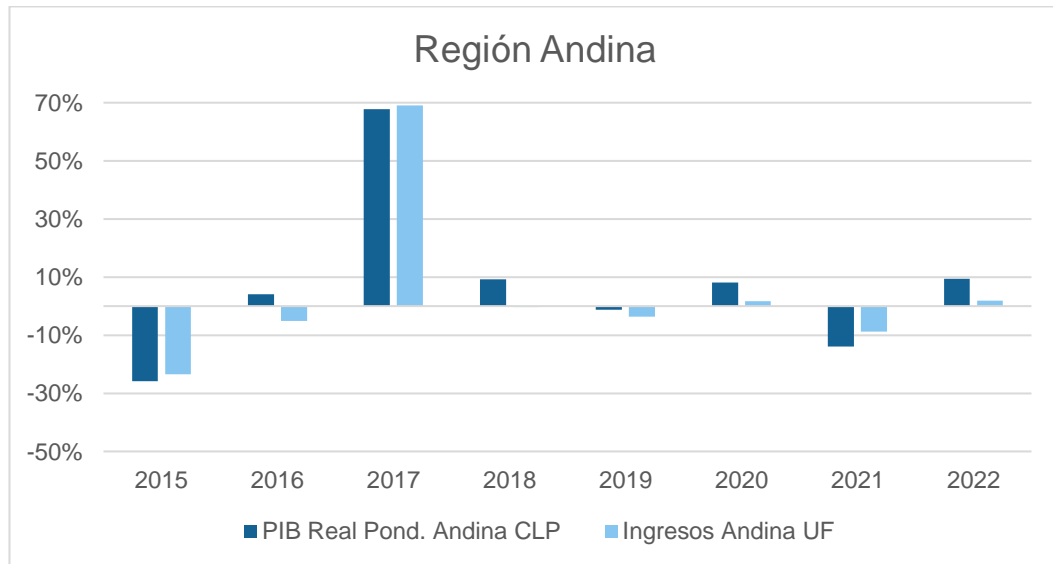
³¹ Se considera desde el año 2015, debidos a que a partir de esta fecha se observó una mayor relación entre las 2 variables.

Figura 6.1.1: Tasa de crecimiento - PIB Real e Ingresos de Brasil



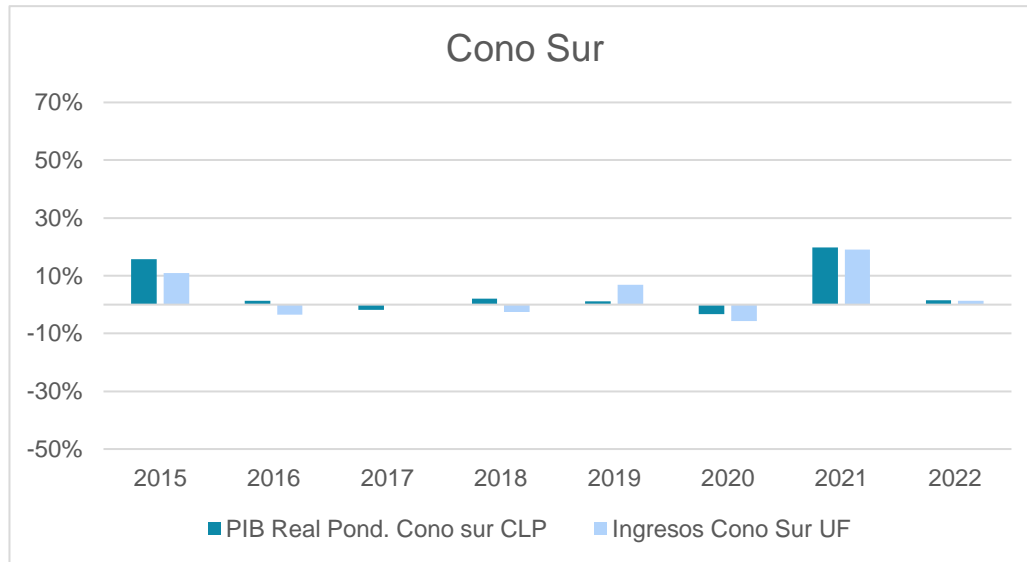
Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y de Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Figura 6.1.2: Tasa de crecimiento - PIB Real e Ingresos de Región Andina



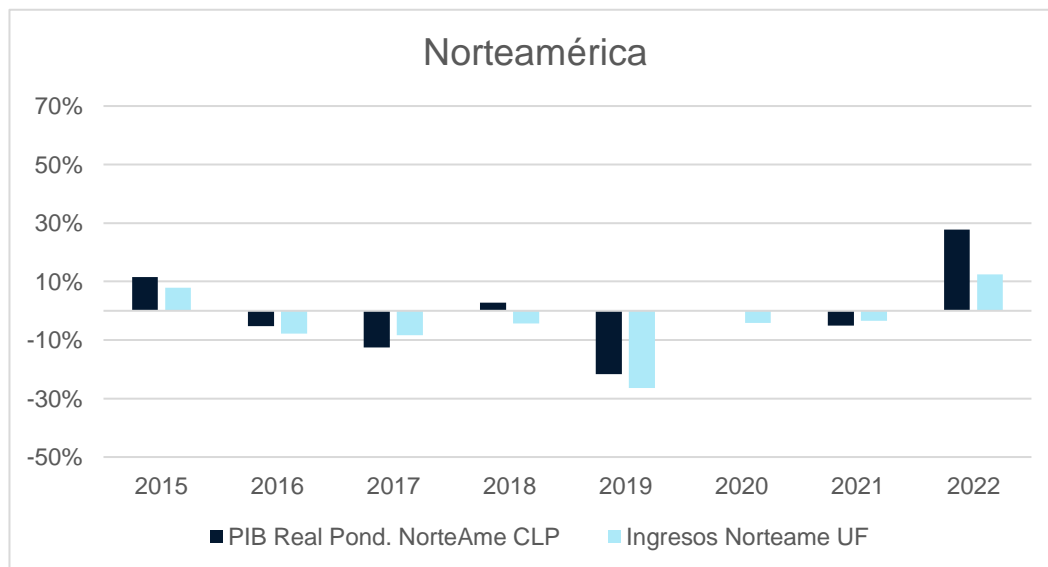
Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y de Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Figura 6.1.3: Tasa de crecimiento - PIB Real e Ingresos de Cono Sur



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y de Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Figura 6.1.4: Tasa de crecimiento - PIB Real e Ingresos de Norteamérica



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y de Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

De las figuras anteriores se puede observar que en la región Andina los años considerablemente diferentes son el 2016 y 2018, ya que, los ingresos decrecen y el

PIB real ponderado aumenta. En Norteamérica ocurre lo mismo con los años 2018 y 2020. En el Cono Sur también sucede que la variación del PIB real ponderado y la tasa de crecimiento de los ingresos van en direcciones opuestas en los períodos 2016 y 2018. Respecto a Brasil, las variables se relacionan en el mismo sentido salvo en el 2017, en donde los ingresos en esta zona disminuyen y el PIB real ponderado aumenta marginalmente.

Como se puede observar los años 2016 y 2018 son los períodos más reiterativos en los que la variación del PIB real ponderado y las tasas de crecimiento de los ingresos no van en línea. Las principales posibles razones de lo anterior se relacionan con que ambos períodos fueron muy negativos en términos de ingresos para SONDA. Para el año 2016 las fluctuaciones de las monedas latinoamericanas en relación al peso chileno fueron muy desfavorables, sobre todo el peso argentino (Cono Sur). Además, Brasil enfrentó una compleja situación político-económica que llevó a: una menor actividad de los negocios, no renovación de contratos, menor reconocimiento de ingresos, entre otras cosas; afectando incluso negativamente los resultados a nivel consolidado (SONDA, 2016). En cuanto al 2018, como ya se analizó en el ítem 5.1, los ingresos se vieron afectados por la venta de la filial Transacciones Electrónicas S.A. en diciembre del 2017 y la no renovación de algunos contratos.

A pesar de los casos específicos mencionados, a nivel general se puede apreciar que las tasas de ambas variables tienen un comportamiento muy similar en la mayoría de los años para cada región respectiva, por lo que se decide utilizar esta herramienta para proyectar los ingresos futuros de SONDA.

Por lo tanto, considerando el análisis anterior, se realiza el mismo cálculo del PIB Real ponderado para el período de proyección que comprende desde el 2023 hasta el 2027. Para esto último, se utilizan las tasas de crecimiento estimadas de cada zona, las cuales se ponderan por el promedio de la participación en los ingresos que ha tenido cada región en los últimos 5 años, puesto que refleja un mejor escenario de la situación actual de la empresa. Estos cálculos se realizan con los datos del FMI pero de la última actualización del 2022 como ya se explicó previamente.

El cuadro 6.1.1 muestra las participaciones en los ingresos de cada región desde el 2015 junto con el porcentaje a utilizar en los años de proyección. Además, se puede ver que las dos grandes regiones con mayor porcentaje (Cono Sur y Brasil) suelen contener entre el 78% y 83% de los ingresos, y los promedios obtenidos van en línea con esto.

Cuadro 6.1.1: Ponderaciones (Participación en ingresos por geografía)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	
										Promedio últimos 5 años				
Brasil	39%	34%	32%	29%	31%	26%	23%	25%	27%	27%	27%	27%	27%	
Andina	5%	6%	10%	10%	10%	11%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	
Cono sur	44%	48%	47%	50%	52%	54%	60%	58%	55%	55%	55%	55%	55%	
NorteAme	12%	12%	11%	11%	8%	9%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	
Brasil + Cono Sur	83%	82%	79%	78%	82%	80%	83%	83%	81%	81%	81%	81%	81%	

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

Ahora, en el cuadro 6.1.2 se observan las cifras relacionadas a los PIB reales estimados para cada segmento geográfico.

Cuadro 6.1.2: PIB Real estimado

MMM CLP	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Brasil	204.577	214.857	221.642	227.852	234.659
Andina	380.079	396.768	411.187	426.041	440.953
Cono sur	240.106	243.364	247.723	252.629	258.177
NorteAme	816.771	834.548	852.282	871.836	892.074

Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

Continuando con la metodología, en el cuadro 6.1.3 se observa para cada región los PIB reales ponderados para el período de estimación y las tasas de crecimiento respectivas se muestran en el cuadro 6.1.4.

Cuadro 6.1.3: PIB Real ponderado estimado

MMM CLP	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Brasil	53.334	54.611	57.356	59.167	60.825	62.642
Andina	34.716	37.187	38.820	40.231	41.684	43.144
Cono sur	143.448	131.272	133.053	135.436	138.118	141.152
NorteAme	73.811	72.273	73.846	75.415	77.146	78.936

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Cuadro 6.1.4: Crecimiento (decrecimiento) PIB Real ponderado proyectado

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Brasil	2%	5%	3%	3%	3%
Andina	7%	4%	4%	4%	4%
Cono sur	-8%	1%	2%	2%	2%
NorteAme	-2%	2%	2%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Teniendo las tasas de crecimiento de los PIB reales ponderados para los períodos de proyección, se realiza un ajuste debido a que estas tasas no se relacionan exactamente igual al crecimiento de los ingresos. Este ajuste consiste en sumar o restar (según corresponda) el promedio de las diferencias entre las tasas de crecimiento de los ingresos en UF y la variación del PIB real ponderado de los últimos 8 años. Esto es para cada geografía por sí sola y se aplica a cada año proyectado.

En los cuadros 6.1.5, 6.1.6, 6.1.7 y 6.1.8 se observa el procedimiento para llegar al valor de ajuste en cada zona donde opera SONDA y en el cuadro 6.1.7 las tasas resultantes después de aplicar el ajuste.

Cuadro 6.1.5: Diferencias en Brasil entre los crecimientos de sus Ingresos y su PIB Real ponderado

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Prom 2015-2022
Ing. Brasil	-14%	-21%	-4%	-18%	10%	-23%	-5%	14%	
PIB Real Pond. Brasil	-31%	-15%	0%	-22%	10%	-29%	-15%	34%	
Desviación	17%	-6%	-5%	4%	0%	5%	10%	-20%	1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Cuadro 6.1.6: Diferencias en la Región Andina entre los crecimientos de sus Ingresos y su PIB real ponderado

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Prom 2015-2022
Ing. Andina	-23%	-5%	69%	0%	-4%	2%	-9%	2%	
PIB Real Pond. Andina	-26%	4%	68%	9%	-1%	8%	-14%	9%	
Desviación	2%	-9%	1%	-10%	-2%	-6%	5%	-8%	-3%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Cuadro 6.1.7: Diferencias en el Cono Sur entre los crecimientos de sus Ingresos y su PIB real ponderado

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Prom 2015-2022
Ing. Cono Sur	11%	-3%	0%	-3%	7%	-6%	19%	1%	
PIB Real Pond. Cono Sur	16%	1%	-2%	2%	1%	-3%	20%	1%	
Desviación	-5%	-5%	2%	-5%	6%	-2%	-1%	0%	-1%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Cuadro 6.1.8: Diferencias en Norteamérica entre los crecimientos de sus Ingresos y su PIB real ponderado

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Prom 2015-2022
Ing. Norteame	8%	-8%	-8%	-4%	-26%	-4%	-3%	12%	
PIB Real Pond. NorteAme	12%	-5%	-13%	3%	-22%	0%	-5%	28%	
Desviación	-4%	-3%	4%	-7%	-5%	-4%	2%	-15%	-4%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Cuadro 6.1.9: Crecimiento PIB Real pond. proyectado - Ajustado

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Brasil	2%	5%	3%	3%	3%
Andina	7%	4%	4%	4%	4%
Cono sur	-10%	0%	1%	1%	1%
NorteAme	-2%	2%	2%	2%	2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Entonces, el cuadro 6.1.7 muestra las tasas de crecimiento de los ingresos que finalmente serán aplicadas en cada geografía. Por lo tanto, las proyecciones para cada región utilizando estas tasas se muestran en el siguiente cuadro:

Cuadro 6.1.10: Proyección de Ingresos

MUF	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Ingresos Cono Sur	17.565	15.849	15.862	15.943	16.055	16.203
Ingresos Norteame	2.529	2.376	2.233	2.290	2.252	2.215
Ingresos Andina	2.718	2.822	2.853	2.862	2.872	2.878
Ingresos Brasil	7.610	7.853	8.312	8.642	8.954	9.294
Ingresos SONDA	30.421	28.900	29.359	29.737	30.132	30.588

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Al sumar los ingresos proyectados de cada zona se obtienen los ingresos totales de SONDA para cada año respectivo, cuyas tasas de crecimiento correspondientes se muestran en el cuadro 6.1.11.

Cuadro 6.1.11: Tasas de crecimiento de Ingresos Proyectados

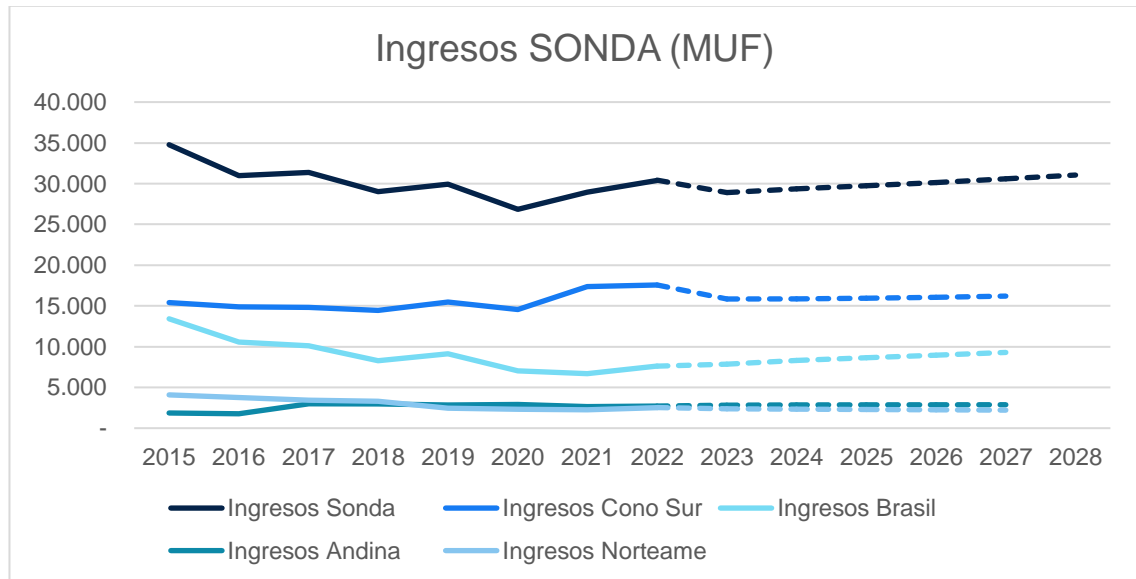
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E*
Ingresos SONDA	-5,0%	1,6%	1,3%	1,3%	1,5%	1,5%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

En el cuadro 6.1.11 se añade el año 2028 debido a que se toma como supuesto que el valor terminar es sin crecimiento, donde sus flujos son diferentes a los del último año proyectado, es decir, diferentes a los del año 2027. Considerando lo anterior, otro supuesto que se aplica a la estimación se basa en que la tasa de crecimiento de los ingresos para el año 2028 es la misma tasa de crecimiento del período anterior, debido que la base de datos utilizada no cuenta con estimaciones del PIB Real para el año mencionado y, además, en los años anteriores se observa una tasa relativamente constante.

En la figura 6.1.5 se muestran los ingresos de SONDA tanto en los períodos previos como en los períodos proyectados.

Figura 6.1.5: Ingresos Proyectados



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

6.2 RESULTADO OPERACIONAL PROYECTADO

6.2.1 COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES

Para proyectar tanto los costos de venta como los gastos en administración, en cada región se calcula el promedio de cada una de estas cuentas como porcentaje de los ingresos totales de la geografía de los últimos 5 años. Esto se hace, ya que como ya se analizó en la sección 5.2.1, los porcentajes de estas cuentas son casi constantes período a período.

En el cuadro 6.2.1.1, se muestran los promedios del cálculo mencionado en el párrafo anterior, cuyas cifras se obtienen del cuadro 5.2.1.1. Lo anterior representará a cuánto equivaldrán los costos y gastos operacionales en función de los ingresos proyectados en el período 2023-2027.

Cuadro 6.2.1.1: Promedio costos y gastos operacionales como % de Ingresos

	Cono Sur	Andina	Norteamérica	Brasil
Costo de venta ajustado	77%	77%	74%	83%
Gastos de administración	10%	11%	11%	10%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

Utilizando la información del cuadro anterior, se puede observar en el cuadro 6.2.1.2 los valores proyectados para los costos de ventas y gastos en administración para cada segmento geográfico.

También se muestra el cuadro 6.2.1.3, en donde se aprecia cómo queda la proyección con las cifras totales de costos y gastos operacionales. En este último cuadro se debe mencionar que para el 2028 se utiliza el promedio como porcentaje de los ingresos a nivel empresa tanto en los costos totales como en los gastos totales, que dado el cuadro 5.2.2 estas cifras corresponden a 78% y 10% respectivamente. Lo anterior es debido a que tal como se indicó en la sección de proyección de ingresos, para el 2028 solo se utilizó la tasa de crecimiento del período anterior, por lo que no se tiene información por zona geográfica.

Cuadro 6.2.1.2: Proyección de costos y gastos operacionales por región

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Cono Sur					
Ingresos	15.849	15.862	15.943	16.055	16.203
Costos de venta	12.210	12.220	12.282	12.369	12.482
Gastos de administración	1.572	1.574	1.582	1.593	1.607
Región Andina					
Ingresos	2.822	2.853	2.862	2.872	2.878
Costos de venta	2.178	2.202	2.210	2.217	2.222
Gastos de administración	299	303	304	305	305
Norteamérica					
Ingresos	2.376	2.333	2.290	2.252	2.215
Costos de venta	1.754	1.722	1.691	1.662	1.635
Gastos de administración	264	260	255	250	246
Brasil					
Ingresos	7.853	8.312	8.642	8.954	9.294
Costos de venta	6.536	6.918	7.192	7.452	7.735
Gastos de administración	780	825	858	889	923

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Cuadro 6.2.1.3: Proyección de costos y gastos operacionales totales

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ingresos Ordinarios	28.900	29.359	29.737	30.132	30.588	31.051
Costos de Ventas	(22.679)	(23.062)	(23.375)	(23.700)	(24.074)	(24.375)
Ganancia Bruta	6.222	6.297	6.362	6.432	6.515	6.676
Gastos de Administración	(2.915)	(2.961)	(2.998)	(3.037)	(3.081)	(3.134)
EBITDA	3.306	3.336	3.364	3.396	3.433	3.542

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

6.2.2 DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN

Para la depreciación y amortización se realiza el mismo método para su proyección. El cuadro 6.2.2.1 muestra el promedio de la depreciación y amortización como porcentaje de los ingresos para cada geografía, lo cual ya se analizó en la sección 5.5.3. Por lo tanto, esta cuenta equivaldrá a este porcentaje de los ingresos proyectados en el período 2023-2027 según la región específica.

Cuadro 6.2.2.1: Promedio Dep. y Amor. como % de Ingresos por geografía

	Cono Sur	Andina	Norteamérica	Brasil
Depreciación y Amortización	4%	5%	5%	6%

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

Considerando lo anterior, en el siguiente cuadro se muestra cómo queda la proyección de esta cuenta en cada geografía, y en el cuadro 6.2.2.3 las cifras totales proyectadas.

Cuadro 6.2.2.2: Depreciación y Amortización Proyectada por geografía

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Cono Sur	612	612	615	620	625
Región Andina	143	144	145	145	146
Norteamérica	108	106	104	102	101
Brasil	440	466	484	502	521

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Cuadro 6.2.2.3: Depreciación y Amortización Total Proyectada

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA	3.306	3.336	3.364	3.396	3.433	3.542
Depreciación y Amortización	1.302	1.328	1.348	1.369	1.392	1.405
Resultado Operacional (EBIT)	2.004	2.008	2.016	2.027	2.041	2.137

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

Al igual que los costos y gastos operacionales, para el 2028 se utiliza el promedio del porcentaje de la depreciación y amortización total sobre ingresos a nivel empresa del período 2018-2022, puesto que como ya se ha mencionado antes, la tasa de crecimiento de los ingresos en el 2028 corresponde a la del año anterior, por lo que no hay un desglose por geografía para ese año.

6.2.3 OTROS INGRESOS Y GASTOS POR FUNCIÓN

Otros ingresos y gastos por función siguen la misma lógica de los ejercicios anteriores, pero en esta ocasión se utilizan solo las cuentas recurrentes que las componen para el cálculo de los promedios³². Se consideraron cuentas recurrentes aquellas que hayan sido diferentes de cero³³ en al menos 3 de los últimos 5 años. En el caso de Otros ingresos estas cuentas corresponden a “Recuperaciones de provisiones” y “Otros”, en tanto, para Otros gastos por función corresponden a “Contingencias”, “Gastos por reestructuración”, “Impuestos extraordinarios” y “Otros gastos”.

En el cuadro 6.2.3.1 se tienen las cifras para llegar al promedio respectivo a utilizar en las proyecciones de ambos casos, lo que viene de promediar las cuentas recurrentes anteriormente mencionadas como porcentaje de los ingresos totales. Cabe mencionar que para Otros gastos por función este promedio no considera el 2020 debido a que el porcentaje está muy alejado a lo que normalmente reporta, y como se mencionó en el ítem 5.2, la principal razón de este monto anormal es por un cargo extraordinario asociado al plan de reorganización producto de la pandemia.

³² No se cuenta con información por geografía.

³³ Diferentes de 0,0% aproximando al primer decimal.

Cuadro 6.2.3.1: Promedio Otros Ingresos y Otros Gastos como % de Ingresos

	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Recuperaciones de Provisiones	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
Otros	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	
Otros Ingresos	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,1%	0,2%
Contingencias	0,5%	1,0%	0,9%	0,7%	0,7%	
Gastos por Reestructuración	0,4%	0,2%	1,6%	0,0%	0,1%	
Impuestos Extraordinarios	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	
Otros gastos	0,1%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	
Otros Gastos, por función	1,1%	1,7%	2,7%	0,9%	1,0%	1,2%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Teniendo en cuenta lo anterior, los montos proyectados para Otros ingresos y Otros gastos por función se pueden observar en el cuadro 6.2.3.2:

Cuadro 6.2.3.2: Otros ingresos y gastos por función proyectados

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	2.004	2.008	2.016	2.027	2.041	2.137
Otros Ingresos	48	48	49	50	50	51
Otros gastos, por función	(337)	(343)	(347)	(352)	(357)	(362)
Total ganancias operacionales	1.714	1.714	1.718	1.725	1.734	1.826

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

6.3 RESULTADO NO OPERACIONAL PROYECTADO

Para la proyección del resultado no operacional, se usa el mismo criterio que los ítems anteriores. Por lo tanto, se calcula el promedio de las cuentas respectivas sobre ingresos ordinarios en términos de porcentaje. Dicho promedio se pondera para el período 2023-2027.

Como se observa en el cuadro 6.3.1, para el caso de los ingresos financieros se obtiene un promedio del 1% y para los costos financieros se obtiene un promedio del 2%. Las cuentas restantes se puede notar que no representan montos significativos, dado que cada una de ellas representa en promedio cerca del 0% de los ingresos.

Cuadro 6.3.1: Otros ingresos y gastos por función proyectados

MUF	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Ingresos Financieros	1,0%	0,9%	1,0%	0,8%	1,5%	1,0%
Costos Financieros	1,8%	2,1%	2,2%	1,7%	2,2%	2,0%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0,0%	0,1%	0,1%	-0,3%	-0,1%	0,0%
Diferencias de Cambio	0,1%	-0,1%	-0,1%	0,7%	-0,2%	0,1%
Resultados por Unidades de Reajuste	-0,3%	-0,6%	-0,1%	0,1%	-0,1%	-0,2%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Entonces, considerando el cuadro anterior, los montos proyectados para las cuentas no operacionales se muestran en el cuadro 6.3.2.

Cuadro 6.3.2: Resultado No Operacional proyectado

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Ganancia de actividades operacionales	1.714	1.714	1.718	1.725	1.734	1.826
Ingresos Financieros	297	302	306	310	314	319
Costos Financieros	(580)	(589)	(597)	(605)	(614)	(623)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
Diferencias de Cambio	23	24	24	24	25	25
Resultados por Unidades de Reajuste	(58)	(58)	(59)	(60)	(61)	(62)
Total Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	1.386	1.381	1.381	1.383	1.388	1.474

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

6.4 IMPUESTO CORPORATIVO PROYECTADO

SONDA opera en 11 países de América: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Estados Unidos, México, Panamá, Perú y Uruguay. En el cuadro 6.4.1 se puede observar la tasa de impuesto corporativa de los países anteriormente mencionados.

Cuadro 6.4.1: Tasa de impuesto corporativa

	2018	2019	2020	2021	2022
Chile	27%	27%	27%	27%	27%
Argentina	30%	30%	30%	35%	35%
Brasil	34%	34%	34%	34%	34%
México	30%	30%	30%	30%	30%
Perú	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%
Ecuador	25%	25%	25%	25%	25%
Colombia	33%	33%	32%	35%	31%
Panamá	25%	25%	25%	25%	25%
Costa Rica	30%	30%	30%	30%	30%
Uruguay	25%	25%	25%	25%	25%
EEUU	40%	40%	40%	40%	40%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Los países mostrados en el cuadro anterior tienen un acuerdo para evitar la doble imposición con Chile, a excepción de Costa Rica y Panamá. En el caso de Estados Unidos, dicho país tiene un convenio de doble tributación suscrito con Chile pero que a la fecha no se encuentra vigente.

De acuerdo con lo establecido por el Servicio de Impuestos Internos (SII), el Impuesto de Primera Categoría grava las rentas provenientes del capital, entre las que se encuentran empresas comerciales, industriales, mineras, servicios, etc.; y a partir del año 2019 se aplica una tasa del 27%.

Dado que 8 de los 11 países donde opera SONDA tienen vigente un acuerdo para evitar la doble tributación con Chile, y sumado al acuerdo suscrito con Estados Unidos, se decide utilizar como tasa impositiva la tasa del 27% del Impuesto de Primera Categoría de Chile, debido a que también aproximadamente el 95% de la totalidad de

los ingresos de la compañía provienen de aquellos países donde se cuenta con dicho acuerdo.

Dado lo anterior, se asume esta tasa del 27% como fija y constante para todo el período con la que se calcula el gasto por impuesto en base a las ganancias del año. Cabe mencionar que no existen pagos adelantados o atrasados.

En el cuadro 6.4.2 se ve reflejado cómo queda el gasto por impuesto para el período proyectado junto con las utilidades obtenidas.

Cuadro 6.4.2: Ganancia después de impuesto proyectada

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Total Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	1.386	1.381	1.381	1.383	1.388	1.474
Gasto por Impuesto a las Ganancias	(374)	(373)	(373)	(373)	(375)	(398)
Ganancia de Activ. Continuas después de Impto.	1.012	1.008	1.008	1.010	1.013	1.076

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

6.5 ESTADO DE RESULTADO PROYECTADO EN MILES DE UF

Considerando todo el análisis de proyecciones de las secciones previas, se presenta en el siguiente cuadro cómo queda finalmente proyectado el Estado de Resultados entre los años 2023 y 2028. Luego, en el cuadro 6.5.2 se muestra el mismo Estado de Resultados Proyectado, pero esta vez como porcentaje de los ingresos.

Cuadro 6.5.1: Estado de Resultados Proyectado

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ingresos Ordinarios	28.900	29.359	29.737	30.132	30.588	31.051
Costos de Ventas	(22.679)	(23.062)	(23.375)	(23.700)	(24.074)	(24.375)
Ganancia Bruta	6.222	6.297	6.362	6.432	6.515	6.676
Gastos de Administración	(2.915)	(2.961)	(2.998)	(3.037)	(3.081)	(3.134)
EBITDA	3.306	3.336	3.364	3.396	3.433	3.542
Depreciaciones y Amortizaciones	1.302	1.328	1.348	1.369	1.392	1.405
Resultado Operacional (EBIT)	2.004	2.008	2.016	2.027	2.041	2.137
Otros Ingresos, por función	48	48	49	50	50	51
Otras Ganancias (Pérdidas)	(337)	(343)	(347)	(352)	(357)	(362)
Total Ganancia de actividades operacionales	1.714	1.714	1.718	1.725	1.734	1.826
Ingresos Financieros	297	302	306	310	314	319
Costos Financieros	(580)	(589)	(597)	(605)	(614)	(623)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
Diferencias de Cambio	23	24	24	24	25	25
Resultados por Unidades de Reajuste	(58)	(58)	(59)	(60)	(61)	(62)
Total Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	1.386	1.381	1.381	1.383	1.388	1.474
Gasto por Impuesto a las Ganancias	(374)	(373)	(373)	(373)	(375)	(398)
Ganancia de Activ. Continuada después de Impuesto	1.012	1.008	1.008	1.010	1.013	1.076

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Cuadro 6.5.2: Estado de Resultados Proyectado como % de los ingresos

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ingresos Ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de Ventas	-78%	-79%	-79%	-79%	-79%	-78%
Ganancia Bruta	22%	21%	21%	21%	21%	22%
Gastos de Administración	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
EBITDA	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Depreciaciones y Amortizaciones	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Resultado Operacional (EBIT)	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Otros Ingresos, por función	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Otras Ganancias (Pérdidas)	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Total Ganancia de actividades operacionales	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Ingresos Financieros	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Costos Financieros	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencias de Cambio	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultados por Unidades de Reajuste	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Ganancia de Activ. Continuas después de Impto.	4%	3%	3%	3%	3%	3%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI y Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Como se puede observar en el cuadro anterior, las cifras van muy en línea con el cuadro 5.4.1 y también con el cuadro del Anexo 10. Se puede destacar la estabilidad en cuanto a los márgenes de la empresa, siendo esto lo que caracterizaba a Sonda en los últimos 5 años, principalmente para el Margen Bruto, Margen Operacional y Margen EBITDA. Respecto al Margen Neto, corresponde a un porcentaje razonable que está contenido dentro del rango que se venía observando en los últimos años (1% - 7%).

7. PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

7.1 INVERSIÓN EN REPOSICIÓN

La inversión en reposición es el monto destinado por la compañía para reponer activos que se desgastan o deprecian en la operación de la empresa.

Para obtener la proyección de inversión en reposición se asume que esta será equivalente a la depreciación y amortización calculadas anteriormente. Para usar el supuesto de que la inversión en reposición es equivalente a la depreciación y amortización, hay que observar el promedio de las compras totales (que están compuestas por Compras en Propiedad, planta y equipo y compras de activos intangibles) sobre depreciación y amortización. Este promedio de compras totales sobre depreciación y amortización es igual a 106% considerando los últimos 5 años. Como este porcentaje es mayor al 100%, quiere decir que la empresa invierte en un monto mayor al desgaste por uso y, por lo tanto, hay inversiones de crecimiento.

A continuación, se presenta el cuadro 7.1.1 donde se muestra lo anteriormente mencionado.

Cuadro 7.1.1: Inversiones de crecimiento y depreciación

MUF	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Compra PPE	967	2.178	1.603	1.036	803	1.318
Compra activos intangibles	49	128	61	55	136	86
Total de inversiones	1.016	2.306	1.665	1.091	939	1.403
Depreciación y amortización	1.289	1.403	1.334	1.258	1.271	1.311
Compras totales / Dep y Amor	79%	164%	125%	87%	74%	106%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Utilizando la depreciación y amortización proyectada en el ítem 6.2.2, se llega a la proyección de la inversión en reposición en el cuadro 7.1.2 para el período 2023-2028, la cual como ya se mencionó, es igual a la depreciación y amortización de los años respectivos.

Cuadro 7.1.2: Inversión en Reposición Proyectado

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Inversión en reposición	1.302	1.328	1.348	1.369	1.392	1.405

Fuente: Elaboración propia en base al FMI y Análisis Razonados de SONDA S.A.

7.2 INVERSIONES TOTALES

Para calcular las nuevas inversiones de capital, se deben analizar las inversiones totales de la empresa. Es importante observar que las nuevas inversiones de capital cumplen con la siguiente ecuación:

$$\text{Inversiones Totales} = \text{Nuevas inversiones} + \text{Inversión en reposición}$$

Para determinar las Inversiones Totales que serán proyectadas en el período 2023-2027, se estudian cómo han sido los planes de inversiones que ha comunicado SONDA desde el 2007, los cuales son cada 3 años y se destina una parte a adquisiciones y otra a Inversiones Totales orgánicas³⁴. En el cuadro 7.2.1 se observa la evolución de estos planes de inversiones:

Cuadro 7.2.1: Planes de Inversión

MM USD	2007-2009	2010-2012	2013-2015	2016-2018	2019-2021	2022-2024
Plan de Inversiones	350	500	700	790	-	-
Adquisiciones	200	-	500	540	-	-
Inversiones Orgánicas	150	-	200	250	360	340

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de Presentaciones Corporativas de SONDA S.A.

Se observa que los planes de inversiones tienen una tendencia al alza, en donde el monto que se destina a Inversiones Totales Orgánicas sigue el mismo patrón logrando un CAGR del 18% entre los planes de inversión de los trienios 2007-2009 y 2022-2024. Con respecto a los espacios en blanco, estos se encuentran sin datos debido a que es información que no fue publicada por parte de SONDA.

³⁴ Información obtenida de Presentaciones Corporativas de SONDA.

Ahora, en el cuadro 7.2.2 se observan los planes de inversiones desde el período 2013-2015 al 2019-2021³⁵, detallando cuánto se pensaba destinar en Inversiones Totales Orgánicas en cada año para cada plan de inversión respectivo:

Cuadro 7.2.2: Planes de Inversión – Inversiones Totales

MM USD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inversiones Totales	200			250			360		
Gasto en Inversiones Totales planeadas	60	65	75	75	82	93	195	85	80
% del total Inversiones Totales	30%	33%	38%	30%	33%	37%	54%	24%	22%

Fuente: Elaboración propia con información obtenida de Presentaciones Corporativas de SONDA S.A.

El plan de inversión actual comprende el período 2022-2024 y destina US\$ 340 millones a Inversiones Totales Orgánicas, de las cuales US\$66,7 millones ya han sido invertidas en el 2022, representando un 20% del total. Si se saca un promedio de cuánto representan las Inversiones Totales en el primer año sobre el total en cada plan de inversión (considerando el 2022), da como resultado un 33%.

Por lo tanto, el primer supuesto utilizado en esta sección es que en cada plan de inversión se destina al primer, segundo y tercer año un 33% de las Inversiones Totales que se tienen planificadas. Estas cifras para el segundo y tercer año no están muy alejadas de su promedio, en donde en los últimos 3 planes de inversión el monto destinado de Inversiones Orgánicas sobre el total es en promedio un 30% y 32% respectivamente.

Para que se cumpla este promedio tanto para el 2023 (segundo año del plan de inversión 2022-2024) como para el 2024 (tercer año del plan de inversión 2022-2024), la proporción de Inversiones Totales destinado a esos períodos debe ser un 44% y 36% respectivamente. Lo anterior, se muestra en el siguiente cuadro:

³⁵ Solo en este período se cuenta con esta información.

Cuadro 7.2.3: Porcentaje destinado a cada año de las Inversiones Totales

	2013	2016	2019	2022	Prom. 1er año
% del total de Inversiones Orgánicas	30%	30%	54%	20%	33%
	2014	2017	2020	2023E	Prom. 2do año
% del total de Inversiones Orgánicas	33%	33%	24%	44%	33%
	2015	2018	2021	2024E	Prom. 3er año
% del total de Inversiones Orgánicas	38%	37%	22%	36%	33%

Fuente: Elaboración propia en base a Presentaciones Corporativas de SONDA S.A.

El segundo supuesto de esta sección tiene que ver con el plan de inversión siguiente, que contemplará el período 2025-2027. Como se observa en el cuadro 7.2.1, el monto destinado a Inversiones Totales orgánicas en cada plan de inversión tiene una tendencia al alza. Entonces, la tasa de crecimiento del monto destinado a Inversiones Totales orgánicas en el siguiente plan de inversión será su CAGR entre el plan de inversión 2007-2009 y el plan de inversión 2022-2024, que como se dijo anteriormente corresponde a una tasa del 18%.

Respecto a cuánto se destinará en Inversiones Totales en cada año del trienio 2025-2027, esto será en proporciones iguales (33%) para cada período dado el análisis del cuadro 7.2.3.

Considerando todo el análisis previo de esta sección, los US\$340 millones de Inversiones Totales del plan de inversión 2022-2024 son llevados a UF³⁶, lo que resulta en UF 8.323 mil. Luego, sobre este último monto se destina el 44% a la proyección del 2023 y un 36% a la del 2024. Posteriormente, se aplica el CAGR para obtener el gasto en Inversiones Totales para el próximo plan de inversión, dando como resultado UF 9.803 mil, lo que se destina en las mismas proporciones a cada año del trienio 2025-2027 como se mencionó anteriormente.

Considerando la ecuación del inicio de esta sección, a continuación, se puede observar en el cuadro 7.2.4 cómo quedan finalmente las nuevas inversiones proyectadas:

³⁶ UF observada al 31 de diciembre del 2022.

Cuadro 7.2.4: Nuevas Inversiones

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Inversiones Totales	3.697	2.993	3.268	3.268	3.268	1.405
Inversión en Reposición	-1.302	-1.328	-1.348	-1.369	-1.392	-1.405
Nuevas Inversiones	2.395	1.665	1.919	1.899	1.875	0

Fuente: Elaboración propia en base a Presentaciones Corporativas de SONDA S.A.

Cabe mencionar que se tiene como supuesto que el valor terminal comprende desde el 2028 y corresponde a una perpetuidad sin crecimiento, donde sus flujos son diferentes a los del último año proyectado, es decir, diferentes a los del año 2027, por lo que el nivel de Inversiones Totales en el 2028 corresponde solo a la inversión en reposición.

7.3 INVERSIÓN O LIBERACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO

Para observar si existe inversión o liberación de capital de trabajo, en primera instancia se seleccionan los activos y pasivos corrientes que no pagan ni devengan intereses financieros y que además estén involucrados en el ciclo operativo de SONDA. Posteriormente, se calcula el Capital de Trabajo Operativo Neto (CTON) y el Ratio de Capital de Trabajo Operativo Neto (RCTON).

Dada la información entregada en el análisis 5.5.2, se muestra en el cuadro 7.3.1 el CTON y RCTON entre los años 2018 y 2022:

Cuadro 7.3.1: Capital de Trabajo Operativo Neto

MUF	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio 2018-2022*
CTON	5.933	6.550	3.546	4.947	5.829	
Ingresos operacionales	29.027	29.903	26.847	28.950	30.421	
RCTON (%)	20%	22%	13%	17%	19%	20%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

Teniendo los valores del RCTON, se calcula el promedio del RCTON en este período sin considerar el año 2020, debido a que el RCTON se comporta cercano al 20% como lo indica su promedio. Este menor RCTON en el 2020 se debe a que SONDA tuvo un

comportamiento anormal durante ese año debido a la pandemia y al pago de la deuda obtenida durante ese mismo período, disminuyendo sus activos operacionales, lo que implicó una disminución considerable en el CTON.

Por lo tanto, el capital de trabajo necesario será el 20% de los ingresos ordinarios proyectados para cada año respectivo. Luego, se calcula la variación año a año del CTON y dado que se tiene como supuesto para los períodos posteriores al 2027 una perpetuidad sin crecimiento, no se necesitaría aumentar el CTON en aquellos años, por lo que el último período tendrá una variación de CTON igual a cero.

El siguiente cuadro muestra el CTON para los períodos proyectados:

Cuadro 7.3.2: Proyección Capital de Trabajo Operativo Neto

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CTON Proyectado	5.678	5.769	5.843	5.920	6.010	6.101
Variación CTON	(90)	(74)	(78)	(90)	(91)	0

Fuente: Elaboración propia en base al FMI y Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

En base al cuadro anterior, se logra observar que SONDA presenta un aumento sostenido del CTON, lo que también se traduce en que en cada año será necesario un mayor capital de trabajo. Lo anterior, va en línea con el aumento de los ingresos operacionales en el período 2023-2027.

7.4 FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS

Previo al Flujo de Caja de Libre, se obtiene el resultado operacional de la empresa descontándole el efecto tributario (EBIT después de impuestos), el cual corresponde a un 27% dado el análisis de la sección 6.4.

A diferencia de las cifras mostradas en secciones previas, en este caso se debe mencionar que tanto el EBITDA³⁷ como el EBIT³⁸ están considerando en su cálculo la suma de “Otros ingresos” y la resta de “Otros gastos por función”, esto debido a que

³⁷ EBITDA = Ganancia Bruta – Gastos de Administración + Otros Ingresos – Otros Gastos por función.

³⁸ EBIT = EBITDA – Depreciación y Amortización. Otra forma de definir el EBIT en la proyección de los flujos de caja libre, corresponde a que equivale a “Total Ganancia de actividades operacionales” del Estado de Resultados proyectado.

contienen cuentas que son recurrentes y que también están relacionadas con la parte operacional de la empresa, como por ejemplo: las Contingencias en el caso de Otros gastos y Recuperaciones de provisiones en el caso de Otros ingresos.

Una vez calculado lo anterior, se agregan los flujos relacionados a las inversiones de SONDA para finalmente llegar al Flujo de Caja Libre. Estos flujos de inversiones corresponden a la Depreciación y Amortización, Inversiones Totales y variación de Capital de Trabajo Neto; cuyos valores ya fueron estimados con anterioridad.

En el cuadro 7.4.1 se muestran los flujos de caja libre proyectados:

Cuadro 7.4.1: Flujos de Caja Libre Proyectados

MUF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT después de impuestos	1.251	1.251	1.254	1.259	1.266	1.333
Depreciaciones y Amortizaciones	1.302	1.328	1.348	1.369	1.392	1.405
Inversiones Totales	(3.697)	(2.993)	(3.268)	(3.268)	(3.268)	(1.405)
Variación NWC	(90)	(74)	(78)	(90)	(91)	0
Flujos de Caja Libre	(1.234)	(488)	(743)	(729)	(700)	1.333

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados y Presentaciones Corporativas de SONDA S.A., y, al FMI.

Como se observa en el cuadro anterior, los flujos de caja libre son negativos hasta 2027, siendo una de las principales razones los planes estratégicos de inversión. Además, se tiene como supuesto que el valor terminal comprende desde el 2028 y corresponde a una perpetuidad sin crecimiento, donde sus flujos son diferentes a los del último año proyectado, es decir, diferentes a los del año 2027. La razón de lo anterior, es debido a que los planes de inversiones que realiza la compañía son cada 3 años, por lo que se asume que el siguiente plan de inversión contemplará el período 2025-2027. Además, como ya se mencionó en la sección 7.2, se suele destinar al menos un 20% de las Inversiones totales planeadas a cada año de cada plan de inversión, por lo que las inversiones de crecimiento debiesen ser diferentes de cero en el 2027.

8. PRECIO DE LA ACCIÓN ESTIMADO

8.1 VALOR TERMINAL

En referencia al cálculo del valor terminal, como ya se ha mencionado en secciones previas se tiene como supuesto que el valor terminal comprende desde el 2028 y corresponde a una perpetuidad sin crecimiento, donde sus flujos son diferentes a los del último año proyectado, es decir, diferentes a los del año 2027. Dicho valor terminal es descontado a la tasa Wacc, siendo esta tasa 6,52% como se mostró en la sección 4.7. Lo anterior, se puede observar a continuación (cifras en miles de UF):

$$\text{Valor Terminal (VT)} = FCL_{2028}/K_0$$

$$\text{Valor Terminal (VT)} = \frac{1.333}{6,52\%}$$

$$\text{Valor Terminal (VT)} = \mathbf{20.430}$$

8.2 VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE

Para llegar al valor presente de los flujos de caja libre, se descuentan estos flujos a la tasa Wacc (6,52%), en donde además, se debe considerar el valor terminal. Lo anterior se muestra a continuación (cifras en miles de UF):

$$VP FCL = \frac{FCL_{2023}}{1 + Wacc} + \frac{FCL_{2024}}{(1 + Wacc)^2} + \frac{FCL_{2025}}{(1 + Wacc)^3} + \frac{FCL_{2026}}{(1 + Wacc)^4} + \frac{FCL_{2027} + VT}{(1 + 6,74\%)^5}$$

$$VP FCL = \frac{-1.234}{1 + 6,52\%} + \frac{-488}{(1 + 6,52\%)^2} + \frac{-743}{(1 + 6,52\%)^3} + \frac{-729}{(1 + 6,52\%)^4} + \frac{-700 + 20.430}{(1 + 6,52\%)^5}$$

$$\text{VP Flujo de Caja Libre} = \mathbf{11.615}$$

8.3 DÉFICIT O EXCESO DE CAPITAL DE TRABAJO OPERATIVO NETO

Considerando las cifras del CTON, el déficit o exceso de CTON se obtiene de la diferencia entre el Capital de Trabajo Operativo Neto que tuvo SONDA al 31 de diciembre de 2022 y el Capital de Trabajo Operativo Neto del siguiente año proyectado, es decir, del 2023. Esto resulta en un exceso de CTON de UF 151 mil, por lo que no será necesario invertir en capital de trabajo adicional.

En el siguiente cuadro se muestra este cálculo:

Cuadro 8.3.1: Exceso o Déficit de Capital de Trabajo Operativo Neto

MUF	2022	2023E
CTON	5.829	5.678
Variación CTON	151	
Exceso CTON	151	

Fuente: Elaboración propia en base a Análisis Razonados de SONDA S.A.

8.4 ACTIVOS PRESCINDIBLES Y OTROS ACTIVOS

Los activos prescindibles corresponden a aquellos activos que no son necesarios para el flujo operativo de la empresa. Bajo esta definición, se consideran prescindibles el Efectivo y Equivalentes de efectivo, otros activos financieros corrientes y no corrientes y propiedades de inversión. Por otro lado, las *Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación* corresponde a un activo operacional, que no se está incluyendo dentro del flujo de caja libre debido a que es una cuenta de difícil proyección, por lo tanto, su valor contable se considerará dentro de los activos prescindibles.

Según los Estados Financieros de SONDA al 31 de diciembre de 2022, el total de activos prescindibles suman 6.171 mil UF, lo cual se presenta en el cuadro 8.4.1.

Cuadro 8.4.1: Activos Prescindibles

Activos Prescindibles (MUF)	Monto
Efectivo y equivalentes al efectivo	4.209
Otros activos financieros Corrientes	199
Otros activos financieros no corrientes	968
Propiedades de Inversión	230
Otros activos	
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	565
Total	6.171

Fuente: Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A. 2022.

8.5 INTERÉS MINORITARIO

El interés minoritario se refiere a la parte de los resultados y activos que no pertenecen a la empresa controladora, lo que sucede cuando en ciertos casos no se tiene el 100% del control de alguna subsidiaria. En el siguiente cuadro se muestra a cuánto corresponde este interés minoritario:

Cuadro 8.5.1: Interés Minoritario

MUF	2022
Patrimonio Contable	14.992
Patrimonio Neto Controladora	14.807
Participaciones Minoritarias	185

Fuente: Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A. 2022.

8.6 VALORIZACIÓN ECONÓMICA DE LA EMPRESA

En primera instancia, se calcula el valor total de los activos, lo que se obtiene al sumar el valor presente de los Flujos de Caja Libre, el exceso o déficit de CTON y los activos prescindibles. Posteriormente, para obtener el Patrimonio Económico de SONDA, se le debe restar al valor total de los activos la deuda financiera y el interés minoritario.

Sabiendo cuánto es el patrimonio económico y el número de acciones de la empresa, se puede obtener el precio de la acción estimada en UF. Luego, utilizando el valor de

la UF al 31 de diciembre del 2022, se puede llevar el precio de la acción a pesos chilenos.

Realizando estos cálculos, se llega a un precio estimado de la acción de 341 pesos, lo cual es mayor en un 11,2% al precio de cierre a la fecha de valoración. Esto indicaría que la acción está subvalorada, por lo que las expectativas serían un aumento en el precio.

En el cuadro 8.6.1 se observan los resultados de esta valoración económica:

Cuadro 8.6.1: Precio de la Acción

Al 31 de diciembre de 2022	
Valor presente FCL (MUF)	11.615
Exceso (déficit) CTON (MUF)	151
Activos prescindibles y otros activos (MUF)	6.171
Valor total de activos (MUF)	17.937
Deuda financiera (MUF)	9.288
Interés minoritario (MUF)	185
Patrimonio económico (MUF)	8.465
Número de acciones	871.057.175
Precio estimado acción (UF)	0,00972
Precio estimado acción en pesos chilenos (CLP)	341
Precio mercado acción (CLP)	307
Diferencia de precios (en %)	11,2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Refinitiv Eikon y Estados Financieros de SONDA S.A.

La diferencia de precios se puede explicar por 5 motivos principales. El primero es la alta volatilidad de la industria de tecnologías de información que ha ido incrementando durante los últimos años y que seguirá en expansión con la denominada cuarta revolución industrial (Davis & O'Halloran, 2018). Hay un impulso generalizado en el mercado acerca de la industria tecnológica que trae consigo ideas especulativas de precios y una base de una economía digital que comenzó a forjarse en los años 2000, la cual tomó un curso expansivo y acelerado durante la pandemia.

La segunda principal razón que explica esta diferencia de precios es la variable utilizada para la proyección de los ingresos. Como se mencionó en la sección 6.1, para el cálculo de la tasa de crecimiento de los ingresos futuros se utilizó el PIB real de las geografías donde opera SONDA. Esta variable está vinculada al ciclo económico que

tienen las regiones respectivas, por lo tanto, las expectativas económicas podrían estar siendo algo optimistas, lo que conllevaría a que el precio estimado esté por sobre del observado en el mercado.

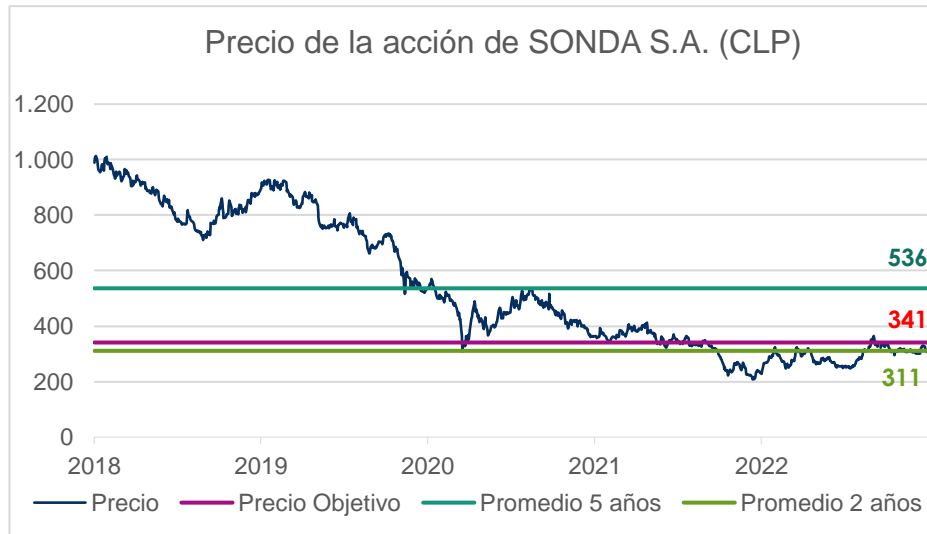
El tercer motivo trata sobre las Inversiones Totales. Como se vio en la sección 7.2, los planes de inversión de SONDA tienen una tendencia al alza lo que lleva a que las expectativas de inversiones de crecimiento futuras sean cifras muy elevadas. Esta es una posible razón del por qué el precio de mercado es inferior al precio estimado.

La cuarta y quinta razón se relacionan con la tasa Wacc, específicamente con la estructura de capital objetivo utilizada para llegar a esta tasa, y también, el premio por iliquidez aplicado. Respecto a la estructura de capital, como ya se analizó en la sección 3.4, esta ha sido muy variable en los últimos años y dejó esa estabilidad que la caracterizaba previo al 2019. Dada esta variabilidad, no hay mucha certeza sobre qué tendencia es la que se mantendrá a futuro, si los niveles actuales o los niveles previos al 2019. Esto afecta directamente al cálculo del Wacc, el cual cambia abruptamente si se considera como estructura de capital objetivo lo visto en los últimos años comparado a lo que se tenía previo al estallido social y pandemia.

En cuanto al premio por iliquidez, este se consideró por la presencia bursátil del 87,78% que presentaba SONDA al 31 de diciembre del 2022. Sin embargo, si bien esta cifra no es un 100%, tampoco es tan baja como para clasificar a la acción de SONDA como ilíquida. Considerando lo anterior, no hay un porcentaje de premio por iliquidez establecido para este caso, por lo que definir qué cifra utilizar afecta directamente la diferencia entre el precio estimado y el precio de mercado de la empresa.

A continuación, se presenta la figura 8.6 la cual muestra la evolución del precio de mercado de la acción de SONDA desde enero del 2018 hasta diciembre del 2022.

Figura 8.6: Precio de la acción de SONDA S.A. (enero 2018-diciembre 2022)



Fuente: Elaboración propia con precios obtenidos de Refinitiv Eikon.

En la figura se puede observar que el precio de la acción ha ido en constante caída, en donde esta tendencia a la baja se pronunció mayormente durante el estallido social y el inicio de la pandemia y no se ha logrado volver a los niveles previos a dichos eventos.

También, es posible observar que el promedio de los últimos 5 años alcanzó los \$536 por acción, dicho promedio se vio afectado por la tendencia a la baja que han tenido los precios, en donde previo al estallido social se tenían cifras que alcanzaban los \$1.013 por acción y ya para fines del 2021 la empresa alcanzó su mínimo de \$208 por acción.

Por otra parte, el precio de la acción durante los últimos 2 años se ha movido entre los \$208-\$412 por acción alcanzando un promedio de \$311 durante este lapso de tiempo, siendo el precio estimado mayor en un 9,6%.

8.7 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

A continuación, se presentan cinco análisis de sensibilidad que tienen como objetivo estudiar el impacto que tienen ciertas variables claves en la estimación del precio de la acción de SONDA S.A.

Respecto al primer análisis de sensibilidad mostrado en el cuadro 8.7.1, se observa la relación entre la tasa Wacc y la tasa de crecimiento de los ingresos³⁹, en donde en cada caso en específico se aprecia cuál hubiese sido el precio estimado de la acción.

Cuadro 8.7.1: Análisis de Sensibilidad Tasa Wacc - Ingresos

Precio Mercado: 307		Tasa de crecimiento de los ingresos								
		-2%	-1,5%	-1%	-0,5%	0%	0,5%	1%	1,5%	2%
Wacc	4,5%	463	537	613	689	767	846	926	1.007	1.090
	5,0%	367	437	508	580	654	728	804	881	959
	5,5%	289	356	423	492	562	633	705	778	852
	6,0%	225	289	354	419	486	554	622	692	763
	6,5%	172	233	295	358	422	487	553	620	688
	7,0%	127	186	246	306	368	430	494	558	623
	7,5%	89	146	204	262	321	382	443	505	568
	8,0%	57	111	167	224	281	339	398	458	519
	8,5%	28	81	135	190	246	302	359	417	476

Fuente: Elaboración propia.

Del cuadro anterior, se puede destacar lo siguiente:

- El precio aumenta a medida que la tasa de crecimiento de los ingresos es mayor.
- Un incremento en 0,5 puntos porcentuales en el crecimiento de los ingresos aumenta el precio en un porcentaje cada vez menor a medida que la tasa de crecimiento de los ingresos es más grande.
- El precio disminuye a medida que la tasa Wacc es mayor.
- Un aumento en la tasa Wacc de 0,5 puntos porcentuales disminuye el precio en un porcentaje cada vez mayor a medida que la tasa Wacc es más grande para los casos en donde el crecimiento de los ingresos es menor o igual a -

³⁹ Se asume tasa constante para todos los años proyectados.

1%⁴⁰. En cambio, sucede lo contrario desde tasas de crecimiento de los ingresos mayores o iguales a -0,5%, dado que a mayor Wacc el precio disminuye en un porcentaje cada vez menor.

- Se puede observar que para una tasa Wacc menor o igual a 7,5%⁴¹, se necesitaría una tasa constante negativa en el crecimiento de los ingresos para poder llegar al precio de mercado.

El segundo análisis de sensibilidad se muestra en el cuadro 8.7.2, el cual trata de cómo la tasa de crecimiento de las Inversiones totales para el próximo plan de inversiones afecta al precio de la acción.

Cuadro 8.7.2: Análisis de Sensibilidad Plan de Inversión 2025-2027

Precio Mercado: 307		Precio	Variación	Variación sobre precio mercado
Tasa de Crecimiento de las Inversiones Totales para Plan de Inversión 2025-2027	-5%	401	-3%	31%
	0%	388	-3%	26%
	5%	375	-3%	22%
	10%	362	-3%	18%
	15%	348	-4%	13%
	20%	335	-4%	9%
	25%	322	-4%	5%
	30%	309	-4%	1%
	35%	296	-4%	-4%

Fuente: Elaboración propia.

Del cuadro anterior se destaca lo siguiente:

- El precio disminuye a medida que la tasa de crecimiento de las Inversiones Totales es mayor.
- Se puede observar en los datos del cuadro que un incremento en 5 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento de las Inversiones Totales genera en promedio una reducción del 4% en el precio.
- Para obtener el precio de mercado la tasa de crecimiento de las Inversiones Totales en el próximo plan de inversión debiese ser cercana al 30%.

⁴⁰ Respecto a datos mostrados en el cuadro 8.7.1. El límite verdadero se encuentra entre el intervalo (-1%; -0,5%).

⁴¹ Respecto a datos mostrados en el cuadro 8.7.1. El límite verdadero se encuentra entre el intervalo (7,5%; 8%).

- Para tasas de crecimiento de las Inversiones Totales entre el 10% y 35% no se obtiene un precio estimado de la acción mayor o menor en 20% respecto al precio de mercado.

El tercer análisis de sensibilidad corresponde a cómo influye el premio por iliquidez en el precio estimado a través de la tasa Wacc. En el cuadro 8.7.3 se presentan las cifras de este análisis:

Cuadro 8.7.3: Análisis de Sensibilidad Prima por Iliquidez

Precio Mercado: 307		Wacc	Precio	Variación Precio	Variación sobre precio mercado
Premio por iliquidez	0,0%	5,82%	434	-5%	41%
	0,2%	5,96%	413	-5%	35%
	0,4%	6,10%	394	-5%	28%
	0,6%	6,24%	375	-5%	22%
	0,8%	6,38%	358	-5%	17%
	1,0%	6,52%	341	-5%	11%
	1,2%	6,66%	325	-5%	6%
	1,4%	6,80%	310	-5%	1%
	1,6%	6,94%	295	-5%	-4%

Fuente: Elaboración propia.

De este último cuadro, se puede destacar lo siguiente:

- A mayor premio por iliquidez, mayor es la tasa Wacc. Por lo tanto, a medida que el premio por iliquidez aumenta, el precio de la acción disminuye.
- Se puede observar que un incremento en 0,2 puntos porcentuales en el premio por iliquidez genera una reducción del precio en un 5%.
- Un aumento del premio por iliquidez en 0,2 puntos porcentuales genera un incremento en el Wacc de 0,14 puntos porcentuales.
- Para obtener el precio de mercado el premio por iliquidez debiese ser cercano al 1,4%.
- Si el premio por iliquidez se encuentre entre el 0,8% y 1,6%, el precio estimado no es ni mayor ni menor en un 20% respecto al precio de mercado.

El cuarto análisis de sensibilidad corresponde a cómo influyen las inversiones totales en el precio de la acción al proyectarlas como porcentaje de los ingresos. El promedio de los últimos 5 años utilizando esta metodología fue de un 4,9% que resultó en un precio de 405 pesos por acción, lo que es un 32,1% mayor al precio de mercado.

En el cuadro 8.7.4 se muestran resultados más detallados para diferentes casos.

Cuadro 8.7.4: Análisis de sensibilidad Inversiones como % de los ingresos

Precio Mercado: 307		Precio	Variación	Variación sobre precio mercado
Inversiones como % de los ingresos	0%	647	-7%	111%
	1%	597	-8%	94%
	2%	547	-8%	78%
	3%	498	-9%	62%
	4%	448	-10%	46%
	5%	398	-11%	30%
	6%	349	-12%	14%
	7%	299	-14%	-3%
	8%	249	-17%	-19%

Fuente: Elaboración propia

De este último cuadro se puede desprender lo siguiente:

- El precio disminuye a medida que las inversiones como porcentaje de los ingresos aumentan.
- Para obtener un precio cercano al precio de mercado, las inversiones como porcentaje de los ingresos debiesen ser marginalmente inferior a un 7%.
- Se puede observar que si las inversiones como porcentaje de los ingresos aumentan en un punto porcentual, el precio disminuye en aproximadamente 50 pesos.

Finalmente, el último análisis de sensibilidad corresponderá a cómo se ve afectado el precio de la acción utilizando un beta de la acción calculado con retornos semanales (utilizando 5 años) en vez de retornos mensuales.

Para este caso señalado, el beta de la acción es de 0,86; el cuál al realizar el ajuste de bloomberg resulta finalmente en una cifra de 0,91 Este valor del beta lleva a que la tasa Wacc sea igual a un 6,15%; por lo que considerando esto, además de mantener

todos los otros supuestos constantes, se llega a que el precio de la acción es de \$367, que resulta ser un 18,7% superior a lo observado por el mercado.

CONCLUSIÓN

El presente documento tuvo la finalidad de determinar el valor económico de la empresa SONDA S.A. al 31 de diciembre del 2022 mediante el método de flujos de caja descontados.

Con el método de *Flujo de Caja Descontado*, se llega a un precio estimado de la acción de \$341, lo cual es un 11,2% mayor al precio de cierre a la fecha de valoración. Esto indicaría que la acción está subvalorada, por lo que las expectativas serían un alza en el precio. Dicha diferencia de precios puede ser explicada por la alta volatilidad de la industria tecnológica, tasas de crecimiento vinculadas al ciclo y expectativas económicas de cada región, planes de inversión y variabilidad de la tasa Wacc.

Es importante considerar que el contexto socio-económico previo a la fecha de valoración afectó el precio estimado. El estallido social en octubre del 2019 seguido de la crisis sanitaria del Covid-19 complejizó los supuestos utilizados, específicamente aquellos supuestos relacionados con la estructura de capital y el beta de la acción, lo que afectó el cálculo de la tasa Wacc. Dado lo anteriormente mencionado y teniendo en cuenta que la tasa Wacc es un factor clave para llegar al precio estimado, el resultado de este informe resultó en un precio mayor al precio de cierre del 31 de diciembre de 2022.

También, hay que recalcar que SONDA SA es una empresa tecnológica que se enfoca en la provisión de soluciones informáticas y, por lo tanto, está en constante crecimiento debido a la digitalización de procesos y transformación digital. En este sentido, América latina tendrá grandes impactos en la industria tecnológica según el análisis y predicciones de International Data Corporation (IDC). Durante los próximos años la economía comenzará a gastar más en infraestructura de TI, también se espera que tecnologías digitales emergentes como la inteligencia artificial, aprendizaje automático, automatización y robótica crezcan un 69% en 2023 y que en los siguientes años más del 40% del gasto económico mundial se destine a transformación e innovación digital, creciendo a una tasa compuesta anual de 22% (IDC, 2022).

BIBLIOGRAFÍA

- Accenture. (2021). *El avance de la economía digital en Chile: optimizando las capacidades digitales para multiplicar el crecimiento*. Accenture digital.
- Amihud, Y., Hameed, A., Kang, W., & Zhang, H. (2015). *The illiquidity premium: International evidence*. *Journal of Financial Economics*.
- Banco Central de Chile. (2023). *Base de datos Estadísticos*. Obtenido de https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_TASA_INTERES/MN_TASA_INTERES_09/TMS_16/T312
- Banco Central de Chile. (2023). *Base de datos Estadísticos. Indicadores Diarios*. Obtenido de <https://si3.bcentral.cl/Indicadoresiete/secure/Indicadoresdiarios.aspx>
- Damodaran (2002). *Investment Valuation*
- Davis, N., & O'Halloran, D. (21 de Noviembre de 2018). *World Economic Forum*. Obtenido de La cuarta revolución industrial impulsa la globalización 4.0: <https://es.weforum.org/agenda/2018/11/la-cuarta-revolucion-industrial-impulsa-la-globalizacion-4-0/>
- Fernández, P. (2000). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión.
- Gartner. (19 de Julio de 2023). *Gartner*. Obtenido de <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2023-07-19-gartner-forecasts-worldwide-it-spending-to-grow-4-percent-in-2023>
- ICR Chile. *Informe anual de clasificación de riesgo*, SONDA S.A.
- IDC. (2022). *El gasto en TI en América Latina superará el crecimiento del PIB en 2023*. Obtenido de <https://www.idc.com/getdoc.jsp?containerId=prLA50040523>
- IFRS Foundation. (2001). *NIC 28: Inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos*
- Instituto Nacional de Contadores Públicos Colombia. (2020). *Instituto Nacional de Contadores Públicos Colombia*. Obtenido de Pilares de transformación digital para negocios: [https://incp.org.co/pilares-de-la-transformacion-digital-para-los-negocios/#:~:text=3\)%20Acelerar%20la%20agilidad%20y,aplicaciones%20nativas%20en%20la%20nube.](https://incp.org.co/pilares-de-la-transformacion-digital-para-los-negocios/#:~:text=3)%20Acelerar%20la%20agilidad%20y,aplicaciones%20nativas%20en%20la%20nube.)
- International Monetary Fund (IMF). (s.f.). *IMF Data. National Accounts and Price Statistics*. Obtenido de <https://www.imf.org/en/Data>

Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277. (Maquieira, 2010)

Maquieira, C. (2019). *El premio por riesgo de mercado: Estimación para Chile*.

Maquieira, C. Notas de Clases (Maquieira, 2022)

Maquieira y Espinosa. Valoración de Empresas Aplicadas. (Maquieira y Espinosa, 2019)

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

Refinitiv Eikon.

Risk America. (2022). Obtenido de <https://www.riskamerica.com/>

Sánchez, F. (s.f.). Taller AFE: Informe 5.

S&P Global Ratings. (14 de Agosto de 2017). Criterios Generales. *Tablas de correlación de escalas nacionales y regionales de S&P Global Ratings*.

SONDA. (s.f.). *Inversionistas*. Obtenido de <https://www.sonda.com/inversionistas/informacion-financiera>

SONDA S.A. (2022). Reporte Integrado 2022 SONDA S.A.

SONDA S.A. (2021). Reporte Integrado 2021 SONDA S.A.

SONDA S.A. (2020). Reporte Integrado 2020 SONDA S.A.

SONDA S.A. (2019). Reporte Integrado 2019 SONDA S.A.

SONDA S.A. (2018). Reporte Integrado 2018 SONDA S.A.

SONDA S.A (2022). Estados Financieros Consolidados 2022 SONDA S.A.

SONDA S.A (2021). Estados Financieros Consolidados 2021 SONDA S.A.

SONDA S.A (2020). Estados Financieros Consolidados 2020 SONDA S.A.

SONDA S.A (2019). Estados Financieros Consolidados 2019 SONDA S.A.

SONDA S.A (2018). Estados Financieros Consolidados 2018 SONDA S.A.

SONDA S.A (2022). Análisis Razonado 2022 SONDA S.A.

SONDA S.A (2021). Análisis Razonado 2021 SONDA S.A.

SONDA S.A (2020). Análisis Razonado 2020 SONDA S.A.

SONDA S.A (2019). Análisis Razonado 2019 SONDA S.A.

SONDA S.A (2018). Análisis Razonado 2018 SONDA S.A.

SONDA S.A (2016). Análisis Razonado 2016 SONDA S.A.

UNAM. (16 de mayo de 2021). *Dirección Nacional de Comunicación Social*. Obtenido de https://www.dgcs.unam.mx/boletin/bdboletin/2021_419.html

ANEXOS

ANEXO 1: ESTIMACIÓN BETA DE LA ACCIÓN MENSUAL 2018-2022

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,60340698
Coefficiente de determinación R ²	0,36409998
R ² ajustado	0,35294384
Error típico	0,08083414
Observaciones	59

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,21325357	0,21325357	32,6367326	4,2269E-07
Residuos	57	0,37244701	0,00653416		
Total	58	0,58570059			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,01536393	0,0105243	-1,45985316	0,14982026	-0,03643847	0,00571061
Ret IGPA	1,02750992	0,17985921	5,71285678	4,2269E-07	0,66734806	1,38767177

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 2: ESTIMACIÓN BETA DE LA ACCIÓN MENSUAL 2017-2021

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,69617378
Coefficiente de determinación R ²	0,48465794
R ² ajustado	0,47561685
Error típico	0,05771597
Observaciones	59

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,17856919	0,17856919	53,6061469	9,2596E-10
Residuos	57	0,18987457	0,00333113		
Total	58	0,36844376			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,01996874	0,0075189	-2,6558057	0,01024173	-0,03502507	-0,0049124
Ret IGPA	0,96430928	0,13170706	7,32162188	9,2596E-10	0,70057044	1,22804811

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 3: ESTIMACIÓN BETA DE LA ACCIÓN MENSUAL 2016-2020

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,70871334
Coefficiente de determinación R ²	0,5022746
R ² ajustado	0,49354258
Error típico	0,05457456
Observaciones	59

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,17131946	0,17131946	57,5209795	3,3792E-10
Residuos	57	0,16976778	0,00297838		
Total	58	0,34108724			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,01559749	0,00712315	-2,18969065	0,03265475	-0,02986135	-0,00133363
Ret IGPA	1,00682091	0,13275139	7,58425867	3,3792E-10	0,74099083	1,272651

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 4: ESTIMACIÓN BETA DE LA ACCIÓN MENSUAL 2015-2019

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,64561533
Coefficiente de determinación R ²	0,41681915
R ² ajustado	0,40658791
Error típico	0,04925409
Observaciones	59

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,09883344	0,09883344	40,7398351	3,3709E-08
Residuos	57	0,13828004	0,00242597		
Total	58	0,23711349			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,01572087	0,00645541	-2,43530249	0,01803077	-0,02864761	-0,00279414
Ret IGPA	1,05890138	0,16589981	6,38277644	3,3709E-08	0,72669275	1,39111001

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 5: ESTIMACIÓN BETA DE LA ACCIÓN MENSUAL 2014-2018

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,51755568
Coefficiente de determinación R ²	0,26786389
R ² ajustado	0,25501939
Error típico	0,05610121
Observaciones	59

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,06563594	0,06563594	20,8543757	2,6962E-05
Residuos	57	0,17939872	0,00314735		
Total	58	0,24503466			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,00333306	0,00746506	-0,44648845	0,65693618	-0,01828159	0,01161546
Ret IGPA	0,91151686	0,19960256	4,56665914	2,6962E-05	0,51181962	1,31121409

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 6: ESTIMACIÓN BETA DE LA ACCIÓN MENSUAL 2013-2017

Estadísticas de la regresión

Coefficiente de correlación múltiple	0,58926595
Coefficiente de determinación R ²	0,34723435
R ² ajustado	0,33578233
Error típico	0,05366855
Observaciones	59

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,08733332	0,08733332	30,3207719	9,1088E-07
Residuos	57	0,16417785	0,00288031		
Total	58	0,25151116			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	-0,0055017	0,00703869	-0,7816374	0,43766244	-0,01959643	0,00859303
Ret IGPA	0,9991646	0,18145415	5,50643005	9,1088E-07	0,63580893	1,36252028

Fuente: Elaboración propia

ANEXO 7: TIPO DE CAMBIO USD/CLP Y UF/CLP 2013-2022

Año	DÓLAR	UF
2013	523,76	23.309,56
2014	607,38	24.627,10
2015	707,34	25.629,09
2016	667,29	26.347,98
2017	615,22	26.798,14
2018	695,69	27.565,79
2019	744,62	28.309,94
2020	711,24	29.070,33
2021	850,25	30.991,74
2022	859,51	35.110,98

Fuente: Banco Central de Chile. Los valores corresponden al último dato observado del año respectivo.

ANEXO 8: ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

Cifras consolidadas en MUF (IFRS)	2018	2019	2020	2021	2022
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA					
Activos	32.568	38.664	33.299	34.104	32.042
Activos Corrientes	14.985	18.571	16.896	17.942	16.897
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1.792	4.901	6.485	5.697	4.209
Otros activos financieros corrientes	583	683	619	473	199
Otros activos no financieros corrientes	725	690	350	519	615
Deudores Comerciales y Otras CxC	8.499	9.855	7.029	8.433	8.750
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, corrientes	235	60	32	62	231
Inventarios	1.984	1.435	1.223	1.849	2.111
Activos por impuestos corrientes, corrientes	1.167	946	1.159	909	781
Activos No Corrientes	17.583	20.093	16.403	16.163	15.145
Otros activos financieros no corrientes	498	671	722	772	968
Otros activos no financieros no corrientes	338	261	161	180	136
Cuentas por cobrar no corrientes	1.866	2.681	2.076	2.199	2.039
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corrientes	71	30	71	215	89
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	235	252	245	150	565
Activos intangibles distintos de la plusvalía	656	670	432	407	437
Plusvalía	8.379	8.737	6.526	6.196	5.717
Propiedades, Planta y Equipo, neto	4.455	4.971	4.891	4.368	3.581
Propiedades de Inversión	129	119	114	79	230
Activos por derecho de uso	0	891	638	743	627
Activos por impuestos diferidos	957	809	529	853	757
Pasivos	14.472	19.769	17.663	17.914	17.050
Pasivos Corrientes	10.491	9.697	7.491	9.282	9.366
Otros Pasivos Financieros Corrientes	4.110	3.153	1.837	2.763	2.956
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	3.533	3.508	3.406	4.100	3.847
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corrientes	114	81	2	0	203
Otras provisiones a corto plazo	186	236	260	250	181
Pasivos por impuestos corrientes, corrientes	806	796	336	414	378
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	1.014	998	916	982	1.059
Otros pasivos no financieros corrientes	727	924	733	773	742
Pasivos No Corrientes	3.981	10.072	10.173	8.632	7.685
Otros Pasivos Financieros No Corrientes	2.542	8.067	8.665	6.880	6.332
Otros Pasivos no Corriente	1.439	2.005	1.508	1.752	1.353
Participaciones Minoritarias	147	98	97	103	185
Patrimonio Neto Controladora	17.949	18.797	15.539	16.087	14.807
Pasivos y Patrimonio Neto	32.568	38.664	33.299	34.104	32.042

Fuente: Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

ANEXO 9: ESTADO DE RESULTADOS

Cifras consolidadas en MUF (IFRS)	2018	2019	2020	2021	2022
ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES					
Ingresos Ordinarios	29.027	29.903	26.847	28.950	30.421
Costos de Ventas	(23.923)	(24.854)	(22.437)	(23.943)	(25.345)
Ganancia Bruta	5.104	5.049	4.410	5.007	5.076
Gastos de Administración	(3.081)	(3.160)	(2.753)	(2.669)	(2.913)
Resultado Operacional	2.023	1.889	1.657	2.338	2.163
Depreciaciones y Amortizaciones	1.289	1.403	1.334	1.258	1.271
EBITDA	3.312	3.292	2.991	3.596	3.434
Otros Ingresos, por función	68	1.303	60	201	49
Otras Ganancias (Pérdidas)	(372)	(510)	(997)	(305)	(299)
Total Ganancia de actividades operacionales	1.719	2.682	719	2.235	1.913
Ingresos Financieros	296	261	266	233	441
Costos Financieros	(514)	(631)	(582)	(506)	(684)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	6	35	21	(77)	(38)
Diferencias de Cambio	16	(38)	(28)	216	(51)
Resultados por Unidades de Reajuste	(78)	(179)	(32)	19	(23)
Total Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	1.445	2.130	366	2.119	1.558
Gasto por Impuesto a las Ganancias	(1.042)	(1.265)	(305)	(947)	(511)
Ganancia de Activ. Continuadas después de Impto.	403	865	61	1.173	1.047
Ganancia (pérdida) atribuible a Partic. Minoritaria	16	48	45	48	36
Ganancia (pérdida) atribuible a Controladora	388	816	16	1.125	1.011

Fuente: Estados Financieros de SONDA S.A.

ANEXO 10: ESTADO DE RESULTADOS COMO PORCENTAJE DE INGRESOS TOTALES

	2018	2019	2020	2021	2022
ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES COMO % DE INGRESOS					
Ingresos Ordinarios	100%	100%	100%	100%	100%
Costos de Ventas	-82%	-83%	-84%	-83%	-83%
Ganancia Bruta	18%	17%	16%	17%	17%
Gastos de Administración	-11%	-11%	-10%	-9%	-10%
Resultado Operacional	7%	6%	6%	8%	7%
Depreciaciones y Amortizaciones	4%	5%	5%	4%	4%
EBITDA	11%	11%	11%	12%	11%
Otros Ingresos, por función	0%	4%	0%	1%	0%
Otras Ganancias (Pérdidas)	-1%	-2%	-4%	-1%	-1%
Total Ganancia de actividades operacionales	6%	9%	3%	8%	6%
Ingresos Financieros	1%	1%	1%	1%	1%
Costos Financieros	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	0%	0%	0%	0%	0%
Diferencias de Cambio	0%	0%	0%	1%	0%
Resultados por Unidades de Reajuste	0%	-1%	0%	0%	0%
Total Ganancia (Pérdida) antes de Impuestos	5%	7%	1%	7%	5%
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-4%	-4%	-1%	-3%	-2%
Ganancia de Activ. Continuadas después de Impto.	1%	3%	0%	4%	3%
Ganancia (pérdida) atribuible a Partic. Minoritaria	0%	0%	0%	0%	0%
Ganancia (pérdida) atribuible a Controladora	1%	3%	0%	4%	3%

Fuente: Estados Financieros Consolidados de SONDA S.A.

ANEXO 11: RESUMEN ESTADO DE FLUJO EFECTIVO

Cifras consolidadas en MUF (IFRS)	2018	2019	2020	2021	2022
Cobros por Actividades de la Operación	32.874	33.158	32.933	32.506	34.341
Pagos por Actividades de la Operación	(28.345)	(27.799)	(25.425)	(27.396)	(29.859)
Otros	(3.090)	(3.317)	(3.319)	(2.328)	(2.812)
Flujo de Efectivo Neto de Actividades de Operación	1.439	2.042	4.189	2.781	1.670
Capex	(1.181)	(2.810)	(1.659)	(1.406)	(1.737)
Inversiones Permanentes	(165)	(268)	0	(315)	(799)
Inversiones en Activo Fijo e Intangibles	(1.016)	(2.542)	(1.659)	(1.091)	(938)
Otros	1.080	1.320	189	496	601
Compras de propiedades, planta y equipo	(967)	(2.178)	(1.603)	(1.036)	(803)
Compras de activos intangibles	(49)	(128)	(61)	(55)	(136)
Flujo de Efectivo Neto de Actividades de Inversión	(100)	(1.491)	(1.470)	(909)	(1.136)
Dividendos Pagados	(1.030)	(392)	(255)	(890)	(221)
Intereses Pagados	(272)	(415)	(333)	(265)	(419)
Financiamiento Bancario Neto	556	626	512	(1.018)	(56)
Otros	(334)	2.676	(657)	(533)	(615)
Flujo de Efectivo Neto de Actividades de Financiación	(1.080)	2.495	(733)	(2.706)	(1.310)
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el Efectivo y Equival. al Efec.	52	109	(274)	448	(43)
Efectivo y Equivalentes al Efectivo al principio del periodo	1.482	1.745	4.773	6.083	5.029
Efectivo y Equivalentes al Efectivo al Final del Periodo	1.792	4.901	6.485	5.697	4.209

Fuente: Sitio web de Inversionistas de SONDA S.A.

ANEXO 12: TABLA DE CORRELACIÓN NACIONALES Y REGIONALES S&P GLOBAL RATINGS – BRASIL.

TABLA 4		
TABLA DE CORRELACIÓN DE BRASIL		
Escala Global - Calificación de largo plazo en moneda local	Escala Nacional – Calificación de largo plazo	Escala Nacional – Calificación de corto plazo
BB+ y superior	brAAA	brA-1+
BB	brAA+, brAA, brAA-	brA-1+
BB-	brAA-	brA-1+
BB-	brA+	brA-1
B+	brA	brA-1
B+	brA-, brBBB+	brA-2
B	brBBB	brA-2
B	brBBB-	brA-3
B	brBB+	brB
B-	brBB, brBB-, brB+	brB
CCC+	brB, brB-	brB
CCC	brCCC+, brCCC	brC
CCC-	brCCC-	brC
CC	brCC	brC
C	brC	brC
R	R	R
SD	SD	SD
D	D	D

R-Supervisión regulatoria. SD-Incumplimiento selectivo. D-Incumplimiento.

Fuente: CMF, Información criterio de Clasificación entregado por S&P Global.

ANEXO 13: TABLA DE CORRELACIÓN NACIONALES Y REGIONALES S&P GLOBAL RATINGS – CHILE.

TABLA 5		
TABLA DE CORRELACIÓN PARA CHILE		
Escala Global - Calificación de largo plazo en moneda local	Escala Nacional – Clasificación de largo plazo	Escala Nacional – Clasificación de corto plazo
A y superior	clAAA	clA-1+
A-	clAAA, clAA+	clA-1+
BBB+	clAA+, clAA	clA-1+
BBB	clAA, clAA-	clA-1+
BBB	clA+	clA-1
BBB-	clA+, clA	clA-1
BB+	clA, clA-	clA-2
BB	clA-, clBBB+, clBBB	clA-2
BB-	clBBB	clA-2
BB-	clBBB-	clA-3
B+	clBB+, clBB, clBB-	clB
B	clBB-, clB+, clB	clB
B-	clB, clB-	clB
CCC+	clCCC+	clC
CCC	clCCC	clC
CCC-	clCCC-	clC
CC	clCC	clC
C	clC	clC
R	R	R
SD	SD	SD
D	D	D

R-Supervisión regulatoria. SD-Incumplimiento selectivo. D-Incumplimiento.

Fuente: CMF, Información criterio de Clasificación entregado por S&P Global

ANEXO 14: TABLA MÚLTIPLOS POR INDUSTRIA

Sector	Subsector	Múltiplos más usados
Automóvil	Fabricante Componentes	P/V
Bancos		P/VL
Materiales	Papel	P/VL
	Químico	VF/EBITDA, VF/Ventas
	Metales y Minería	VF/EBITDA
Construcción		VF/FCL, P/UT y VF/Ventas
Bienes de Equipo	Ingeniería	P/UT, VF/EBITDA y VF/Ventas
	Defensa	P/UT, VF/EBITDA y VF/Ventas
Alimentación y Tabaco	Productores de Alimentos	VF/EBITDA
	Pubs y Cervecerías	P/UT, VF/EBITDA y VF/Ventas
	Bebidas Alcohólicas	VF/EBITDA
Salud		P/UT y VF/EBITDA
Seguros		P/VF
Ocio		VF/EBITDA
Medios		VF/EBITDA
Gas y Petróleo	Integrado	P/UT
Inmobiliario		VF/EBITDA
Minoristas y bienes de Consumo	Ropa	VF/EBITDA
	Comida	P/UT
	Bienes de Lujo	P/UT y VF/Ventas
Tecnología		P/UT
Telecomunicaciones		VF/Ventans. VF/EBITDA y P/Ciente
Transporte	Aéreo	VF/EBITDA
	Carretera	P/Ventas
Utilities		P/UT

Fuente: Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor de Pablo Fernández.

ANEXO 15: MÚLTIPLOS DE LA INDUSTRIA EN AMÉRICA⁴²

	PER	EV / EBITDA	EV / EBIT	P / B	Value to book	P / Sales	EV / Sales
Sonda	6,7	3,6	5,7	0,5	0,5	0,2	0,4
Positivo	5,4	4,6	5,1	1,0	0,6	0,3	0,5
DXC	9,0	3,8	30,0	1,5	0,6	0,5	0,6
HP	9,2	6,9	7,9	-	1,1	0,6	0,6
Western digital	10,3	7,2	11,3	1,3	0,9	0,9	1,2
Dell	11,0	6,2	13,0	-	0,7	0,4	0,5
NetApp	15,4	11,2	13,2	17,3	2,0	2,7	2,5
HPE	15,5	6,6	14,0	1,0	0,6	0,8	1,1
Livetech	15,6	4,0	9,8	1,2	0,9	0,7	1,0
TD Synnex	15,8	11,2	14,1	1,2	0,5	0,2	0,3
Seagate technology	16,5	11,8	16,8	47,1	2,7	1,6	2,1
Eplus	17,1	7,9	9,1	1,9	1,0	0,7	0,7
CACI	17,2	13,0	16,4	2,2	1,3	1,1	1,3
Cognizant	17,4	10,4	12,4	3,1	2,2	2,0	1,9
Cisco	18,8	12,7	14,4	5,3	2,4	4,2	3,9
Multilaser industrial	22,5	11,7	14,4	1,2	0,9	1,1	1,1
TTEC	25,3	12,5	18,6	5,9	2,0	1,4	1,7
CDW	25,5	17,2	19,6	27,1	2,5	1,2	1,5
Oracle	26,1	15,9	19,9	-	2,7	5,4	6,9
Microsoft	31,2	22,4	26,1	12,8	6,3	11,3	11,0
Accenture	32,3	20,4	23,2	9,7	4,6	3,7	3,5
Neogrid	33,0	6,4	35,9	1,0	0,7	1,9	1,1
VMWARE	34,7	21,5	27,4	33,9	2,2	4,1	4,6
Automatic data processing	35,0	23,9	27,1	26,8	1,8	6,2	6,3
TOTVS	38,1	19,0	26,0	3,6	1,8	5,0	4,6
Netscout systems	44,1	13,1	30,1	1,2	0,9	2,7	2,4
Adobe	47,7	32,2	37,9	15,5	8,4	14,0	13,7
IBM	47,8	12,7	22,4	6,1	1,4	2,1	2,8
CI&T	53,1	20,9	25,6	5,7	2,9	4,1	4,2
Roper technologies	55,9	27,0	39,2	3,7	2,2	9,7	11,0
TTECH	61,1	21,7	19,0	1,6	1,3	1,0	0,7
Sinqia	68,9	13,1	43,1	1,7	1,2	2,8	2,7
Fortinet	72,4	56,1	63,0	74,5	8,1	13,4	12,7
Autodesk	84,3	50,6	59,6	52,3	17,6	11,0	11,0
Globant	93,0	33,9	48,7	7,4	5,2	7,1	6,9
Locaweb	137,3	41,1	193,4	2,0	1,3	6,5	5,1
Servicenow	408,3	135,9	355,7	25,4	9,1	16,6	16,1
Salesforce	481,0	44,5	236,8	3,4	2,2	6,9	7,0
Upland Software	-	17,3	-	1,2	0,9	1,3	2,4
Microstrategy	-	164,4	278,4	6,3	2,0	6,9	12,0
Sabre	-	-	-	-	1,4	1,2	3,1

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Refinitiv Eikon.

⁴² Empresas distintas a SONDA ordenadas de menor a mayor respecto al múltiplo PER.