

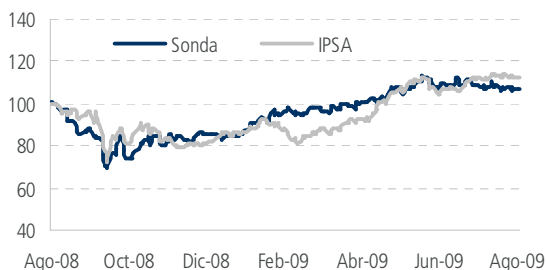
Mayor Eficiencia y Reactivación del Gasto en TI

Ticker Bloomberg	SONDA CI
Precio Actual (Local / US\$)	Ch\$753 / US\$1,38
Retorno Potencial	19,5%
Retorno por Div. 2010E*	3,8%
Retorno Total Esperado	23,4%
Market Cap (US\$ millones)	735
Ponderación IPSA	0,8%
Política de Dividendos	50,0%
Ratio ADR (Acciones Locales por ADR)	NA
Precio Min - Max 12M (Ch\$/acción)	450 -810
Retorno YTD	23,8%
Volumen Diario 12M (US\$ millones)	1,0
Total Acciones (millones)	769,7
Free Float	41,2%

Estimaciones	2008	2009E	2010E	2011E
Ventas (Ch\$MM)	417.773	390.456	427.373	431.057
EBITDA (Ch\$MM)	71.739	68.246	77.733	81.735
Margen EBITDA	17,2%	17,5%	18,2%	19,0%
Ut. Neta (Ch\$MM)	23.652	31.948	40.877	43.434
Margen Neto	5,7%	8,2%	9,6%	10,1%
UPA (Ch\$)	30,7	41,5	53,1	56,4
Div/accción (Ch\$)	31,6	17,4	18,6	26,6
Div. Yield	4,9%	2,9%	2,5%	3,5%

Múltiplos	2008	2009E	2010E	2011E
VE/EBITDA (x)	7,1	9,2	7,3	6,6
P/Utilidad (x)	19,8	18,1	14,2	13,3
Bolsa/Libro (x)	1,7	2,1	1,8	1,7
P/Ventas (x)	1,1	1,5	1,4	1,3
FCL Yield	1,4%	4,0%	4,2%	6,8%

Sonda vs. IPSA 12M



Fuente: Economática, Departamento de Estudios Banchile. Precios ajustados por dividendos.
* Incluye dividendos remanentes a pagarse durante el 2S09.

Christian Contreras S.

+56 (02) 8736163 | christian.contreras@banchile.cl

Patricio Hernández P.

+56 (02) 6612436 | patricio.hernandez@banchile.cl

Estamos introduciendo un precio objetivo de Ch\$900 por acción a diciembre de 2010 y reiterando una recomendación de "Comprar/Riesgo Medio" para la compañía. En nuestra opinión, Sonda retomaría un crecimiento de dos dígitos en el EBITDA en 2010, impulsado principalmente por las operaciones en Brasil producto de la reactivación de proyectos. Asimismo, creemos que la compañía será capaz de mitigar eficazmente el impacto de la crisis en los resultados de este año. Por otra parte, creemos que el descuento de 12,4% a nivel de VE/EBITDA 2010E respecto del promedio de los últimos 24 meses es injustificado y constituye un atractivo punto de entrada a la acción.

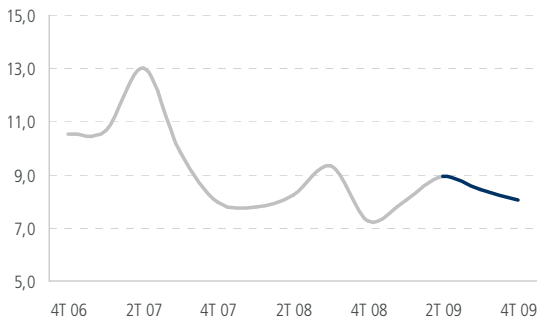
Esperamos un sólido crecimiento de 13,9% en pesos reales para el EBITDA del año 2010 (+17,3% en dólares), debido principalmente a nuestra expectativa de reactivación de los proyectos de SAP en Brasil y Colombia, el continuo mejoramiento en los márgenes en el exterior y la recuperación esperada en los ingresos transaccionales en Chile, el segmento más afectado por la caída en la actividad económica. Para el año 2009, esperamos una caída de sólo 4,9% en el EBITDA en pesos reales (+9,2% en dólares), aun considerando el menor crecimiento económico como consecuencia de la crisis actual y el impacto negativo de la apreciación del peso chileno sobre las monedas de los países en los cuales opera la compañía.

Adicionalmente, no descartamos que Sonda continúe con su selectivo plan de adquisiciones en Latinoamérica. Si bien no hemos incorporado este escenario en nuestra valoración, la compañía posee un elevado nivel de liquidez y la holgura para asumir un mayor nivel de deuda. Respecto al plan de inversiones, sólo incluimos un CAPEX de mantenimiento por cerca de US\$50 millones anuales, debido a las menores necesidades de los proyectos en desarrollo.

Nuestro nuevo precio objetivo fue calculado mediante una metodología de flujos de caja descontados y suma de partes, utilizando un WACC en dólares de 10,0%, 11,5%, 11,0% y 13,1% para Chile, Brasil, México y OPLA, respectivamente. Nuestro precio objetivo tiene implícito un múltiplo VE/EBITDA 2010E de 8,6 veces, en línea con el promedio de los últimos dos años de 8,4 veces.

Principales riesgos de inversión

- Considerando que las operaciones en el exterior representan un 37,2% del EBITDA consolidado 2010E, un escenario de tipo de cambio distinto al esperado afectaría nuestra valoración de la compañía.
- Un mayor ambiente competitivo, producto del eventual ingreso de operadores internacionales en alguno de los países en los que Sonda tiene presencia, podría afectar los márgenes de la compañía.
- El desarrollo de proyectos de alto impacto social en el sector público podría afectar la percepción de la empresa por parte de los inversionistas.

Gráfico 1: VE/EBITDA (x) Prospective

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Descripción de la Compañía

Sonda es la empresa con la mayor red latinoamericana de servicios de tecnologías de la información (TI), con más de 30 años de presencia en el negocio que le brindan una vasta experiencia ejecutando proyectos, algunos de los cuales son de gran escala. Ofrece soluciones basadas en tecnología, manteniendo una oferta de servicios amplia y distintiva que otorga soluciones integrales en la industria TI, enfocándose en tres áreas de negocios: Servicios TI, Plataformas y Aplicaciones.

Su estrategia apunta a ser una empresa regional con presencia local, compitiendo con los actores locales en las mismas condiciones, mientras que con las empresas multinacionales compete por calidad de servicio y la adjudicación de proyectos de alta complejidad. Adicionalmente, su modelo de negocios se basa en el desarrollo de relaciones de largo plazo, cercanía y contacto con sus clientes, otorgando una oferta integral y maximizando las ventas cruzadas.

La compañía presenta una adecuada diversificación comercial, manteniendo una base de 5.000 clientes en la región. Ninguno de éstos acumula más del 6% de las ventas consolidadas, mientras que los mayores 20 clientes concentran sólo el 34% de los ingresos.

Tesis de Inversión

Hemos introducido un nuevo precio objetivo de Ch\$900 por acción a diciembre de 2010 (antes Ch\$820 para fines de 2009), manteniendo nuestra recomendación de "Comprar/Riesgo Medio". Desde el nivel actual, esperamos un alza potencial de 23,4%, incluyendo un retorno por dividendos de 3,8%. Creemos que Sonda retomaría un crecimiento de dos dígitos en 2010 a nivel operacional impulsado por la normalización del negocio de Servicios TI, principalmente en Brasil. En contraste con el complejo escenario actual, esperamos un destacable crecimiento de 13,9% en la generación de EBITDA para el año 2010 (+17,3% en dólares), sustentado en: (i) La reactivación de proyectos de integración e implementación de SAP en Brasil y Colombia, postergados por la crisis económica; y (ii) Nuestra expectativa de recuperación de los ingresos asociados a contratos transaccionales y de Servicios TI en Chile.

Asimismo, destacamos la adecuada capacidad de la compañía para enfrentar la crisis actual, lo que se refleja en una ligera caída esperada de 4,9% en el EBITDA en pesos reales durante el año 2009 (+9,2% en dólares). Lo anterior, a pesar del menor dinamismo económico y el impacto negativo del tipo de cambio al consolidar en pesos la contribución de las operaciones extranjeras. En este sentido, es evidente que la crisis económica ha tenido un impacto negativo en el dinamismo global durante este año, afectando el crecimiento en la mayoría de las zonas geográficas. Sin embargo, la industria de Tecnologías de la Información (TI) ha evidenciado marcadas características defensivas, lo que se refleja en una expansión esperada de 0,5% en el gasto mundial en TI, de acuerdo a International Data Corporation (IDC), contexto en el cual Latinoamérica se ubicaría entre las tres regiones de mayor crecimiento a nivel global.

En nuestra opinión, todavía existiría espacio para nuevas adquisiciones. Respecto al plan de inversiones de US\$350 millones contemplado entre 2007 y 2009 (de los cuales US\$200 millones se destinarían a crecimiento inorgánico vía adquisiciones), la compañía ha desembolsado US\$132 millones en las compras de Procwork y Red Colombia. Así, no descartamos la posibilidad de adquisiciones adicionales durante este año, las que creemos serían financiadas con los US\$89 millones que la compañía mantiene en caja al 2T09. Considerando que la mayoría de los proyectos en desarrollo ya están financiados, sólo incluimos inversiones de mantenimiento por cerca de US\$50 millones anuales.

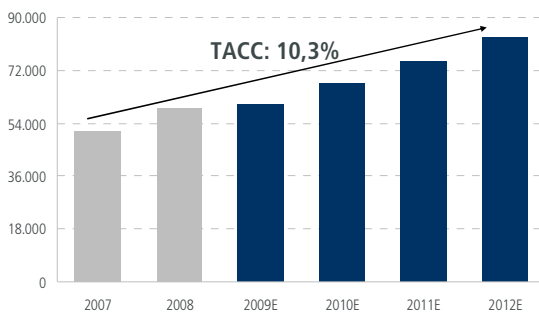
La recomendación realizada en este informe incorpora el potencial de alza para la acción a partir de nuestro precio objetivo y el retorno esperado por dividendos. Asimismo, esta recomendación es consistente con el riesgo asignado a la fecha de publicación del presente informe. Destacamos que el Departamento de Estudios de Banchile revisa periódicamente las empresas bajo cobertura, pudiendo modificar la recomendación de la compañía en los informes de Apertura Bursátil, Semanal o en un nuevo informe de la compañía.

Cuadro 1. Supuestos		2008	% Var.	2009E	% Var.	2010E	% Var.	2011E	% Var.	2012E	% Var.
Chile	Ingresos	181.844	10,3%	188.165	3,5%	200.558	6,6%	203.644	1,5%	205.571	0,9%
	EBITDA	49.240	24,2%	46.493	-5,6%	48.823	5,0%	50.914	4,3%	52.097	2,3%
	Margen EBITDA	27,1%		24,7%		24,3%		25,0%		25,3%	
Brasil	Ingresos	166.527	112,1%	139.452	-16,3%	158.267	13,5%	155.514	-1,7%	160.253	3,0%
	EBITDA	14.648	105,5%	13.907	-5,1%	19.352	39,2%	20.037	3,5%	21.407	6,8%
	Margen EBITDA	8,8%		10,0%		12,2%		12,9%		13,4%	
México	Ingresos	20.898	11,7%	19.370	-7,3%	20.632	6,5%	21.655	5,0%	22.643	4,6%
	EBITDA	2.856	40,3%	2.657	-7,0%	2.981	12,2%	3.329	11,7%	3.442	3,4%
	Margen EBITDA	13,7%		13,7%		14,4%		15,4%		15,2%	
OPLA	Ingresos	48.504	108,0%	43.366	-10,6%	47.917	10,5%	50.245	4,9%	53.232	5,9%
	EBITDA	4.994	57,1%	5.190	3,9%	6.576	26,7%	7.455	13,4%	8.343	11,9%
	Margen EBITDA	10,3%		12,0%		13,7%		14,8%		15,7%	
Consolidado	Ingresos	417.773	46,4%	390.456	-6,5%	427.373	9,5%	431.057	0,9%	441.699	2,5%
	EBITDA	71.739	38,0%	68.246	-4,9%	77.733	13,9%	81.735	5,1%	85.288	4,3%
	Margen EBITDA	17,2%		17,5%		18,2%		19,0%		19,3%	
	Capex	15.863		19.970		24.441		24.620		24.800	

Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile. Nota: Ingresos, EBITDA y Capex expresado en Ch\$ millones.

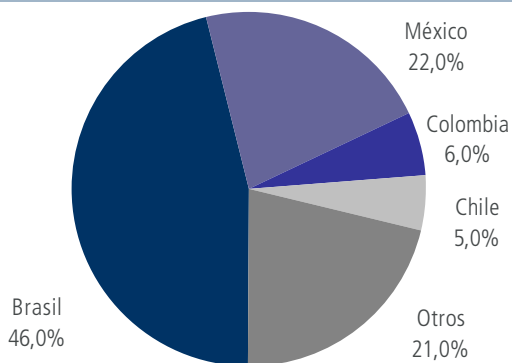
Latam: Destacable crecimiento esperado del gasto en TI

Gráfico 2: Gasto TI Latinoamérica (US\$ millones)



Fuente: IDC, Departamento de Estudios Banchile.

Gráfico 3: Gasto TI Latinoamérica por País (2008)



Fuente: IDC, Departamento de Estudios Banchile.

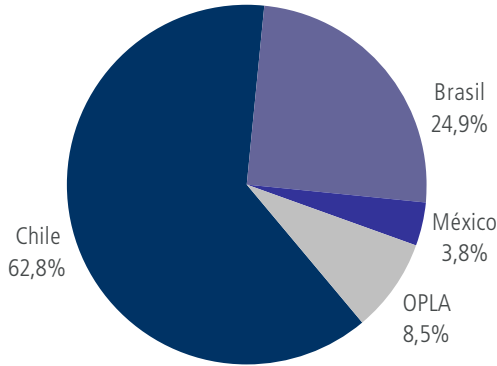
Destacamos la progresiva normalización esperada para el gasto de la industria a partir del segundo semestre de 2009, lo que se vería reflejado en una expansión superior a 10% en la inversión en TI de Latinoamérica durante el año 2010. De esta manera, esperamos una recuperación en las áreas de software y, particularmente, Servicios TI, segmento que explicaría el 58,8% de los ingresos estimados para Sonda en 2010.

La industria TI continúa evidenciando sólidas perspectivas, lo que se refleja en un crecimiento anual compuesto de 10,3% para el gasto en TI de Latinoamérica entre los años 2007 y 2012, de acuerdo a IDC. En 2009, en un contexto en que los efectos negativos de la crisis global han mermado de manera importante las perspectivas económicas mundiales, la industria de TI ha mostrado significativas características defensivas. Las últimas proyecciones de IDC apuntan a que, a pesar del menor dinamismo económico, el gasto global en TI registraría un crecimiento de 0,5% a/a en 2009. Por su parte, la industria en Latinoamérica mostraría una expansión de 4,0% a/a, ubicándose entre las tres zonas de mayor crecimiento a nivel mundial tras Medio Este y Asia ex – Japón. Este aumento sería liderado por el gasto en software y servicios TI (+3,4%), parcialmente compensado por una menor inversión en equipos de hardware (-3,6%).

Negativo impacto del tipo de cambio en 2009

En nuestra opinión, a pesar del crecimiento esperado en el EBITDA de las operaciones extranjeras en la moneda de referencia de cada país, la visibilidad de resultados de Sonda se vería afectada en el año 2009 debido a la apreciación relativa del peso respecto a estas monedas. Al respecto, el real brasileño, el peso mexicano y el peso colombiano han presentado una depreciación respecto al dólar de mayor magnitud que el peso chileno en los últimos 12 meses. De esta manera, el peso chileno muestra una apreciación de 16,9%, 21,0% y 9,7% respecto a las monedas anteriormente mencionadas.

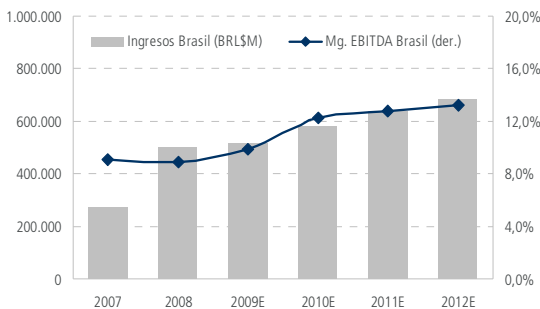
Gráfico 4: EBITDA por País (2010E)



Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Un 57% del avance en el EBITDA 2010E de Sonda sería explicado por el mejor desempeño esperado de Brasil

Gráfico 5: Ingresos y Márgenes Brasil



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Recordamos que la compañía reportará sus resultados bajo normas contables IFRS a partir de marzo de 2010, lo que implica la adopción de una moneda funcional en cada una de las operaciones extranjeras. Sonda definió que las monedas funcionales de Chile, Brasil, México, Perú y Colombia serán sus respectivas monedas locales, mientras que para el resto de los países será el dólar. En nuestra opinión, las nuevas normas contables no disminuirán de manera importante la exposición de Sonda a las fluctuaciones del peso chileno respecto a las monedas locales. Sin embargo, no esperamos grandes distorsiones al consolidar los resultados en pesos durante el año 2010, debido a que nuestro escenario base incorpora una ligera apreciación de 0,9% en el peso chileno respecto al dólar, mientras que el real brasileño mostraría una depreciación de 5,3% durante el periodo.

Brasil: Auspicioso 2010 impulsaría EBITDA consolidado

De acuerdo a las últimas proyecciones de la IDC, el gasto en TI de Brasil se expandiría un 6% durante el año 2009, mientras que el crecimiento esperado para 2010 superaría los dos dígitos, consolidándose como el mayor mercado de Latinoamérica al alcanzar un tamaño estimado en torno a US\$31.000 millones anuales (cerca de 10 veces el tamaño del mercado en Chile). La compañía opera en dicho país a través de Sonda Procwork, donde mantiene una participación de 4% en el mercado TI y un posicionamiento orientado a grandes empresas. Creemos que este enfoque le permitiría a Sonda beneficiarse del cierre de grandes contratos en los próximos años (66 de las 100 mayores compañías del país son actualmente clientes de Sonda).

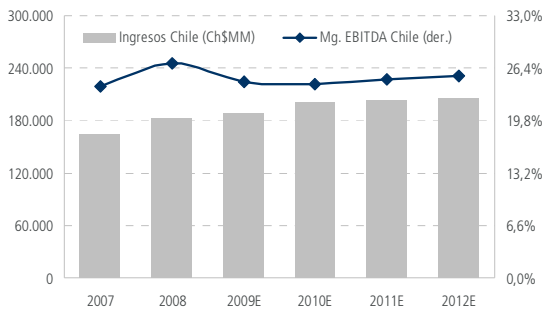
De acuerdo a nuestras estimaciones, un 57% del aumento esperado en el EBITDA consolidado de Sonda para el año 2010 sería aportado por las operaciones en Brasil. Puntualmente, esperamos un significativo aumento de 39,7% en el EBITDA 2010E en moneda local (39,2% en pesos). Este resultado se explica por un crecimiento estimado de 12,6% en las ventas en moneda local (13,5% en pesos), sustentado en nuestra expectativa de reactivación en los proyectos de implementación de SAP (que presentan mayores márgenes), segmento en el cual Sonda mantiene una posición de liderazgo a nivel latinoamericano. Lo anterior sería potenciado por una mejora de 238 pb en el margen EBITDA debido a una mayor eficiencia operacional y el continuo aprovechamiento de las ventas cruzadas en los distintos negocios de la compañía.

Por su parte, estimamos un crecimiento de 14,8% en el EBITDA en moneda local para el año 2009, aunque este avance se traduciría en una caída de 5,1% en pesos chilenos debido a la apreciación de esta última moneda respecto al real brasileño. Destacamos la continua mejora en los márgenes de Brasil desde la adquisición de Procwork a mediados de 2007, lo que sustentaría una expansión esperada de 118 pb en el margen EBITDA durante 2009 debido a mayores sinergias y la contención de costos y gastos de administración. Esperamos que los ingresos muestren un incremento de 3,1% en moneda local durante el año 2009 (-16,3% en pesos chilenos), siendo impulsados por ventas de aplicaciones al sector público de dicho país. En el área de Servicios TI la compañía ha impulsado las ventas del segmento soporte y outsourcing, compensando la postergación de proyectos de integración e implementación de sistemas SAP como resultado de la crisis económica.

Chile: Estabilidad de márgenes

Estimamos una caída de 5,6% en el EBITDA para las operaciones locales durante el año 2009, afectadas principalmente por una disminución de 237 pb en el margen EBITDA, siendo parcialmente compensado por un crecimiento de 3,5% en los ingresos. La caída en márgenes esperados durante este año para las operaciones locales se explica principalmente por:

Gráfico 6: Ingresos y Márgenes Chile



Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

El crecimiento esperado del EBITDA durante 2010 se sustenta principalmente en la recuperación de los ingresos transaccionales y de Servicios TI, tales como los proyectos de implementación de SAP

De acuerdo a nuestras estimaciones, Transantiago representa sólo un 3,3% de la valoración de Sonda

(i) Menores ingresos de *outsourcing* asociados a contratos transaccionales (tales como solicitudes de cédulas de identidad, pasaportes y bonos electrónicos, entre otros), cuyos ingresos dependen del número de transacciones efectivamente realizadas. Si bien este tipo de ingresos representa menos del 10% de las ventas en Chile, es uno de los segmentos que presentan un margen EBITDA más atractivo (superior al 30%) y serían los más afectados por el menor crecimiento económico esperado para Chile.

(ii) La venta de la participación que Sonda mantenía en ACFIN durante enero de 2009. Esta compañía presentaba elevados márgenes y generaba cerca de US\$2 millones de dólares anuales.

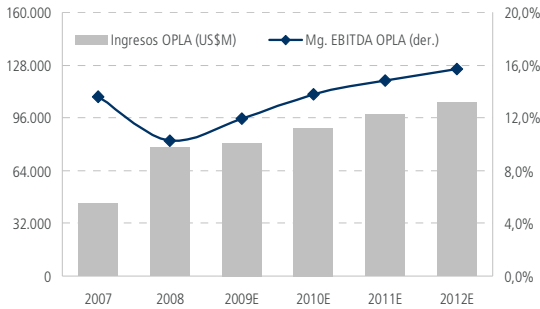
(iii) Una mayor participación de Plataformas en el *mix* de negocios durante este año. Si bien ésta es un área considerada como estratégica por Sonda, pues permite mantener un contacto cercano con los clientes, conocer sus requerimientos y las nuevas tendencias tecnológicas, los menores márgenes que presenta este negocio impactarían negativamente la rentabilidad de las operaciones locales respecto al año 2008.

Por su parte, estimamos un crecimiento de 5,0% en el EBITDA en Chile para el año 2010, explicado principalmente por un aumento de 6,6% en los ingresos. Esperamos que las operaciones locales sean impulsadas por la reactivación de los ingresos asociados a los contratos transaccionales comentados anteriormente y por mayores ventas en el negocio de Servicios TI, el segmento más rentable y donde la compañía ha enfocado sus esfuerzos comerciales y de crecimiento.

Creemos que los grandes contratos con instituciones del sector público aportarán estabilidad a los ingresos anuales durante este año y el próximo, entre los que destacan el Transantiago, el Registro Civil y ChileCompra. Respecto al primer caso, desde 2007 Sonda mantiene un contrato por 12 años como operador tecnológico del Administrador Financiero del Transantiago (AFT), encargándose de la integración e implementación de las soluciones tecnológicas para la puesta en marcha del sistema. Este negocio presenta un margen EBITDA cercano a 30% y genera ingresos aproximados por US\$40 millones anuales, que son independientes de la cantidad de transacciones del sistema de pago y que se encuentran indexados a la inflación de cada periodo. De acuerdo a nuestras estimaciones, el valor presente de los flujos esperados provenientes de este proyecto alcanzaría US\$38,7 millones, lo que representa sólo un 3,3% de nuestra valoración o Ch\$27,1 por acción.

OPLA: Mayores eficiencias en Colombia

Gráfico 7: Ingresos y Márgenes OPLA



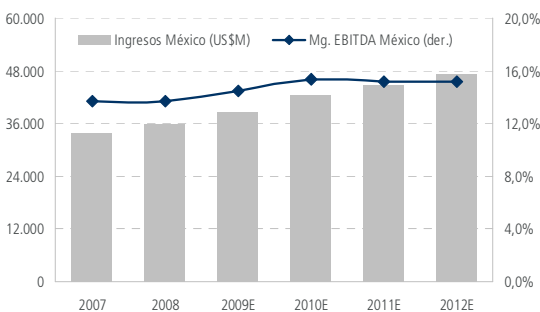
Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Para el resto de países de Latinoamérica donde Sonda tiene operaciones (Argentina, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú y Uruguay), esperamos un crecimiento de 19,9% y 28,1% en el EBITDA en dólares para los años 2009 y 2010, respectivamente (3,9% y 26,7% en pesos chilenos). Este resultado se sustenta en una mejora esperada de 167 y 177 pb en el margen EBITDA de este grupo para los años 2009 y 2010, respectivamente, en donde destaca el desempeño de Colombia. Este país explica cerca del 6% del gasto en TI de Latinoamérica y, tras la adquisición de Red Colombia (a principios de 2008), Sonda se ubicó dentro de los cinco mayores proveedores de Servicios TI en dicho país. Desde entonces, la compañía inició un continuo programa para aumentar las eficiencias y aprovechar las sinergias, lo que ha contribuido a alcanzar márgenes EBITDA superiores a 15%.

En tanto, esperamos que las ventas en dólares de OPLA se mantengan estables durante el año 2009. Por un lado, esperamos un importante aumento en los ingresos en los negocios de Aplicaciones (principalmente en Colombia, Uruguay y Perú) y Plataformas (destacando Costa Rica, Ecuador, Perú y Argentina). Lo anterior sería parcialmente compensado por la debilidad que mostrarían las ventas provenientes de Servicios TI, los que, de manera similar al caso de Brasil, se verán afectados por la postergación de proyectos de integración e implementación de SAP por parte de grandes compañías. Finalmente, estimamos un crecimiento de 11,6% en dólares para los ingresos de OPLA en 2010, siendo impulsado por la recuperación de este último segmento, a lo que se agrega nuestra expectativa de mayores negocios de soporte y *outsourcing*.

México: Crecimiento a pesar de la crisis

Gráfico 8: Ingresos y Márgenes México



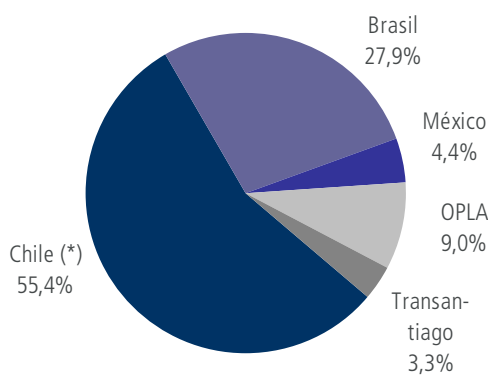
Fuente: Reportes de la compañía, Departamento de Estudios Banchile.

Esperamos que las operaciones de Sonda en México (el segundo mercado de TI en Latinoamérica con cerca del 22% del gasto anual, de acuerdo a la IDC) presenten un crecimiento de 7,2% y 13,5% en el EBITDA en dólares durante los años 2009 y 2010, respectivamente (-7,0% y 12,2% en pesos). Los resultados en dicho país serían beneficiados por un aumento de 6,9% y 7,6% en los ingresos en dólares para los mismos años (-7,3% y 6,5% en pesos). Al respecto, destacamos el buen desempeño esperado para el área de Plataformas, sustentado en las mayores ventas asociadas a software básico a empresas del sector bancario. Asimismo, las ventas de Servicios TI serían impulsadas por cierres de contratos durante el 2S08 superiores a las expectativas originales de la compañía, cuyos plazos de maduración fluctúan entre tres y seis meses. Estos contratos están asociados principalmente a los segmentos de soporte, *outsourcing* y servicios profesionales, y generarán ingresos recurrentes para los próximos tres años aproximadamente.

Respecto al margen EBITDA, éste se vería presionado durante 2009 debido a cambios en la contabilización de las amortizaciones como resultado de la adopción de criterios contables IFRS. A pesar de lo anterior, esperamos márgenes relativamente estables en 2009, mientras que para el año 2010 estimamos un crecimiento de 75 pb en el margen EBITDA. Recordamos que desde este año, Sonda presenta sus estados financieros tanto bajo normas chilenas como IFRS (pro forma) y, de acuerdo a la compañía, el impacto de las nuevas normas de contabilización de las amortizaciones no tendría efectos significativos en otros países.

Valoración

Gráfico 9: Distribución Valoración de Activos



Fuente: Departamento de Estudios Banchile. (*) Excluye Transantiago.

Utilizando una metodología de suma de partes para las operaciones en las distintas áreas geográficas en las que Sonda tiene presencia, valorizadas a través de flujos de caja descontados, hemos obtenido un precio objetivo de Ch\$900 por acción a diciembre de 2010. Desde el nivel actual, el retorno esperado de la acción de Sonda alcanza 23,4%, incluyendo un retorno por dividendos de 3,8%. Nuestro nuevo precio objetivo tiene implícito un múltiplo VE/EBITDA 2010E de 8,6 veces, en línea con el promedio de los últimos dos años de 8,4 veces.

Para el descuento de los flujos denominados en dólares, empleamos un WACC (en dólares) de 10,0% para Chile, 11,5% en Brasil, 11,1% para México y 13,3% en el caso de OPLA (otros países de Latinoamérica). Asimismo, se utilizó una tasa libre de riesgo de 5,0% ajustada por el riesgo país respectivo, un beta de 0,85 veces y un premio por riesgo de 5,5%. Finalmente, se consideró una tasa de crecimiento nominal de 2,5% en la perpetuidad para el caso de Chile y 3,0% para el resto de los países.

Cuadro 2. Tasa de Descuento (en US\$)	Chile	Brasil	México	OPLA
Riesgo País	1,5%	2,9%	2,3%	4,5%
Tasa Libre de Riesgo	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Premio por Riesgo	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta (x)	0,85	0,85	0,85	0,85
Costo Patrimonio	11,2%	12,6%	12,0%	14,2%
Costo Deuda	7,0%	8,4%	7,8%	10,0%
Tasa de Impuestos	17%	35%	33%	30%
Costo Deuda Después de Impuesto	5,8%	5,5%	5,2%	7,0%
Capitalización de Largo Plazo	77%	85%	85%	85%
WACC	10,0%	11,5%	11,0%	13,1%

Fuente: Departamento de Estudios Banchile.

Cuadro 3. Valorización por Suma de Partes

	V. Empresa (US\$ Millones)	EBITDA 2010E (US\$ Millones)	VE/EBITDA 2010E Implícito (x)	Contribución V. Empresa
Chile (*)	692,8	84,6	8,2	58,7%
Brasil	329,1	35,3	9,3	27,9%
México	52,0	5,5	9,5	4,4%
OPLA	105,9	11,6	9,1	9,0%
Total	1.179,8	137,0	8,6	100,0%
Menos: (Deuda Fin. Neta + IM)	-103,1			
Valor Patrimonio Objetivo	1.283			
Número de Acciones (MM)	770			
Precio Objetivo 2010 (US\$/acción)	1,67			
Tipo de Cambio 2010E	540			
Precio Objetivo 2010 (Ch\$/acción)	900			
Precio Actual (Ch\$/acción)	753			
Retorno Potencial	19,5%			
Retorno por Dividendos Esperado	3,8%			
Retorno Total Esperado	23,4%			

Fuente: Departamento de Estudios Banchile. (*) Incluye Transantiago.

Principales Riesgos de Inversión

Cuadro 4. Escenario Macroeconómico Chile

	2007	2008	2009E	2010E
PIB	4,7	3,2	-1,0	3,8
Tipo cambio cierre	496,8	636,5	545,0	540,0
Demanda interna	7,8	7,4	-5,1	4,8
Consumo	7,1	4,2	-0,6	3,8
IPC	7,8	7,1	-0,6	2,0
TPM cierre (%)	6,00	8,25	0,50	2,50
Tasa desempleo (%)	7,1	8,0	10,5	9,5
Salarios reales	3,5	1,7	4,5	3,0
PIB per capita (US\$)	9.875	10.396	9.306	10.182

Fuente: Informe Mensual de Economía Departamento de Estudios Banchile. Variación porcentual año a año, excepto TPM, tasa de desempleo y PIB per cápita.

Cuadro 5. Escenario Macroeconómico Brasil

	2007	2008	2009E	2010E
PIB	5,7	5,1	-0,6	3,6
Tipo cambio cierre	1,78	2,31	1,90	2,00
Consumo	5,9	5,4	1,4	3,9
IPC	4,5	5,9	4,3	4,3
Tasa desempleo (%)	7,4	6,8	9,1	8,7

Fuente: Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile. Variación porcentual año a año.

Cuadro 6. Escenario Macroeconómico México

	2007	2008	2009E	2010E
PIB	3,3	1,3	-6,4	2,7
Tipo cambio cierre	10,91	13,70	13,50	13,00
Consumo	3,6	1,4	-5,1	2,5
IPC	3,8	6,5	4,3	3,7
Tasa desempleo (%)	3,4	4,3	5,5	5,4

Fuente: Consensus Forecast, Departamento de Estudios Banchile. Variación porcentual año a año.

Dada la importancia de las operaciones extranjeras sobre los resultados de Sonda, fluctuaciones no anticipadas en los tipos de cambio afectarían nuestra valoración de la compañía. En particular, un 37,2% del EBITDA esperado para el año 2010 proviene de operaciones en el exterior. Considerando lo anterior, una evolución del tipo de cambio distinta a la incorporada en nuestro escenario base podría afectar nuestras estimaciones de resultados para la compañía. Puntualmente, esperamos una apreciación de 5,9% y 0,9% del peso chileno respecto al real brasileño y el dólar durante el año 2010, respectivamente.

Un aumento de la competencia podría afectar los márgenes estimados para la compañía. Sonda se define como una empresa regional con presencia local, compitiendo directamente con las compañías locales, mientras que con las empresas multinacionales compite por proyectos de alta complejidad. Si bien a nivel local mantiene una sólida posición en relación a otras compañías, el eventual ingreso de operadores internacionales podría afectar nuestra valoración de la compañía. En el caso de sus operaciones en el exterior, Sonda no presenta el mismo posicionamiento en relación a Chile, por lo que se encontraría más expuesta ante una eventual intensificación de la competencia. Sin embargo, el importante nivel de nuevos contratos cerrados le garantiza ingresos recurrentes durante los próximos años.

Riesgos asociados a proyectos nuevos o ya adjudicados podrían afectar el precio de la acción. La compañía está enfocada principalmente en grandes proyectos en el sector público (tales como Transantiago, Registro Civil y ChileCompra), cuyos montos involucrados son mayores en relación a los correspondientes a los del sector privado y los plazos de los contratos tienden a ser más prolongados. Así, Sonda está expuesta a riesgos políticos y cambios en las condiciones de los contratos que podrían afectar su imagen pública, con el consiguiente efecto en el precio de la acción.

En el caso del Transantiago, si bien Sonda mantiene una relación contractual con el AFT y no con el Ministerio de Transportes, no podemos descartar eventuales cobros de boletas de garantía que deban ser asumidos total o parcialmente por la compañía.

Asimismo, Sonda mantiene un contrato de *outsourcing* con el Registro Civil desde el año 2000 que considera el desarrollo y la integración de la tecnología necesaria para la fabricación de cédulas de identidad y pasaportes. Este contrato tenía originalmente una duración de ocho años, pero por solicitud del Registro Civil se extenderá hasta octubre de 2010. En junio de 2009, Sonda participó en la licitación para renovar el contrato por ocho años adicionales a partir de 2011, cuyo resultado se conocería a fin de año. Si bien no hemos incorporado los ingresos asociados a la renovación de este contrato, una eventual adjudicación a otra compañía podría agregar volatilidad en el precio de la acción de Sonda.

Finalmente, los proyectos actualmente en curso también están expuestos a cambios en los contratos, modificaciones en los presupuestos originalmente asignados y/o las condiciones tecnológicas previamente acordadas, como es el caso del sistema de control de flota del Transantiago.

Resumen Financiero

Estado de Resultados (Ch\$ millones)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
Ingresos de Explotación	417.773	100,0%	390.456	100,0%	427.373	100,0%	431.057	100,0%
Costos de Explotación	-325.719	-78,0%	-307.818	-78,8%	-333.871	-78,1%	-335.429	-77,8%
Margen de Explotación	92.054	22,0%	82.638	21,2%	93.502	21,9%	95.628	22,2%
Gastos Administración y Ventas	-42.064	-10,1%	-33.697	-8,6%	-36.532	-8,5%	-37.107	-8,6%
RESULTADO OPERACIONAL	49.990	12,0%	48.941	12,5%	56.970	13,3%	58.521	13,6%
Depreciación	-15.077	-3,6%	-13.181	-3,4%	-15.206	-3,6%	-17.624	-4,1%
EBITDA	71.739	17,2%	68.246	17,5%	77.733	18,2%	81.735	19,0%
Ingresos Financieros	5.554	1,3%	3.871	1,0%	4.274	1,0%	4.354	1,0%
Ut. (Pérd.) Inver. Emp. Relacionadas	461	0,1%	-517	-0,1%	-506	-0,1%	-481	-0,1%
Otros Ing/Eg fuera de Expl.	-5.256	-1,3%	-2.329	-0,6%	-2.511	-0,6%	-1.152	-0,3%
Amort. Menor Valor de Inversiones	-5.081	-1,2%	-4.319	-1,1%	-3.777	-0,9%	-3.701	-0,9%
Gastos Financieros	-3.586	-0,9%	-2.856	-0,7%	-2.049	-0,5%	-1.859	-0,4%
Correc. Monetaria y Dif. Cambio	-9.756	-2,3%	-2.513	-0,6%	-1.524	-0,4%	-1.725	-0,4%
Resultado antes del Impuesto	32.327	7,7%	40.278	10,3%	50.876	11,9%	53.957	12,5%
Impuesto a la Renta	-7.046	-1,7%	-7.028	-1,8%	-8.649	-2,0%	-9.173	-2,1%
Utilidad (Pérdida) Consolidada	25.280	6,1%	33.251	8,5%	42.227	9,9%	44.784	10,4%
Items Extraordinarios	51	0,0%	32	0,0%	32	0,0%	32	0,0%
Interés Minoritario	-1.679	-0,4%	-1.334	-0,3%	-1.382	-0,3%	-1.382	-0,3%
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	23.652	5,7%	31.948	8,2%	40.877	9,6%	43.434	10,1%
Balance General (Ch\$ millones)	2008	%	2009E	%	2010E	%	2011E	%
TOTAL ACTIVOS	371.896	100,0%	371.222	100,0%	403.319	100,0%	426.331	100,0%
Caja y Equivalente	47.767	12,8%	53.262	14,3%	67.495	16,7%	84.800	19,9%
Cuentas por Cobrar	106.680	28,7%	112.883	30,4%	123.802	30,7%	125.937	29,5%
Existencias (Neto)	13.135	3,5%	12.712	3,4%	14.168	3,5%	14.412	3,4%
Otros Activos Circulantes	11.795	3,2%	15.138	4,1%	15.138	3,8%	15.138	3,6%
Total Activos Circulantes	179.377	48,2%	193.995	52,3%	220.604	54,7%	240.288	56,4%
Total Activos Fijos	60.262	16,2%	63.947	17,2%	73.181	18,1%	80.178	18,8%
Total Otros Activos	132.256	35,6%	113.280	30,5%	109.534	27,2%	105.865	24,8%
Total Activos de Largo Plazo	192.518	51,8%	177.226	47,7%	182.716	45,3%	186.043	43,6%
TOTAL PASIVOS	95.913	25,8%	95.334	25,7%	72.240	17,9%	72.255	16,9%
Total Pasivos Circulantes	74.973	20,2%	78.873	21,2%	55.706	13,8%	55.710	13,1%
Deuda Financiera CP	19.744	5,3%	26.094	7,0%	2.937	0,7%	2.848	0,7%
Cuentas por Pagar	24.716	6,6%	21.517	5,8%	21.507	5,3%	21.600	5,1%
Otros Pasivos Circulantes	30.513	8,2%	31.262	8,4%	31.262	7,8%	31.262	7,3%
Deuda Financiera LP	13.592	3,7%	10.582	2,9%	10.654	2,6%	10.666	2,5%
Cuentas por Pagar LP	7.349	2,0%	5.879	1,6%	5.879	1,5%	5.879	1,4%
TOTAL PATRIMONIO	272.146	73,2%	272.760	73,5%	327.952	81,3%	350.948	82,3%
INTERÉS MINORITARIO	3.836	1,0%	3.128	0,8%	3.128	0,8%	3.128	0,7%
Flujo de Caja (Ch\$ millones)	2008		2009E		2010E		2011E	
UTILIDAD (PERD.) DEL EJERCICIO	23.652		31.948		40.877		43.434	
Depreciación	15.077		13.181		15.206		17.624	
Cambio en Capital del Trabajo	-31.317		-8.978		-12.385		-2.286	
Otros Items no Caja	14.836		6.832		5.301		5.426	
Flujo por Act. de la Operación	22.249		42.982		48.999		64.198	
Capex	-15.863		-19.970		-24.441		-24.620	
FLUJO DE CAJA	6.386		23.012		24.558		39.577	

Fuente: Departamento de Estudios Banchile. Las cifras del presente informe se encuentran expresadas en pesos chilenos a junio de 2009, a menos que se indique lo contrario.

Información Importante

a) El Departamento de Estudios es independiente de la División de Banca de Inversión del Banco de Chile y de Banchile Inversiones Asesorías Financieras, así como de cualquier unidad de negocios de Banchile Inversiones y del Banco de Chile. Lo anterior significa que el Departamento de Estudios no tiene vínculos de subordinación ni dependencia con las áreas antes indicadas, por lo que sus opiniones no están influenciadas por otras áreas del Banco de Chile y Banchile Inversiones.

b) A la fecha de publicación de este informe, 27 de agosto de 2009, previo a la apertura de los mercados, la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa posee un 0,006% de las acciones de Sonda. Dicha posición puede tener, total o parcialmente, el carácter de trading y/o de inversión de mediano o largo plazo. Asimismo, la Corredora no puede comprar o vender títulos de esta empresa para la cartera propia de Banchile hasta 24 horas luego de emitido este estudio, con excepción que Banchile actúe como Market Maker a petición expresa de clientes de esta corredora.

c) Banchile Corredores de Bolsa puede realizar transacciones de compra y venta y mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos financieros mencionados en este informe, las que pueden ser contrarias a la (s) recomendación (ones) aquí contenidas.

Por otra parte, en los últimos 12 meses, la División Banca de Inversión del Banco de Chile no ha suscrito un contrato de asesoría con Sonda.

d) Los analistas responsables de la preparación y redacción de este documento certifican que los contenidos de este estudio reflejan fielmente su visión personal acerca de las(s) empresa(s) mencionada(s). Los analistas además certifican que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en algún estudio ni al resultado de la gestión de la cartera propia de Banchile Corredores de Bolsa ni a las actividades desarrolladas por la División Banca de Inversión del Banco de Chile. Asimismo, estas dos áreas de la empresa (Cartera Propia y División de Banca de Inversión del Banco) no evalúan el desempeño del Departamento de Estudios.

e) El Analista del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías que estén bajo su cobertura de análisis. En tanto, el Gerente de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa no puede adquirir acciones ni instrumentos de deuda emitidos por compañías chilenas que coticen sus títulos en bolsa.

f) El instructivo de carácter interno denominado "Normas para Transacciones de Valores y de Moneda Extranjera de los Empleados de Banchile" tiene como objeto regular todas aquellas transacciones de valores y de moneda extranjera que realice un "empleado de Banchile" de tal forma de evitar conflictos de intereses. En particular, respecto de las transacciones de acciones, y entre otras disposiciones, un "empleado de Banchile" no puede vender los "valores" en un plazo inferior a 180 días contados desde la respectiva fecha que los adquirió, en tanto toda orden para compra/venta de acciones u opciones en el mercado nacional debe ser enviada al agente atención de "empleados de Banchile" con siete días de anticipación a la fecha que el empleado desee que se realice la transacción. Todo "empleado de Banchile" sólo puede adquirir acciones de compañías que componen el índice IPSA, limitación que rige también para los Analistas del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

g) Este informe ha sido elaborado con el propósito de entregar información que contribuya al proceso de evaluación de alternativas de inversión. Entendiendo que la visión entregada en este informe no debe ser la única base para la toma de una apropiada decisión de inversión y que cada inversionista debe hacer su propia evaluación en función de su tolerancia al riesgo, estrategia de inversión, situación impositiva, entre otras consideraciones, Banchile Corredores de Bolsa ni ninguno de sus empleados es responsable del resultado de cualquier operación financiera.

h) Este informe no es una solicitud ni una oferta para comprar o vender ninguno de los instrumentos financieros a los que se hace referencia en él.

i) Aunque los antecedentes sobre los cuales ha sido elaborado este informe fueron obtenidos de fuentes que nos parecen confiables, no podemos garantizar que éstos sean exactos ni completos.

j) Cualquier opinión, expresión, estimación y/o recomendación contenida en este informe constituyen nuestro juicio o visión a su fecha de publicación y pueden ser modificadas sin previo aviso. La frecuencia de los informes, si la hubiere, queda a discreción del Departamento de Estudios de Banchile Corredores de Bolsa.

k) Se prohíbe la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización expresa previa por parte de Banchile Corredores de Bolsa.