



**VALORACIÓN DE
BANCO SANTANDER CHILE**

**Mediante Método de Flujo de Caja Descontado de
los Accionistas**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGISTER EN FINANZAS**

**Alumno: Felipe Yáñez Astudillo
Profesor Guía: Máximo Errázuriz de Solminihac**

Santiago, enero 2024

Dedicatoria

La obtención de mi magíster, se la dedico a mi familia y seres queridos, que de una u otra forma me han acompañado en este camino, y en especial a mi hijo José Tomás, quien ha sido el principal motor de mis logros y la fuente de mi mayor alegría.

Agradecimientos

Quiero agradecer a todas las personas que me apoyaron, enseñaron y guiaron en este proceso y en especial, a toda mi familia por mantener ese mismo apoyo, por su aliento y comprensión durante este periodo, que sin duda fueron indispensables y me dieron la fuerza y alimentaron mi perseverancia, para culminar de forma exitosa mis estudios.

Por otro lado, también agradezco a mi profesor Máximo Errázuriz, por su apoyo y orientación, que fueron fundamentales para el desarrollo y término del presente trabajo.

Por último, agradezco a todos quienes contribuyeron y posibilitaron a que yo pudiera realizar y finalizar este magíster, desde mi lugar de trabajo, junto a mis compañeros y amigos en él, así como también a las amistades y compañeros de estudio que obtuve a lo largo de este viaje de conocimientos, aprendizaje y crecimiento profesional y personal.

Tabla de contenido

Tabla de contenido	4
Índice de tablas	7
Resumen Ejecutivo.....	9
1. Introducción.....	12
1.1 Alcances.....	12
1.2 Metodología.....	12
1.2.1 Principales métodos de valoración	12
1.2.2 Modelo de descuento de dividendos.....	13
1.2.3 Método de flujos de caja descontados.....	14
1.2.4 Método de múltiplos	16
1.2.4.1 Múltiplos de ganancias	16
1.2.4.2 Múltiplos de valor libro.....	17
1.2.4.3 Múltiplos de ventas.....	17
1.2.5 Método de flujos de caja descontado de los accionistas.....	18
1.2.6 Determinación de la tasa de descuento según flujo de caja	19
2. Descripción de la empresa e Industria	20
2.1 Historia de la empresa.....	20
2.2 Modelo de negocios	21
2.3 Áreas de negocio.....	23
2.3.1 Banca Comercial:	23
2.3.2 Empresas e Instituciones (BEI):.....	23
2.3.3 Corporate Investment Banking:	23
2.4 Estructura accionaria	24
2.5 Ficha de la empresa	25
2.6 Cifras relevantes.....	25
2.7 Análisis de la industria	25
2.8 Empresas comparables	28
2.8.1 Banco de Chile	28
2.8.2 Banco de Crédito e Inversiones (BCI).....	29
2.8.3 Banco Itaú- Chile	30
2.8.4 Principales variables de la industria:.....	31
3. Descripción del Financiamiento de la Empresa	32
3.1 Balance Consolidado.....	32

3.2	Deuda Financiera	33
3.2.1	Derivados Financieros	34
3.2.2	Instrumentos de deuda Emitidos	34
3.2.3	Obligaciones con Bancos	35
4.	Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	37
5.	Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa.....	39
5.1	Estimación del Beta Patrimonial	39
5.2	Costo de la deuda	40
5.3	Beta de la deuda	40
5.4	Beta Patrimonial sin deuda.....	41
5.5	Beta patrimonial con deuda	41
5.6	Costo patrimonial (CAPM)	42
5.7	Costo de capital promedio ponderado (WACC)	42
6.	Análisis Operacional del Negocio e Industria	43
6.1	Proyección de crecimiento de la industria bancaria	43
6.1.1	Participación de mercado	43
6.1.2	Análisis del PIB y Colocaciones.....	43
6.2	Proyección de colocaciones	47
6.3	Proyección de Ingresos Operacionales.....	47
6.3.1	Proyección de Ingresos y Gastos por Intereses y Reajustes:	47
6.3.2	Proyección de Ingresos por Comisiones y Servicios y Otros Ingresos Operacionales	49
6.3.3	Proyección de Ingresos Operacionales Totales.....	49
7.	Proyección de Estados Financieros.....	51
7.1	Proyección del Estado de Resultado	51
7.2	Proyección del Balance	52
7.2.1	Proyección de las provisiones por riesgo de crédito	55
7.2.1.1	Metodología de proyección.....	55
7.2.1.2	Variables de proyección utilizadas.....	55
7.2.1.3	Cálculo de Elasticidades.....	56
7.2.1.4	Aplicación de las elasticidades en la proyección de provisiones por riesgo de crédito.....	58
7.2.1.5	Impacto en el Estado de Resultados:	58
7.3	Razones financieras Banco Santander y la Industria	59
7.4	Razones financieras proyectadas de Banco Santander Chile.....	60

8.	Proyección Flujos de Caja de los Accionistas	61
8.1	Definiciones	61
8.2	Requerimientos de capital regulatorio.....	61
9.	Valoración por flujo de caja descontado de los accionistas.....	63
10.	Valoración por Múltiplos	64
11.	Valoración por Dividendos Descontados	65
12.	Estimación de precios de los Analistas	66
13.	Análisis de Sensibilidad.....	67
13.1	Análisis de Sensibilidad Del Flujo de Caja de los Accionistas.....	67
13.1.1	Sensibilidad de la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	67
13.1.2	Sensibilidad de la Tasa de Crecimiento de las colocaciones	69
13.2	Análisis de Sensibilidad De Dividendos Descontados.....	70
14.	Conclusiones	71
14.1	Flujo de Caja de los Accionistas (FCA):.....	71
14.2	Múltiplos:	71
14.3	Dividendos Descontados:	72
14.4	Estimación de los Analistas:	73
15.	Bibliografía	74
16.	Anexos.....	76
16.1	Cálculo del Patrimonio Efectivo	76
16.2	Estructura de capital objetivo.....	77
16.3	Beta Patrimonial	77
16.4	Costo de la Deuda.....	77
16.5	Beta de la deuda	78
16.6	Beta Patrimonial sin deuda.....	78
16.7	Beta Patrimonial con deuda.....	78
16.8	Costo Patrimonial	78
16.9	Costo promedio ponderado	78
16.10	Proyección de la Industria	78
16.11	Proyección de las Colocaciones Banco Santander Chile	79
16.12	Proyección del Flujo de Caja de los Accionistas	79
16.13	Valoración mediante el método de Flujo de Caja de los Accionistas	79
16.14	Valoración mediante el método de Múltiplos Comparables	79

Índice de tablas

Tabla 1: Ficha de la Empresa	25
Tabla 2: Cifras relevantes	25
Tabla 3: Ficha Banco de Chile	28
Tabla 4: Ficha Banco de Crédito e Inversiones (BCI)	29
Tabla 5: Ficha Banco Itaú	30
Tabla 6: Principales variables comparativas	31
Tabla 7: Balance consolidado	32
Tabla 8: Deuda Financiera.....	33
Tabla 9: Composición de los derivados financieros de Banco Santander Chile	34
Tabla 10: Composición de los instrumentos de deuda emitidos.....	34
Tabla 11: Composición de los bonos corrientes por divisa al cierre de marzo 2023.....	35
Tabla 12: Composición de las obligaciones con bancos al cierre de marzo 2023.	35
Tabla 13: Madurez obligaciones con el BCCh a marzo de 2023	36
Tabla 14: Madurez obligaciones con bancos del país a marzo de 2023	36
Tabla 15: Madurez obligaciones con bancos del exterior a marzo de 2023	37
Tabla 16: Patrimonio Económico	37
Tabla 17: Valor Económico	37
Tabla 18: Razones financieras: Estructura de Capital objetivo.....	38
Tabla 19: Estructura de Capital objetivo	38
Tabla 20: Resultados de la estimación del beta de la acción de Banco Santander Chile	39
Tabla 21: Detalle de bono representativo Banco Santander	40
Tabla 22: Market Share Sistema Bancario.....	43
Tabla 23: Variación del PIB y Colocaciones.....	44
Tabla 24: Resultados regresión lineal PIB/ Colocaciones	46
Tabla 25: Proyección de colocaciones respecto a la estimación del PIB.	46
Tabla 26: Proyección de colocaciones.....	47
Tabla 27: Ingresos, Gastos y Tasas de colocación histórica por intereses y reajustes	48
Tabla 28: Tasas de colocación e ingresos y gastos por intereses proyectados	48
Tabla 29: Proporción histórica de los Ingresos por Comisiones y Otros Ingresos, respecto de los Ingresos por Intereses y Reajustes.....	49
Tabla 30: Proyección Ingresos Netos por Comisiones y Otros Ingresos Operacionales	49
Tabla 31: Proyección detallada de Ingresos Operacionales de Banco Santander Chile	50
Tabla 32: Composición y estructura del EERR de Banco Santander Chile. Elaboración propia	51
Tabla 33: Estado de Resultados proyectado.....	52
Tabla 34: Composición y estructura histórica del Balance	53
Tabla 35: Proyección del Balance.....	54
Tabla 36: Variables utilizadas para el cálculo de elasticidades de provisiones por tipo de cartera	55
Tabla 37: Evolución del PIB y Stock de Provisiones de colocaciones Comerciales y Cálculo de Elasticidad	56

Tabla 38: Evolución del precio de la vivienda y el Stock de Provisiones de colocaciones de Vivienda y Cálculo de Elasticidad.	56
Tabla 39: Evolución del PIB y el Stock de Provisiones de colocaciones de Consumo y Cálculo de Elasticidad.....	56
Tabla 40: Variación del stock de provisiones respecto a la evolución de su variable principal.	58
Tabla 41: Estimación de provisiones por tipo de colocación	58
Tabla 42: Evolución de la tasa de provisión estimada.....	59
Tabla 43: Comparativa razones financieras entre Banco Santander y la Industria.....	59
Tabla 44: Proyección de razones financieras y ratios regulatorios de Banco Santander Chile	60
Tabla 45: Adecuación de Capital de Banco Santander	62
Tabla 46: Ratio CET1(%) regulatorio proyectado.....	62
Tabla 47: Resultado valoración económica por flujo de caja.....	63
Tabla 48: Cifras principales actores de la Industria	64
Tabla 49: Múltiplos comparables	64
Tabla 50: Estimación del valor de la acción por método de dividendos descontados...	65
Tabla 51: Estimación precios de Analistas.....	66
Tabla 52: Análisis de Sensibilidad FCP	68
Tabla 53: Análisis de Sensibilidad FCP	69
Tabla 54: Análisis de Sensibilidad DDM	70
Tabla 55: Resumen valoración Banco Santander	73

Resumen Ejecutivo

A través del presente informe, se presentarán los resultados derivados de la valoración económica de Banco Santander Chile con fecha del 31 de marzo de 2023, empleando los métodos de Flujo de Caja de los Accionistas (FCA), el método de comparación basado en Múltiplos, método de Dividendos Descontados y el análisis de Analistas especializados en la industria.

Debido a las características únicas que definen a las compañías que operan en el ámbito financiero, especialmente en el sector bancario, su valoración se requiere llevar a cabo utilizando las metodologías mencionadas previamente. Además, para determinar la tasa de descuento, se empleará la tasa de costo de capital K_p , la cual se calcula a través del Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). En consecuencia, en este contexto, no se empleará la tasa de descuento WACC (Weighted Average Cost of Capital) ni tampoco se utilizará el método de Flujo de Caja libre, pues, ese método, no permite valorizar instituciones financieras, en cambio, de los métodos mencionados anteriormente, el método de Flujo de Caja Descontado de los Accionistas es el que, con mayor aproximación, valoriza los Bancos de forma más fidedigna.

El FCA se generó a partir de la información contenida en los Estados Financieros públicos de Banco Santander Chile, abarcando el período desde el 31 de diciembre de 2017 hasta el 31 de marzo de 2023. Esta construcción se llevó a cabo en conjunción con un análisis de indicadores macroeconómicos y del sector bancario, como lo son el PIB, las colocaciones bancarias, la participación de mercado y los valores de la UF para cada periodo. Esto, permitió proyectar las colocaciones del sistema bancario, en función de la elasticidad entre el PIB y las colocaciones históricas, donde al determinar previamente la tasa de rentabilidad histórica promedio, permitió posteriormente determinar los ingresos operativos de la empresa. Luego de completar los pasos anteriormente mencionados, se elaboró el Flujo de caja de los accionistas, tomando en cuenta las utilidades proyectadas y los incrementos de capital proyectados en cada período, de acuerdo con la estimación de los requerimientos de este último.

Para calcular la tasa de descuento utilizando el modelo CAPM, se empleó una tasa libre de riesgo del 1,9%, la cual se extrajo del Bono BCU-30, correspondiente a un bono bullet

emitido por el Banco Central de Chile a 30 años, considerando, además, el rendimiento promedio de los últimos 30 días de este bono. Además, se utilizó un premio por riesgo de mercado (PRM) del 7,2% calculado con los retornos diarios de los últimos cinco años (Damodaran presentó un PRM de 7,4% para el mismo periodo). En relación al beta patrimonial, se determinó utilizando el enfoque de mercado, basándose en cinco años de datos de retornos diarios, con un nivel de significancia del 1%, resultados que se traducen en una relevancia estadística sólida. Con todos estos elementos y cálculos realizados, se logró establecer una tasa de descuento (K_p) del 8,7%.

De esta forma, al 31 de marzo 2023, se obtuvo por medio del método de Flujo de Caja de los Accionistas del Banco Santander un valor estimado de cada acción equivalente a CLP 38.1, ubicándose un 8% por sobre el precio real a esa fecha de CLP 35.2.

Por otro lado, para el resultado obtenido por medio del método de Múltiplos (P/B), se obtuvo un valor estimado de la acción equivalente a CLP 33.9, precio 3.8% por debajo del precio real a esa fecha de CLP 35.2. Para la utilización de este método se utilizaron los otros dos bancos más representativos de la industria y con estructura financiera similar a la de Banco Santander Chile, los cuales fueron el Banco de Chile y el Banco de Crédito e Inversiones (BCI), utilizando para ello el ratio Bolsa/Libro, el cual compara el precio de mercado de una acción, con el valor contable de la firma y, en el sector bancario, este indicador es el más relevante porque los activos y pasivos del balance son fundamentales para la actividad de esta industria. Se destaca que, a pesar de que la diferencia del valor estimado respecto al precio de la acción real al cierre de marzo-23 fue baja, este método no se considera adecuado para valorizar cuando existen intervalos de tiempo de inestabilidad económica, tal como se presentó en los últimos periodos.

El tercer método utilizado, fue el de Dividendos Descontados, donde se obtuvo un valor estimado de CLP 35.1, ubicándose un 0.4% por debajo del precio real de la acción de Banco Santander para la misma fecha, lo que demuestra ser un método efectivo a la hora de valorizar instituciones financieras. Es relevante mencionar que este método se centra específicamente en el retorno de los dividendos o flujo de efectivo para los accionistas, el cual, en una institución bancaria como Banco Santander Chile, con políticas de dividendos establecidas y conocidas, que son relativamente estables y a futuro se espera que no tengan grandes variaciones, posibilitan una estimación más

certera para medir el valor que los inversionistas obtienen directamente de sus inversiones en acciones del banco, aunque es relevante mencionar que presenta una alta sensibilidad a esta tasa de reparto, la que se puede ver afectada ante un contexto de crisis, siendo relevante la utilización de supuestos coherentes en su proyección.

Por último, la estimación realizada por los analistas del mercado, considerando cinco estimaciones, promediaron un cálculo del valor estimado de CLP 40.3, es decir, un 14.5% por sobre el precio real de la acción de Banco Santander Chile al 31 de marzo 2023, resultado que siguió una tendencia similar a lo obtenido mediante el método de flujo de caja de los accionistas.

Con el resultado anterior, preliminarmente se puede decir que el valor estimado de Banco Santander Chile al cierre de marzo 2023 está en línea con el precio real de la acción a la misma fecha, donde de acuerdo a las distintas metodologías utilizadas, se obtuvo un valor estimado levemente inferior (Múltiplos), otro prácticamente en línea (DDM), y un tercero que se ubicó por sobre el precio real de la acción transada (FCA), donde con este último, al considerarse el método de Flujo de Caja de los Accionistas como la metodología más robusta y certera de valoración, se puede establecer que el precio real de la acción de Banco Santander Chile, al 31 de marzo 2023, está levemente por debajo del valor estimado de la acción, y, en consecuencia, parece haber una oportunidad atractiva de inversión en acciones de Banco Santander Chile, donde se podría obtener hasta un 8% de retorno de la misma.

Resumen valoración Banco Santander Chile	Unidad	Valor
Precio acción al 31 de marzo 2023	CLP	35.2
Valor acción por Flujo de Caja de los Accionistas	CLP	38.1
Valor acción por método de Múltiplos	CLP	33.9
Valor acción por método Dividendos Descontados	CLP	35.1
Valor acción medidos por Analistas	CLP	40.3

1. Introducción

1.1 Alcances

En la presente tesis se valorizará por medio de distintas metodologías, siendo la principal el FCA, las que serán explicadas en los puntos siguientes, al Banco Santander Chile al 31 de marzo de 2023.

Para poder realizar esta valoración, se procedió a analizar y estudiar, tanto a la empresa Banco Santander Chile, como a la industria bancaria chilena, detallando, además, todos los pasos necesarios para la construcción de este modelo, para luego, con los resultados conseguidos, poder examinar y compararlo contra el patrimonio bursátil de la compañía y obtener finalmente el precio estimado de la acción.

1.2 Metodología

1.2.1 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) 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 y utilizados en la práctica se encuentran el modelo de flujos de caja descontados, múltiplos o comparables y descuento de dividendos (Bancel y Mittoo, 2014; Pinto *et al.*, 2019). En este trabajo se utiliza el modelo de flujos de caja descontados y múltiplos comparables.

1.2.2 Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras.

Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{\text{DPA}}{K_p}$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K_p = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante g , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \frac{\text{DPA}_1}{(K_p - g)}$$

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.

1.2.3 Método de flujos de caja descontados

El caso del método de Flujo 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.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al 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 Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado.

Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.

En un 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, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

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.

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 "WACC" (costo de capital promedio ponderado en 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.

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).

Al aplicar 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.

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.

1.2.4 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.

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.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los 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, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:

1.2.4.1 Múltiplos de ganancias

- Price to Earnings Ratio (PER) = $\frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Utilidad por acción}}$
- Enterprise Value to EBIT (EV / EBIT) = $\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{EBIT}}$
- Enterprise Value to EBITDA (EV / EBITDA) = $\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{EBITDA}}$

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.

1.2.4.2 Múltiplos de valor libro

- Price to Book Value (PBV) = $\frac{\text{Patrimonio económico}}{\text{Valor libro del patrimonio}}$
- Value to Book Ratio (VBR) = $\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Valor libro de los activos}}$

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.

1.2.4.3 Múltiplos de ventas

- Price to Sales Ratio (PS) = $\frac{\text{Patrimonio económico}}{\text{Ventas por acción}}$
- Enterprise Value to Sales (EVS) = $\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}}$

Donde: “Patrimonio económico” es el precio de la acción por el número de acciones en circulación, “Ventas por acción” son las ventas divididas 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).

1.2.5 Método de flujos de caja descontado de los accionistas

Este método se realiza mediante el cálculo del flujo de caja generado por la empresa, posterior a cumplir con todos los gastos, obligaciones previamente establecidas y necesidades de reinversión. Es decir, es todo el excedente disponible posterior a los aumentos o retención de capital, siendo este, el flujo de caja de los accionistas, es decir:

Flujo de caja de los accionistas (FCA) = Utilidad – aumentos de capital

Dicho eso, el valor de mercado de la empresa se obtendrá descontando el flujo de caja de los accionistas a la tasa de rentabilidad exigida por los mismos (K_p):

$$\text{Valor de la empresa} = \frac{FCA_1}{(1 + K_p)^1} + \frac{FCA_2}{(1 + K_p)^2} + \frac{FCA_3}{(1 + K_p)^3} + \dots + \frac{FCA_n + VT_n}{(1 + K_p)^n}$$

Donde:

FCA: Es el flujo de caja de los accionistas generados en el periodo

VT: Valor terminal de la empresa en el año n

K_p : Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos, estimada mediante CAPM

En cuanto al valor terminal, este se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo, no obstante, de manera de simplificar el cálculo y para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n , se utiliza una tasa de crecimiento constante de los flujos (g), por lo que el valor terminal se determina de la siguiente forma:

$$\text{Valor Terminal (VT)}_n = \frac{FCA_n * (1 + g)}{(k - g)}$$

Finalmente, el valor de la acción se determinará cómo:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Número de acciones}}$$

1.2.6 Determinación de la tasa de descuento según flujo de caja

De manera de realizar una correcta estimación de la tasa de descuento, es importante conocer el origen de los flujos de caja generados, cómo se muestra en la siguiente tabla:

Tipo de flujo	Tasa de Descuento
Flujo de Caja de los Accionistas	Kp: Rentabilidad exigida para los Accionistas
Flujo de Caja de la Deuda	Kd: Rentabilidad exigida a la Deuda
Flujo de Caja Libre	WACC: Costo promedio ponderado de los recursos

2. Descripción de la empresa e Industria

2.1 Historia de la empresa

Banco Santander Chile pertenece a uno de los mayores grupos financieros del mundo. El banco fue fundado el 23 de octubre de 1978 en Santiago de Chile, con la adquisición del Banco Español-Chile, donde se encuentra su sede.

En 1993 adquiere Fincard, en ese entonces la mayor procesadora de tarjetas de crédito del país. En 1995 adquiere la Financiera Fusa, la que se termina fusionando con Fincard, naciendo así Banefe, la división de créditos de consumo del banco, con enfoque en los sectores medios. En 1997, el banco lanzó su filial Santander Investment, especializada en servicios de banca de inversión y corretaje. En 2002, Banco Santander Chile se convirtió en una subsidiaria indirecta del Grupo Santander, por medio de la adquisición de Santander Central Hispano, quien pasó a controlar el 78,95% de los títulos. Esta asociación ha permitido al banco acceder a una amplia gama de recursos y conocimientos, fortaleciendo su posición en el mercado. Gracias al crecimiento que había experimentado, en 2008, Banco Santander Chile tenía más de 500 sucursales y cerca de 3.000.000 de clientes.

En 2016 inauguran su primera sucursal Work Café, nuevo formato de atención de clientes que eliminó las tradicionales cajas, cambiándolas por espacios abiertos, salas de reuniones y acceso gratuito a wifi. En 2017 cierran la división Banefe, pasando los clientes a ser parte de la cartera de Banco Santander Chile.

En 2019, el banco lanzó su aplicación de pago móvil llamada “Superdigital”, permitiendo el pago y cobro en pesos chilenos entre los usuarios, y a la vez, les permitía mantener una tarjeta prepago virtual. El año 2021, anunció la incorporación al mercado de pagos a través de “Getnet”, filial del banco, por medio de terminales de venta (POS), cuyo mercado era controlado, hasta ese momento, por solo 3 compañías, Transbank, Multicaja y Red Global.

Hoy en día, el Banco Santander-Chile es uno de los principales actores en el sistema bancario chileno. Cuenta con una extensa red de sucursales, una sólida base de clientes y una amplia oferta de productos y servicios financieros. Continúa siendo reconocido por su solidez, confiabilidad y contribución al desarrollo económico de Chile.

2.2 Modelo de negocios

El Banco Santander Chile tiene su visión enfocada en ser la mejor plataforma digital y abierta de servicios financieros, y su estrategia es crear valor a todos sus grupos de interés, con un equipo comprometido y con talento, generando lealtad de los clientes, lo que los conduce a resultados sólidos financieros para sus accionistas.

Su modelo de negocio está centrado en el cliente que le permite cumplir con su misión de contribuir al progreso de las personas y las empresas.

Este modelo corporativo de asienta sobre seis pilares:

1. Parte del Grupo Santander: Banco Santander Chile es parte del Grupo Santander, su principal accionista con el 67,18% de la propiedad. Es una de las acciones más transadas del país, representa el 4,5% de los activos del Grupo y el 7,0% de la utilidad consolidada. Es una filial autónoma en financiamiento, capital y liquidez, y que responde a una gestión local, lo que la protege de los problemas generados por crisis externas. Se rige por un marco regulatorio robusto que fija estrictos límites a las operaciones con entidades relacionadas, y un sólido gobierno corporativo, con un directorio mayoritariamente externo y una activa participación en el negocio.
2. Un banco universal: Santander atiende las necesidades de todo tipo de clientes: personas con distintos niveles de ingreso, empresas de diferente tamaño, corporaciones privadas e instituciones públicas. Su cartera de préstamos está ampliamente diversificada en múltiples sectores de la economía, focalizándose en vivienda y consumo. Los créditos a personas constituyen el 61% de la cartera y el 39% corresponde a empresas y corporaciones. Además, cuenta con una gama extensa de productos para satisfacer las necesidades de sus clientes, así como una amplia red de distribución (sucursales, internet, call center, ATMs y mobile), con cobertura a lo largo de todo el país.
3. Foco en banca de clientes: Santander basa su actividad en Banca Comercial, que genera alrededor del 57% del resultado operacional neto. Es un banco con

alta presencia en el segmento retail y que lidera el mercado en créditos de consumo e hipotecarios. Encabeza el ranking en número de cuentas corrientes, tarjetas bancarias y depósitos. Su amplia red de distribución permite atender a los más de 3,9 millones de clientes, lo que lo sitúa en el primer lugar.

4. El mejor equipo humano: Banco Santander cuenta con 9.389 colaboradores que trabajan para alcanzar la misión de la institución, contribuir al progreso de las personas y de las empresas. Estos profesionales aseguran la sostenibilidad de la empresa a través de un clima interno con elevados niveles de satisfacción, una alta tasa de promoción y una amplia cobertura en formación. Santander impulsa una cultura centrada en el cliente, que integra criterios éticos y basa su actividad en tres conceptos fundamentales: Simple, Personal y Fair.
5. Asignación eficiente de los recursos: Santander es el banco más eficiente de la plaza, constantemente buscando una asignación óptima de los recursos para satisfacer las necesidades de los clientes, a través de una organización simple.
6. Fortaleza de balance y prudencia de riesgos: Banco Santander mantiene un perfil de riesgos medio-bajo y predecible de todos los riesgos que enfrenta. Se distingue por su diversificación de fondos, una sólida base de capital por encima del promedio del sistema, un balance comercial bien financiado y alta rentabilidad. Cuenta con un avanzado modelo de riesgos y principios de gestión prudentes, que se traducen en adecuados niveles de morosidad de la cartera y una buena cobertura de créditos dado el apetito de riesgo definido. La clasificación de riesgos del Banco, A1, es la misma que tiene el Gobierno de Chile.

2.3 Áreas de negocio

A continuación, se detallan las principales áreas de negocio de Banco Santander Chile:

2.3.1 Banca Comercial:

La Banca Comercial atiende los segmentos de Individuos (Select, Banca Personas y Banefe) y Pymes (pequeñas y medianas empresas). Tiene una amplia oferta de productos y servicios para los clientes: préstamos de consumo e hipotecarios, tarjetas de crédito y débito, cuentas corrientes y vistas, productos de ahorro e inversión y seguros. Además, ofrece préstamos especializados para capital de trabajo y comercio exterior, créditos con garantía estatal, leasing y factoring. Banca Comercial representa alrededor del 50% de la contribución neta de los segmentos de negocio del Banco.

2.3.2 Empresas e Instituciones (BEI):

La división BEI atiende a clientes de medianas y grandes empresas, inmobiliarias e instituciones (organizaciones como universidades, organismos gubernamentales, municipalidades y gobiernos regionales). Ofrece una gran variedad de productos, incluyendo préstamos comerciales, leasing, factoring, comercio exterior e hipotecarios, tarjetas de crédito, cuentas corrientes, servicios transaccionales y de tesorería, consultoría financiera y banca de inversión, productos de ahorro e inversión y seguros. BEI representa alrededor del 30% de la contribución neta de los segmentos de negocio del Banco.

2.3.3 Corporate Investment Banking:

Está encargada de los clientes corporativos e institucionales que, por su tamaño, complejidad o sofisticación, requieren servicios a medida o productos mayoristas de alto valor añadido. Está presente en 22 países donde atiende todas las necesidades de financiación, inversión y cobertura de riesgos. Cuenta con cuatro unidades especializadas de negocio para satisfacer las necesidades de los clientes:

- Corporate & Investment Banking.
- Global Transaction Banking.
- Financial Solutions & Advisory.
- Global Markets.

2.4 Estructura accionaria

El capital básico del Banco Santander Chile al 31 de marzo de 2023 está representado por un total de 188.446.126.794 acciones de serie única, por lo tanto, no existen series preferentes. Las acciones se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago y en el New York Stock Exchange (NYSE) como ADS (American Depositary Shares). El principal accionista de Banco Santander Chile es el grupo Santander, que controla un 67,2% de la propiedad a través de las sociedades Santander Chile Holding S.A. y Teatinos Siglo XXI Ltda. El otros 32.8% de las acciones son de flotación libre, donde se incluyen a las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) y a otros accionistas minoritarios.

Estructura accionaria Banco Santander Chile

67,18%
Grupo
Santander

5,29%
AFP

11,91%
ADR

15,62%
Acción Local



Distribución geográfica de los accionistas minoritarios de Banco Santander Chile

34%
Chile

33%
Estados
Unidos

15%
Reino Unido

6%
Otros

3%
Singapur

3%
Australia

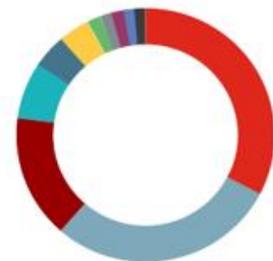
2%
Emiratos Árabes
Unidos

1%
Canadá

1%
Noruega

1%
Suiza

1%
Irlanda



Fuente: Investor relations – Banco Santander Chile (<https://santandercl.gcs-web.com/es/accionistas>)

2.5 Ficha de la empresa

Tabla 1: Ficha de la Empresa

Ficha de Banco Santander Chile	
Razón Social	Banco Santander-Chile
Rut	97.036.000-K
Nemotécnico	BSANTANDER
Industria	Bancaria
Regulación	Ley General de Bancos / Comisión para el Mercado Financiero
Tipo de operación	Actividades Bancarias
Filiales	Santander Corredora de Seguros Ltda. Santander S.A. AG De Valores Soc. Interbancaria de Depósito de Valores S.A. Santander Investment S.A. Corredores de Bolsa Santander S.A.Soc. Securitizadora
Mayores accionistas	Grupo Santander (67,18%), Acción Local (15,62%) y ADR (11,9%) y AFP (6,29%)

Fuente: Investor Relations – Banco Santander Chile: <https://santandercl.gcs-web.com/es/accionistas>

2.6 Cifras relevantes

Tabla 2: Cifras relevantes

Cifras relevantes Banco Santander Chile ¹	
Clientes	3,9 millones
Cuentas corrientes	2.580.051
Clientes digitales	1.981.540
Colaboradores	9.389 (44% Hombres y 56% Mujeres)
Sucursales	286
Activos Totales	68.164 MMM CLP
Patrimonio	4.238 MMM CLP
ROE	21,6 %
Clasificación Solvencia	A

2.7 Análisis de la industria

La industria bancaria tiene como propósito fundamental la captación de fondos de la gente, con el fin de emplearlos préstamos, descuento de documentos, inversiones,

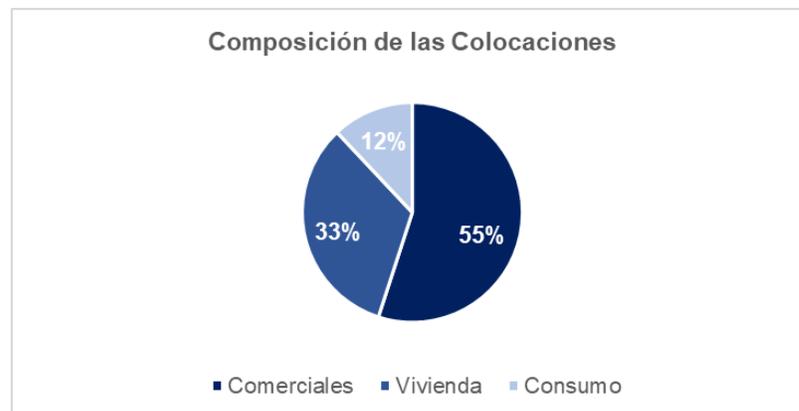
¹ Información a marzo de 2023, en base a información pública de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) – Fichas Bancarias

facilitando la intermediación financiera y la generación de rendimientos a partir de dichos recursos. En Chile, este sector se compone de un total de 17 instituciones bancarias, algunas de las cuales tienen una larga trayectoria en el país, mientras que otras están recién establecidas.

Dentro de este conjunto de entidades financieras, se distinguen 14 bancos establecidos. Estos son: el Banco de Chile, Banco Internacional, Scotiabank Chile, Banco de Crédito e Inversiones (BCI), Banco Bice, HSBC Bank, Banco Santander-Chile, Itaú-Corpbanca, Banco Security, Banco Falabella, Banco Ripley, Banco Estado, Banco Consorcio y Banco BTG Pactual. Además, existen 3 sucursales de bancos extranjeros que operan en Chile, a saber: JP Morgan Chase Bank, China Construction Bank y Bank Of China. Considerar, además, que existe un Banco Central, el Banco Central de Chile, el cual no es fiscalizado por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y que es un organismo autónomo, cuyo objetivo es velar por la estabilidad de la moneda.

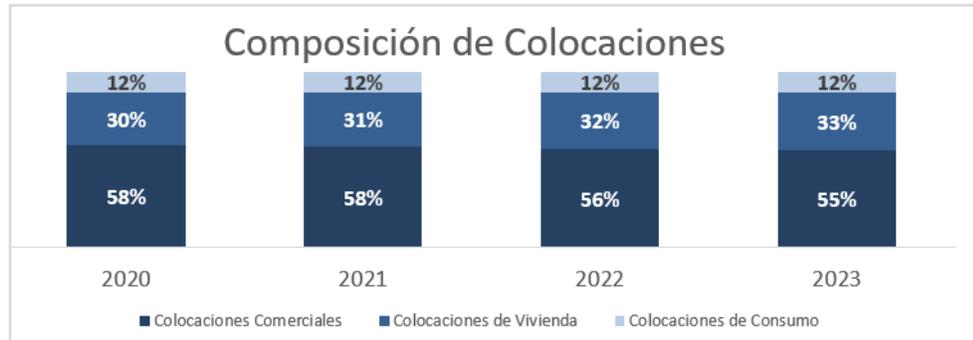
En conjunto, esta diversa gama de instituciones bancarias desempeña un papel crucial en la economía chilena, al movilizar y administrar los recursos financieros, promoviendo así el desarrollo económico y facilitando las transacciones comerciales y financieras en el país.

El mix de las colocaciones a marzo 2023 está compuesto de la siguiente manera:



Fuente: Elaboración propia construido en base a información de la CMF

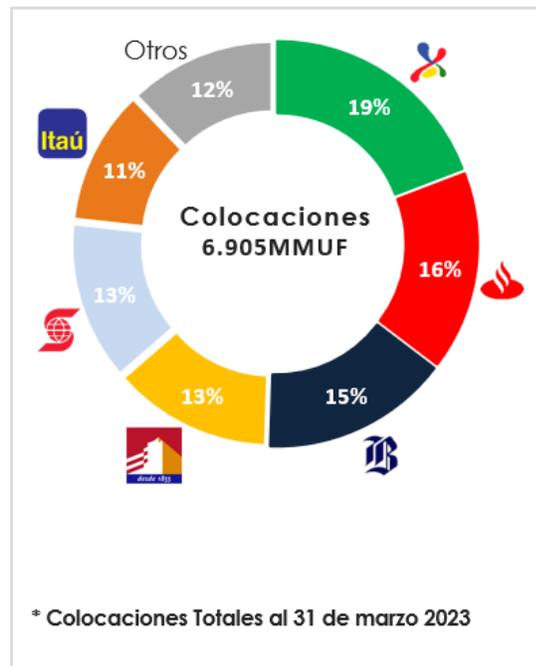
Donde se puede apreciar, además, desde el año 2020 a 2023, la siguiente composición de la industria bancaria.



Fuente: Elaboración propia construido en base a información de la CMF

El sistema Bancario, dentro de su composición a nivel de bancos, posee un total aproximado de 6.905 Millones de UF en Colaciones, con una distribución del market share, en un 50% concentrado en 3 bancos: Banco Crédito e Inversiones (19%), seguido por Banco Santander Chile (16%) y en tercer lugar se encuentra Banco de Chile (15%).

Market Share



Fuente: Elaboración propia construido en base a información de la CMF

2.8 Empresas comparables

Para considerar las empresas comparables, se seleccionó a los 3 bancos que se asemejan a Banco Santander Chile, y estos son Banco de Chile, BCI e Itaú Corpbanca, ya que en su conjunto conforman alrededor del 60% del total de activos del sistema, y el 65% de las utilidades a marzo de 2023.

2.8.1 Banco de Chile

Tabla 3: Ficha Banco de Chile

Ficha Banco de Chile	
Razón Social	Banco de Chile
Rut	97.004.000-5
Nemotécnico	CHILE
Industria	Bancaria
Regulación	Ley General de Bancos / Comisión para el Mercado Financiero
Tipo de operación	Actividades Bancarias
Filiales	Banchile Corredores de Seguros Ltda. Soc. De recaudación y pagos de servicios REDBANC S.A. Banchile Asesorías Financieras S.A. Banchile Corredores de Bolsa S.A. Baned Serv. Especializados S.A. Transbank S.A. Banchile Administradora General Fondos S.A. Op. De tarjetas de crédito Nexus S.A. Cent. De compen automatizado Banchile Securitizadora S.A. Artikos Chile S.A. Combanc S.A.
Mayores accionistas	LQ Inversiones Financieras S.A. (46,34%) y Banchile Corredores de Bolsa S.A. (5,95%)

Fuente: Elaboración propia en base a la información de la página oficial de Banco de Chile

El Banco de Chile fue fundado en 1893, destacándose como uno de los líderes de la industria bancaria chilena, por su gran gama de productos y servicios. Actualmente el Banco de Chile realiza sus servicios mediante cuatro segmentos de negocios:

- Banca Minorista
- Banca Mayorista
- Tesorería
- Filiales

2.8.2 Banco de Crédito e Inversiones (BCI)

Tabla 4: Ficha Banco de Crédito e Inversiones (BCI)

Ficha BCI	
Razón Social	Banco de Crédito e Inversiones
Rut	97.006.000-6
Nemotécnico	BCI
Industria	Bancaria
Regulación	Ley General de Bancos / Comisión para el Mercado Financiero
Tipo de operación	Actividades Bancarias
Filiales	Servicios y cobranza Ltda. Presto Corredora de seguros Presto Ltda. Soc. De servicios de com. Y apoyo financiero BCI Corredores de Bolsa S.A. Serv. Y Administ. De Cred. Coml. Presto Ltda. Ser. De normalización y cobr. Soc. De recauración y pagos de servicios BCI Corredores de Seguros S.A. BCI Asset Management Administradora General de Fondos S.A. Bancredito S.A. Asesorías Financieras BCI Factoring S.A. Análisis y serv. S.A. Op. De tarjeta LIDER Ser. Financieros Ltda. BCI Securitizadora S.A. Artikos Chile S.A. BCI Securities Inc. City National Bank Of Florida
Mayores accionistas	Empresas Juan Yarur SPA (55,18%) y Juan Yarur Bascunan (3,31%)

Fuente: Elaboración propia en base a la información de la página oficial de BCI.

El BCI fue fundado en 1937 por Juan Yarur Lolas y un grupo de emprendedores, con el objetivo de apoyar a las pequeñas y medianas empresas del país. Durante toda su historia, el banco se ha caracterizado por la innovación en sus servicios y por el uso de la tecnología. Hoy es uno de los más importantes del país, con numerosas filiales que complementan su giro, miles de clientes de diferentes mercados, con más de 10.000 colaboradores, que ayudan a mantenerlo como uno de los principales actores a nivel nacional. El banco apunta a satisfacer y resolver las necesidades financieras de personas y empresas, ofreciendo una amplia gama de productos y servicios, buscando siempre mejoras en sus operaciones, productos y servicios, con procesos de alta eficiencia operacional y excelencia en la calidad, de innovación tecnológica, prudentes políticas de administración de riesgos y exigentes estándares éticos.

2.8.3 Banco Itaú- Chile

Tabla 5: Ficha Banco Itaú

Ficha Itaú – Corpbanca	
Razón Social	Itaú
Rut	97.023.000-9
Nemotécnico	ITAUCL
Industria	Bancaria
Regulación	Ley General de Bancos / Comisión para el Mercado Financiero
Tipo de operación	Actividades Bancarias
Filiales	Corp. Corredores de Seguros S.A. Corp. Corredores de Bolsa S.A. Recaudaciones y Cobranzas S.A. Itaú Chile Administradora General de Fondos S.A. Corp. Asesorías Financieras S.A.
Mayores accionistas	CorpGroup Banking S.A. (26,57%), Itaú Unibanco Holding S.A. (22,45%) y ITB Holding Brasil Participacoes (11,13%)

Fuente: Elaboración propia en base a la información de la página oficial de Banco Itaú Chile

Itaú Chile nace en abril de 2016, como resultado del ex Banco Itaú Chile y Corpbanca, siendo así una filial del grupo bancario brasileño Itaú. Itaú Chile tiene cuatro focos estratégicos para brindar la mejor atención a sus clientes, que son:

Modelo Gestión de Itaú:

- Modelo de segmentación.
- Foco en eficiencia.
- Disciplina en capital.

Transformación Digital:

- Cultura de innovación y transformación.
- Eficiencia y mejora de la experiencia de usuario □ Integración fluida.

Crecimiento Comercial en Minorista:

- Modelo de segmentación con clara identidad y propuesta de valor.
- Equilibrio en mix de negocios.
- Foco en rentabilidad y crecimiento sostenible.

Satisfacción del Cliente:

- Cultura basada en siete actitudes que definen la identidad de Itaú.
- Transformación de la experiencia de los clientes.

2.8.4 Principales variables de la industria:

En la siguiente tabla se muestra una comparativa con las variables más importantes para la industria bancaria chilena y sus distintos actores, para así poder medir los resultados obtenidos a marzo 2023, y tener una mirada global de cómo, comparativamente, impacta cada uno en el mercado chileno, y el contraste entre ellos.

Tabla 6: Principales variables comparativas

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	Sistema
NIM	3,0%	4,6%	3,9%	4,7%
Comisiones	1,3%	1,5%	0,7%	1,1%
Costo de crédito	1,2%	1,1%	1,1%	1,4%
Eficiencia	43,0%	36,6%	47,1%	41,5%

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	Sistema
Activos	1.953.755	1.544.529	2.184.268	11.140.931
Pasivos	1.840.354	1.412.337	2.049.917	10.349.693
Patrimonio	113.401	132.192	134.351	791.238
Apalancamiento	16,2	10,7	15,3	13,1

Rentabilidad	Santander	B.Chile	BCI	Sistema
ROA	0,8%	1,9%	0,9%	1,1%
ROE	13,9%	22,6%	14,3%	14,9%

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	Sistema
Mix Colocaciones ⁽¹⁾	1.092.839	1.040.992	1.283.528	6.847.076
Comercial	492.131	571.644	826.409	3.804.432
Vivienda	450.588	325.631	361.512	2.238.998
Consumo	150.120	143.717	95.607	803.646
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Comercial	45,0%	54,9%	64,4%	55,6%
Vivienda	41,2%	31,3%	28,2%	32,7%
Consumo	13,7%	13,8%	7,4%	11,7%
Market Share	15,9%	15,2%	18,7%	100,0%

⁽¹⁾ Considera colocaciones en Chile

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	Sistema
Capital básico Nivel 1 (CET1)	112.875	131.416	128.947	764.808
Patrimonio Efectivo	183.466	175.089	178.266	1.070.703
APR	1.079.028	1.027.579	1.359.566	6.965.544
CET1(%)	10,5%	12,8%	9,5%	11,0%
Í. Reg. De Solvencia (IRS)	17,2%	17,0%	13,1%	15,3%

3. Descripción del Financiamiento de la Empresa

3.1 Balance Consolidado

Tabla 7: Balance consolidado

Cifras en miles de UF	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	2023-3
Activos	1,336,073	1,421,957	1,786,590	1,918,660	2,054,451	1,941,404	1,953,755
Efectivo Y Depósitos En Bancos	54,217	74,928	125,557	96,431	92,978	56,476	72,708
Operaciones Con Liquidación En Curso	24,933	12,833	12,542	15,582	12,593	24,033	24,325
Instrumentos Para Negociación	18,126	2,795	9,544	4,600	2,367	4,387	3,966
Contratos De Retrocompra	-	-	-	-	-	-	-
Contratos De Derivados Financieros	83,537	112,481	287,836	310,698	326,655	346,066	333,126
Adeudado Por Bancos	6,068	547	524	651	14	939	923
Créditos Y Cuentas Por Cobrar A Clientes	998,112	1,069,092	1,124,119	1,149,400	1,151,132	1,072,596	1,063,284
Instrum. de Inversión Disponibles para la Venta	96,072	86,858	141,656	246,387	187,248	171,543	183,915
Instrumentos de Inversión hasta el vencimiento	-	-	-	-	141,350	138,634	133,680
Inversiones En Sociedades	1,029	1,171	370	370	1,159	1,327	1,348
Intangibles	2,359	2,428	2,592	2,839	3,079	3,070	2,872
Activo Fijo	9,051	9,199	6,988	6,441	6,140	5,393	5,220
Activo por derecho a usar bienes en arrendamiento	-	-	7,436	6,935	5,954	5,199	4,931
Impuestos Corrientes	-	-	411	-	3,921	889	1
Impuestos Diferidos	14,389	13,892	16,350	18,511	24,513	8,947	8,690
Otros Activos	28,180	35,732	50,664	59,815	95,349	101,906	114,764
Pasivos	1,220,093	1,302,761	1,664,007	1,793,013	1,941,693	1,820,691	1,840,354
Depósitos Y Otras Obligaciones A La Vista	289,877	317,111	363,739	500,885	577,604	401,191	388,091
Operaciones Con Liquidación En Curso	18,163	5,915	7,003	12,440	12,259	21,272	22,240
Contratos de retrocompra Y prést. de valores	10,003	1,761	13,425	33,361	2,795	8,982	12,830
Depósitos Y Otras Captaciones A Plazo	444,581	474,059	466,014	364,007	326,895	369,650	401,002
Contratos De Derivados Financieros	79,837	91,335	261,062	310,236	350,779	401,815	398,931
Obligaciones Con Bancos	63,376	64,886	89,008	217,700	284,804	252,478	247,233
Instrumentos De Deuda Emitidos	264,707	294,395	335,597	282,218	270,945	270,286	272,808
Otras Obligaciones Financieras	9,032	7,814	7,996	6,340	5,902	8,345	8,815
Obligaciones Por Contratos De Arrendamiento	-	-	5,599	5,146	4,511	3,904	3,737
Impuestos Corrientes	240	294	-	446	-	3,204	2,771
Impuestos Diferidos	361	558	3,518	4,440	11,136	0	0
Provisiones	12,103	11,969	11,918	15,690	22,923	21,414	27,916
Otros Pasivos	27,814	32,664	99,129	40,105	71,140	58,149	53,980
Patrimonio	115,981	119,195	122,583	125,647	112,758	120,714	113,401
Capital	33,260	32,334	31,484	30,660	28,759	25,385	25,054
Reservas	66,490	69,761	74,926	80,563	82,247	80,179	79,132
Cuentas De Valoración	(86)	395	(286)	(949)	(18,635)	(4,761)	(6,191)
Utilidades Retenidas	14,754	15,031	13,651	12,460	17,343	16,789	12,212
Interés No Controlador (Minoritario)	1,563	1,675	2,808	2,913	3,045	3,120	3,194

3.2 Deuda Financiera

Tabla 8: Deuda Financiera

Cifra en miles de UF	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	2023-3
Pasivos Totales	1,220,093	1,302,761	1,664,007	1,793,013	1,941,693	1,820,691	1,840,354
Depósitos Y Otras Obligaciones A La Vista	289,877	317,111	363,739	500,885	577,604	401,191	388,091
Operaciones Con liquidación En Curso	18,163	5,915	7,003	12,440	12,259	21,272	22,240
Contratos de Retrocompra y Préstamos de Valores	10,003	1,761	13,425	33,361	2,795	8,982	12,830
Depósitos Y Otras Captaciones A Plazo	444,581	474,059	466,014	364,007	326,895	369,650	401,002
Contratos De Derivados Financieros	79,837	91,335	261,062	310,236	350,779	401,815	398,931
Obligaciones Con Bancos	63,376	64,886	89,008	217,700	284,804	252,478	247,233
Instrumentos De Deuda Emitidos	264,707	294,395	335,597	282,218	270,945	270,286	272,808
Otras Obligaciones Financieras	9,032	7,814	7,996	6,340	5,902	8,345	8,815
Obligaciones Por Contratos De Arrendamiento	-	-	5,599	5,146	4,511	3,904	3,737
Impuestos Corrientes	240	294	-	446	-	3,204	2,771
Impuestos Diferidos	361	558	3,518	4,440	11,136	0	0
Provisiones	12,103	11,969	11,918	15,690	22,923	21,414	27,916
Otros Pasivos	27,814	32,664	99,129	40,105	71,140	58,149	53,980

Respecto a la estructura y composición del financiamiento de Banco Santander Chile, se puede observar que, a lo largo del tiempo, los depósitos a plazo y depósitos vista consideran proporcionalmente la mayor fuente de financiamiento de la entidad, sumando ambos en promedio sobre un 40% respecto a los activos totales. No obstante, si bien se observa una composición relativamente estable se puede ver que estos, aunque se mantienen como el principal componente, otras fuentes han ido tomando relevancia, tales como los contratos de derivados y las obligaciones con bancos, esta último principalmente tomó una mayor participación en los pasivos en la época de pandemia, lo que se explica por las medidas de gobierno y el financiamiento a un menor costo a través del Banco Central, para mitigar los efectos macroeconómicos de la crisis sanitaria.

En cuanto a las fuentes de financiamiento principales distintas de los depósitos, es relevante, dada su importancia, detallar la composición de las principales, como se muestra a continuación, al cierre de marzo 2023:

3.2.1 Derivados Financieros

Tabla 9: Composición de los derivados financieros de Banco Santander Chile

Cifras en miles de UF	2023-3	Ponderación (%)
Contratos de derivados financieros para negociación	312.755	78%
Contratos de derivados financieros para cobertura contable	86.176	22%
Total	398.931	100%

Fuente: elaboración propia en base a información de los EEFF de Banco Santander Chile al cierre de mar-23.

Respecto a la tabla anterior y observando la evolución de los contratos de derivados, se observó que los últimos años han tomado una mayor relevancia en el balance, en comparación a otras fuentes de financiamiento, llegando a cerca de un 20% del total de activos y donde la cartera de negociación representa un 78% del total de derivados. Respecto a los derivados para negociación, su composición de instrumentos corresponde prácticamente en su totalidad a Forwards y Swaps, con un 18% y 82% respectivamente.

3.2.2 Instrumentos de deuda Emitidos

Una parte importante del financiamiento del banco es a través de los instrumentos de deuda emitidos, en torno a un 14% respecto al total de activos, los cuales se detallan continuación al cierre de marzo 2023:

Tabla 10: Composición de los instrumentos de deuda emitidos

Cifras en miles de UF	Corto plazo	Largo plazo	Total	Ponderación (%)
Letras hipotecarias	60	19	80	0%
Bonos corrientes	23.598	182.560	206.158	76%
Bonos hipotecarios	267	1.947	2.214	1%
Bonos subordinados	0	48.836	48.836	18%
Bonos sin plazo fijo de vencimiento	0	15.520	15.520	6%
Total	23.925	248.883	272.808	100%

Fuente: Información publicada en la CMF y EEFF Consolidados a marzo-23.

Estos, se componen de letras hipotecarias con relevancia marginal en los últimos periodos (0%), bonos corrientes (76%), bonos hipotecarios (1%), bonos subordinados (18%) y bonos sin plazo fijo de vencimiento (6%), mencionando que estos dos últimos contribuyen a efectos de la capitalización del banco al poder ser considerados como instrumentos financieros de capital regulatorio y operaciones financieras. Se destaca,

que, por la naturaleza de los instrumentos y los objetivos de su emisión de cara al negocio y colchones de capital, estos son principalmente de largo plazo, representando éstos sobre un 90% respecto al total. Dada la relevancia relativa respecto al total de instrumentos de deuda emitidos, a continuación, se detalla la composición por divisa de los bonos corrientes emitidos al 31 de marzo de 2023:

Tabla 11: Composición de los bonos corrientes por divisa al cierre de marzo 2023.

Cifras en miles de UF	2023-3	Ponderación (%)
Bonos Santander en UF	97.548	47%
Bonos Santander en US \$	63.993	31%
Bonos Santander en CHF \$	17.271	8%
Bonos Santander en \$	14.486	7%
Bono corrientes en AUD	3.200	2%
Bonos corrientes en JPY	5.355	3%
Bonos corrientes en EUR	4.307	2%
Total	206.158	100%

Fuente: Información publicada en la CMF y EEFF Consolidados a marzo-23.

De lo anterior, se observa que los bonos corrientes emitidos son principalmente en UF (47%) y dólar (31%), considerando a nivel agregado un 78% del total de ellos. Esto, se corresponde con el tipo de negocio de la entidad, donde su cartera de colocaciones en UF, tal como los préstamos hipotecarios que ocupan sobre un 40% de la cartera total y operativa en la misma divisa, históricamente ha tenido una alta relevancia.

3.2.3 Obligaciones con Bancos

A continuación, se detalla en la tabla la composición del rubro “obligaciones con bancos”, al cierre de marzo 2023.

Tabla 12: Composición de las obligaciones con bancos al cierre de marzo 2023.

Cifras en miles de UF	2023-3	Ponderación (%)
Bancos del país	1.152	0%
Bancos del exterior	87.252	35%
Banco Central de Chile	158.828	64%
Total	247.233	100%

Fuente: Elaboración propia en base a la información de los EEFF de Banco Santander Chile al cierre de marzo 2023.

Del cuadro anterior, se puede observar que el componente principal de las obligaciones con bancos corresponde a deuda con el BCCh, con un 64% respecto al total de la línea.

Esto, se dio en el contexto de las medidas que el organismo autónomo dispuso para enfrentar y mitigar el impacto de los shocks a los que se vio envuelta la economía chilena en el último periodo a causa de la crisis sanitaria por el Covid-19. Específicamente y como lo señala la información disponible en los Estados Financieros de Banco Santander Chile, se anunció la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC). Esta corresponde a una línea financiera especial abierta a los bancos, con el objetivo de que, en medio de la crisis, estos pudieran continuar financiando créditos a hogares y empresas. Para estas operaciones, el banco debe dejar garantías de alta calidad crediticia y de alta liquidez, tales como bonos del BCCh, del gobierno y privados (bancarios y corporativos) principalmente.

La madurez de las obligaciones con el BCCh al 31 de marzo, son:

Tabla 13: Madurez obligaciones con el BCCh a marzo de 2023

Cifras en miles de UF	2023-3	Ponderación (%)
Vence dentro de 1 año	0	0%
Vence entre 1 y 2 años	158.828	100%
Vence entre 2 y 3 años	0	0%
Vence entre 3 y 4 años	0	0%
Vence posterior a 5 años	0	0%
Total	158.828	100%

Fuente: Elaboración propia en base a la información de los EEFF de Banco Santander Chile al cierre de marzo 2023

Por último y con menor relevancia dentro del rubro, se detalla la madurez de las obligaciones con bancos del país y con bancos del exterior respectivamente:

Tabla 14: Madurez obligaciones con bancos del país a marzo de 2023

Cifras en miles de UF	2023-3	Ponderación (%)
Vence dentro de 1 año	40.995	100%
Vence entre 1 y 2 años	0	0%
Vence entre 2 y 3 años	0	0%
Vence entre 3 y 4 años	0	0%
Vence posterior a 5 años	0	0%
Total	40.995	100%

Fuente: Elaboración propia en base a la información de los EEFF de Banco Santander Chile al cierre de marzo 2023

Tabla 15: Madurez obligaciones con bancos del exterior a marzo de 2023

Cifras en miles de UF	2023-3	Ponderación (%)
Vence dentro de 1 año	87.252	100%
Vence entre 1 y 2 años	0	0%
Vence entre 2 y 3 años	0	0%
Vence entre 3 y 4 años	0	0%
Vence posterior a 5 años	0	0%
Total	87.252	100%

Fuente: Elaboración propia en base a la información de los EEFF de Banco Santander Chile al cierre de marzo 2023.

De lo anterior, se puede observar que ambas obligaciones corresponderían en un 100% a deuda de corto plazo.

4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Tabla 16: Patrimonio Económico

Patrimonio Económico (Bursátil)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Número de acciones (Millones)	188,446	188,446	188,446	188,446	188,446	188,446	188,446
Precio de la acción CLP	48.19	51.69	43.00	34.10	34.25	33.95	35.25
Valor UF/CLP	26,798	27,566	28,309	29,071	30,987	35,100	35,575
Patrimonio Económico CLP	9,081,213	9,740,774	8,103,178	6,426,009	6,454,276	6,397,742	6,642,722
P. Económico (Miles de UF)	338,875	353,365	286,240	221,043	208,291	182,273	186,722
P/B	2.14	2.02	2.33	1.76	1.85	1.51	1.64

Fuente: Elaboración propia en base a información de Yahoo Finance y sitio oficial de Banco Santander Chile

Tabla 17: Valor Económico

Razones Financieras	2017	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Deuda Financiera (B)	1,220,093	1,302,761	1,664,007	1,793,013	1,941,693	1,820,691	1,840,354
P. Económico (P)	338,875	353,365	286,240	221,043	208,291	182,273	186,722
Valor de los Activos (V)	1,558,968	1,656,126	1,950,247	2,014,056	2,149,984	2,002,964	2,027,076

Fuente: Elaboración propia

Tabla 18: Razones financieras: Estructura de Capital objetivo

Razones Financieras	2017	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Endeudamiento (B/V)	0.78	0.79	0.85	0.89	0.90	0.91	0.91
Patrimonio (P/V)	0.22	0.21	0.15	0.11	0.10	0.09	0.09
Deuda a Patrimonio (B/P)	3.60	3.69	5.81	8.11	9.32	9.99	9.86

Fuente: Elaboración propia

En base a la información anterior, la estimación de la estructura de capital objetivo es la que se muestra a continuación:

Tabla 19: Estructura de Capital objetivo

Estructura Capital Objetivo	Promedio
Endeudamiento (B/V)	0.86
Patrimonio (P/V)	0.14
Deuda a Patrimonio (B/P)	7.20

5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

5.1 Estimación del Beta Patrimonial

Para la estimación se utilizaron precios de cierre diarios de la acción de Banco Santander Chile, desde el 2 de enero 2018 hasta el 31 de marzo 2023, utilizando el modelo de mercado:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$$

Donde:

- R_{it} : Retorno diario del precio de la acción de Banco Santander
- α : Constante del valor i (Retorno de la acción de Banco Santander Chile)
- R_{mt} : Retorno diario del índice de mercado (IPSA)
- β_i : Pendiente del valor i en la regresión
- ε : Error del modelo

Se utilizaron 5 años de 2018 a 2022 de retornos diarios, equivalente a 1308 datos, para el cálculo realizado por año. Con la regresión lineal, establecida con los datos anteriores, se obtuvo los siguientes resultados:

Tabla 20: Resultados de la estimación del beta de la acción de Banco Santander Chile

Resultados	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Beta de la acción	0.82	0.92	1.06	1.05	0.89	0.95
p-value	4.2E-26	1.1E-46	7E-60	1.2E-53	5.5E-30	

Fuente: Elaboración propia en base a los resultados de la regresión lineal entre retornos de Banco Santander Chile y los retornos del IPSA, considerando información de Yahoo Finance y la Bolsa de Comercio de Santiago.

En base a los resultados obtenidos, se demostró que el Beta de la acción es estadísticamente significativo para determinar el precio de la acción de Banco Santander Chile, en línea con su importante presencia bursátil del 100% en todos los años considerados.

Considerando los cálculos anteriores, para determinar el costo de capital de Banco Santander Chile, se empleó el valor del Beta como el promedio de los 5 años, dando como resultado 0.95.

5.2 Costo de la deuda

Para estimar el costo de la deuda, se utilizó el bono más representativo emitido por Banco Santander Chile, el cual tiene una clasificación de riesgo AA de acuerdo a Fitch y AA+ considerando la clasificación de Feller, apoyado en la información disponible de mercado. Basado en esto, el bono considerado fue un bono subordinado con plazo de 30 años, cuya tasa de mercado es la utilizada para calcular el Beta de la Deuda, mediante el modelo CAPM, y que se detalla a continuación:

Tabla 21: Detalle de bono representativo Banco Santander

Bonos subordinado 30 años	
Nemotécnico	USTDH10411
Serie	H-1
Tipo	Subordinado
Emisión	01-04-2011
Nominal Inscrito	4.000.000
Nominal Colocado	4.000.000
Valor par	4.038.675
Moneda	UF
Vencimiento	01-04-2041
Años	30,0
Amortización	Bullet
Tasa de emisión (Kd)	3,90%
Tasa de emisión (Kd) semestral	1,93%
Tasa de mercado (Kb)	3,84%
Periodicidad	Semestral
Pagos	60
Fitch	AA
Feller	AA+

Fuente: Elaboración propia a partir de información del BCCh

5.3 Beta de la deuda

Por medio del modelo CAPM, se procedió a calcular el Beta de deuda (β_b), utilizando la tasa del bono informado anteriormente:

$$K_b = rf + \beta_b * P\text{Remio Riesgo de Mercado (PRM)}$$

$$\beta_b = \frac{K_b - rf}{PRM} \quad \rightarrow \quad \beta_b = \frac{3.8\% - 1.9\%}{7.2\%}$$

$$\beta_b = 0.27$$

5.4 Beta Patrimonial sin deuda

Considerando el Beta de la deuda calculado anteriormente, se calculará, mediante la fórmula de Rubinstein, el Beta patrimonial sin deuda $\beta^{S/D}$, para esto, se utilizará la estructura capital de marzo 2023 y la tasa de impuestos corporativa. Esto, en línea con los datos utilizados para el cálculo del Beta:

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

$$\beta^{S/D} = \frac{\beta^{C/D} + (1 - T_c) * \frac{B}{P} * \beta_b}{1 + (1 - T_c) * \frac{B}{P}}$$

$$\beta^{S/D} = \frac{0,9 + (1 - 21,7\%) * 9,8 * 0,27}{1 + (1 - 21,7\%) * 9,8}$$

$$\beta^{S/D} = 0,35$$

5.5 Beta patrimonial con deuda

Continuando con el cálculo, con los resultados obtenidos, y considerando la tasa de impuestos de largo plazo y la estructura de capital objetivo, se procederá a apalancar el Beta mediante la fórmula de Rubinstein:

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

$$\beta^{C/D} = [1 + (1 - 27,0\%) * 7,2] * 0,35 - (1 - 27,0\%) * 7,2 * 0,27$$

$$\beta^{C/D} = 0,78$$

5.6 Costo patrimonial (CAPM)

Con los resultados obtenidos, y utilizando la fórmula CAPM, se realizará el cálculo para obtener la tasa de costo de capital (K_p), esta es el valor que se utilizará para valorizar mediante el flujo de caja de los accionistas, que se encuentra en UF, por lo tanto, se utilizó un Bono BCU 30:

$$K_p = r_f + \beta^{C/D} * Premio Riesgo de Mercado (PRM)$$

$$K_p = 1,9\% + 0,94 * 7,2\% \rightarrow K_p = 8,74\%$$

5.7 Costo de capital promedio ponderado (WACC)

Por medio de la fórmula del WACC, se procederá a realizar el cálculo del costo de capital promedio ponderado, utilizando la tasa de impuesto de 27%:

$$WACC = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - T_c) * \frac{B}{V}$$

$$WACC = 8,74\% * 0,14 + 3,84\% * (1 - 27\%) * 0,86$$

$$WACC = 3,63\%$$

No obstante, si bien se obtuvo una tasa WACC, esta no fue considerada para la valoración por medio de flujo de caja descontado de los accionistas. En su reemplazo, la tasa de descuento a considerar es la tasa de costo patrimonial K_p estimada mediante el modelo CAPM en el punto 5.6.

6. Análisis Operacional del Negocio e Industria

6.1 Proyección de crecimiento de la industria bancaria

6.1.1 Participación de mercado

Con el fin de proyectar los EE.FF de Banco Santander, de cara a obtener una proyección y valoración coherente, inicialmente se debió estimar el crecimiento del sistema bancario. Para ello, se consideró y analizó el *market share* con enfoque en las cinco principales instituciones bancarias del país con el propósito de conocer la participación de cada uno de ellos en el mercado en relación a sus colocaciones, lo que permitió posteriormente estimar el crecimiento del total las mismas en función de la variación del PIB local.

Como punto de partida, al 31 de marzo de 2023 el sistema bancario nacional contó con un volumen total de colocaciones de MUF 6.905.043, con una participación de mercado del 15,9% de Banco Santander.

Tabla 22: Market Share Sistema Bancario

Market Share	2018	2019	2020	2021	2022	mar-23
Banco Santander	17,0%	16,7%	17,1%	16,4%	15,8%	15,9%
Banco Chile	15,7%	15,3%	15,4%	15,6%	15,1%	15,1%
Banco Estado	12,6%	12,3%	12,6%	13,0%	13,1%	13,1%
Scotiabank	12,3%	12,4%	12,2%	13,0%	13,5%	13,5%
BCI	11,4%	11,7%	12,0%	18,7%	19,2%	19,2%
Otros Bancos	31,0%	31,7%	30,7%	23,4%	23,3%	23,2%

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada por la CMF

De lo anterior, se destaca que la evolución de la participación de mercado considera en el caso del BCI, la compra del Executive National Bank en el 2020, donde el incremento en colocaciones se vio materializado en el siguiente año 2021, aumentando su market share en 6,7% y, en consecuencia, disminuyendo la participación relativa de sus competidores.

6.1.2 Análisis del PIB y Colocaciones

Luego, y de acuerdo con lo comentado anteriormente, contando con la información de la evolución histórica de la variación del total de colocaciones y del PIB de los últimos veinte

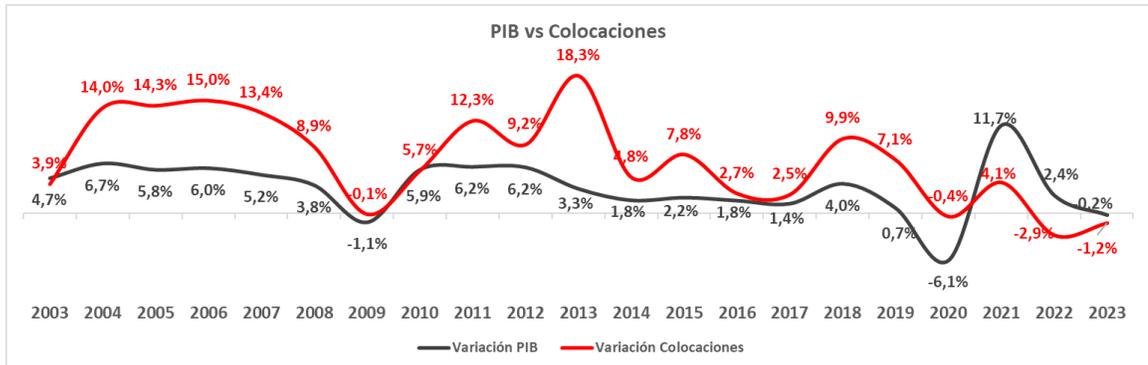
años expuesta en la siguiente tabla, se procedió a calcular la correlación de las colocaciones con el PIB en cada periodo, con la finalidad de obtener la elasticidad entre ambas variables, de cara a poder estimar el crecimiento de las colocaciones totales del sistema.

Tabla 23: Variación del PIB y Colocaciones

Año	Variación PIB	Variación Colocaciones
2003	4,7%	3,9%
2004	6,7%	14,0%
2005	5,8%	14,3%
2006	6,0%	15,0%
2007	5,2%	13,4%
2008	3,8%	8,9%
2009	-1,1%	-0,1%
2010	5,9%	5,7%
2011	6,2%	12,3%
2012	6,2%	9,2%
2013	3,3%	18,3%
2014	1,8%	4,8%
2015	2,2%	7,8%
2016	1,8%	2,7%
2017	1,4%	2,5%
2018	4,0%	9,9%
2019	0,7%	7,1%
2020	-6,1%	-0,4%
2021	11,7%	4,1%
2022	2,4%	-2,9%
2023	-0,2%	-1,2%

Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la CMF y el BCCh.

Con el fin de analizar de mejor forma la relación de ambos y la factibilidad de la utilización de la elasticidad como herramienta de proyección, se obtuvo el siguiente gráfico que contrasta las variaciones de ambas variables.



Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la CMF y el BCCh

Analizando la evolución anterior, se apreció en términos generales, que la variación de las colocaciones sigue una tendencia similar y se correlaciona con la variación del PIB, lo que reafirmó la utilización de esta variable para el cálculo de la elasticidad que permitió proyectar finalmente las colocaciones.

No obstante, se pudo apreciar un comportamiento atípico en las correlaciones para los años de pandemia y la crisis social, alterando de forma importante la relación entre las dos variables. Ante esto y con el propósito de mejorar la estimación, se optó por considerar un periodo histórico que excluyera dichos intervalos de tiempo, con lo que finalmente se realizó una regresión con la información histórica entre los años 2003 a 2018 excluyendo los años de crisis. Con ello, se obtuvo un beta significativo, entre las variaciones del PIB y el crecimiento de las colocaciones, lo que permitió la utilización del siguiente modelo:

$$\Delta Colocaciones_i = \alpha + \beta_i \Delta PIB + \varepsilon$$

Donde:

- $\Delta Colocaciones_i$: variación de colocaciones.
- α : término constante del valor i (variación de colocaciones).
- ΔPIB : variación del PIB.
- β_i : pendiente del valor i de la regresión lineal simple.
- ε : error del modelo.

Con la realización de la regresión lineal de acuerdo con lo anterior, se obtuvo lo siguiente:

Tabla 24: Resultados regresión lineal PIB/ Colocaciones

Parámetros	Resultados
Coefficiente (beta)	1,853410867
p-value (significancia)	0,00016***
R ²	64,9%

Fuente: Elaboración propia

Donde, observando los resultados anteriores, se obtuvo un beta estadísticamente significativo (con un 99% de confianza) junto con un R² adecuado, de cara a la estimación de las colocaciones del sistema bancario, donde este último explica que aproximadamente un 65% de la proyección de las colocaciones es explicada por la evolución del PIB.

Con lo anterior, se validó la utilización del PIB como predictor de las colocaciones y así es como se procedió a estimar el crecimiento anual de ellas de acuerdo con la evolución proyectada del PIB, de acuerdo con lo indicado por el Informe de Política Monetaria (IPoM) del Banco Central de Chile (BCCh), donde cabe destacar se consideró el promedio para cada año de la proyección entre los escenarios optimistas y pesimistas, obteniendo lo siguiente:

Tabla 25: Proyección de colocaciones respecto a la estimación del PIB.

Año	Δ PIB			Δ Colocaciones
	IPoM-	IPoM+	Promedio	
2023	-0,5%	0,5%	0,0%	0,0%
2024	1,0%	2,0%	1,5%	2,8%
2025	2,0%	3,0%	2,5%	4,6%
2026	2,0%	3,0%	2,5%	4,6%
2027	2,0%	3,0%	2,5%	4,6%

Fuente: Elaboración propia a partir la información del BCCh y la CMF.

6.2 Proyección de colocaciones

Posterior a la obtención de la proyección del crecimiento de colocaciones del sistema bancario local, se procedió a realizar la proyección de las colocaciones de Banco Santander Chile, considerando para ello la participación de mercado (*market share*) de la institución, tanto de cierre anual 2022 como al término del primer trimestre 2023, y su estimación futura en base al análisis histórico y mantención del posicionamiento estratégico como la principal entidad bancaria en términos de colocaciones a nivel nacional, considerando dentro de los supuestos, el incremento del 1% en participación a cinco años, respaldado por su crecimiento en el periodo reciente (15,8% al cierre 2022 vs 15,9% al cierre de marzo 2023, equivalente a un crecimiento trimestral de 0,1%).

En base a lo anterior, se obtuvo la siguiente proyección de colocaciones:

Tabla 26: Proyección de colocaciones

Cifras en miles de UF	2023-03	2023	2024	2025	2026	2027
Colocaciones Sistema Bancario	6.905.043	6.927.535	7.120.128	7.450.041	7.795.241	8.156.436
Market Share Banco Santander	15,9%	16,0%	16,2%	16,4%	16,6%	16,8%
Colocaciones Banco Santander	1.092.839	1.110.763	1.155.883	1.224.342	1.296.662	1.373.056
Δ Colocaciones Banco Santander	--	1,1%	4,1%	5,9%	5,9%	5,9%

Fuente: Elaboración propia a partir la información del BCCh, la CMF y el modelo de regresión elaborado.

6.3 Proyección de Ingresos Operacionales

La proyección de los ingresos operacionales se realizó considerando lo siguiente, donde cabe destacar que, para efectos de una estimación, análisis y cálculo coherente, se anualizaron las cifras de marzo 2023:

6.3.1 Proyección de Ingresos y Gastos por Intereses y Reajustes:

Para su proyección, inicialmente se calculó la tasa de interés promedio de Banco Santander Chile, desde el año 2017 a marzo 2023, respecto a las colocaciones anuales del mismo periodo, tomando más de seis años de historia para una mayor representatividad y el suavizamiento de los años de crisis, como se muestra a continuación, para los Ingresos y Gastos por intereses y reajustes de la entidad:

Tabla 27: Ingresos, Gastos y Tasas de colocación histórica por intereses y reajustes

Cifras en miles de UF	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	2023-3 ²	Prom. Hist.
Ing. Por Int. Y Reaj.	76.813	81.417	81.995	76.791	94.254	116.393	120.528	--
Gastos Por Int. Y Reaj.	(27.306)	(30.108)	(31.947)	(21.963)	(35.647)	(70.870)	(89.397)	--
Ing. Neto Por Int. Y Reaj.	49.507	51.309	50.048	54.827	58.607	45.523	31.132	--
Colocaciones	1.028.550	1.097.989	1.155.668	1.183.001	1.182.068	1.102.117	1.092.839	--
Tasa de int. Ingresos	7,5%	7,4%	7,1%	6,5%	8,0%	10,6%	11,0%	8,3%
Tasa de int. Gastos	-2,7%	-2,7%	-2,8%	-1,9%	-3,0%	-6,4%	-8,2%	-3,9%
Tasa de Int. Ing. Neto	4,8%	4,7%	4,3%	4,6%	5,0%	4,1%	2,8%	4,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada en la CMF.

Con el cálculo de los promedios de las tasas de Ingresos y Gastos por Intereses y reajustes, como se observa en la tabla anterior, se obtuvo el promedio histórico de la tasa de Interés de Ingreso Neto o Margen Neto de Interés respecto a las colocaciones. Con ello, y considerando la proyección de las colocaciones, se pudo proyectar los Ingresos Netos por Intereses y Reajustes, como se puede ver en la siguiente tabla. Por otro lado, se pudo apreciar una mayor variación de las cifras en torno al periodo de pandemia y crisis, donde el considerar un intervalo más amplio de historia, posibilita una mejor proyección, suavizando las mayores variaciones en ese intervalo de tiempo.

Tabla 28: Tasas de colocación e ingresos y gastos por intereses proyectados

Cifras en miles de UF	2023-3	2023-12	2024-12	2025-12	2026-12	2027-12
Ingresos Por Intereses Y Reaj.	30.132	92.087	95.827	101.503	107.498	113.832
Gastos Por Intereses Y Reaj.	(22.349)	(43.866)	(45.648)	(48.351)	(51.207)	(54.224)
Ingreso Neto Por Int. Y Reaj.	7.783	48.221	50.180	53.152	56.291	59.608
Colocaciones	1.092.839	1.110.763	1.155.883	1.224.342	1.296.662	1.373.056
Tasa de interés Ingresos	2,8%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Tasa de interés Gastos	-2,0%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%	-3,9%
Tasa de Interés Ingreso Neto	2,8%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de estimación realizada con información histórica y proyección de colocaciones.

² Considera cifras anualizadas

6.3.2 Proyección de Ingresos por Comisiones y Servicios y Otros Ingresos Operacionales

Posterior a la obtención del margen neto por intereses y reajustes, se procedió a estimar los ingresos por comisiones y otros ingresos operacionales, compuestos estos últimos principalmente por pérdidas o ganancias de Operaciones Financieras y Pérdidas o Ganancias de Cambio Neta. Estos, se proyectaron considerando su proporción promedio histórica respecto a los Ingresos por Intereses y Reajustes, considerando la siguiente composición:

Tabla 29: Proporción histórica de los Ingresos por Comisiones y Otros Ingresos, respecto de los Ingresos por Intereses y Reajustes.

Proporción sobre Ingresos por Intereses y Reajustes (%)	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	2023-3	Promedio Histórico
Ingreso Neto Por Comisiones	13,6%	13,0%	12,4%	12,0%	11,4%	10,0%	12,1%	12,0%
Otros Ingresos Operacionales	10,5%	6,4%	10,0%	7,3%	5,3%	5,9%	7,7%	7,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada en la CMF

Luego, tomando como input el promedio histórico de la proporción de Ingresos Netos por Comisiones y Otros Ingresos Operacionales, se obtuvo la siguiente estimación para las respectivas líneas.

Tabla 30: Proyección Ingresos Netos por Comisiones y Otros Ingresos Operacionales

Cifras en miles de UF	2023-3	2023-12	2024-12	2025-12	2026-12	2027-12
Ingreso Neto Por Comisiones	3.652	11.095	11.545	12.229	12.952	13.715
Otros Ingresos Operacionales	2.316	6.983	7.267	7.697	8.152	8.632

Fuente: Elaboración propia en base metodología de proyección utilizada

6.3.3 Proyección de Ingresos Operacionales Totales

Finalmente, luego de obtener las proyecciones de las líneas que componen los Ingresos Netos por Intereses y Reajustes, los Ingresos Netos por Comisiones y Otros Ingresos Operacionales se obtuvo la proyección del Total de Ingresos Operacionales, como se puede ver a continuación:

Tabla 31: Proyección detallada de Ingresos Operacionales de Banco Santander Chile

Cifras en miles de UF	2023-3	2023-12	2024-12	2025-12	2026-12	2027-12
Ingreso Neto Por Int. Y Reaj.	7.783	48.221	50.180	53.152	56.291	59.608
Ingreso Neto Por Comisiones	3.652	11.095	11.545	12.229	12.952	13.715
Otros Ingresos Operacionales	2.316	6.983	7.267	7.697	8.152	8.632
Total Ingresos Operacionales	13.751	66.299	68.992	73.078	77.395	81.955

Fuente: Elaboración propia considerando los resultados de las estimaciones previas.

7. Proyección de Estados Financieros

7.1 Proyección del Estado de Resultado

Después de obtener los ingresos operacionales en relación con la estimación de las colocaciones, se procedió a proyectar el Estado de Resultado de Banco Santander Chile. Esta estimación se llevó a cabo considerando la proporción y la estructura del mismo respecto a los ingresos operacionales, donde se destaca que la estructura tiende a ser similar a lo largo del tiempo, con desviaciones como se ilustra a continuación y con mayores variaciones justificadas por periodos de crisis:

Tabla 32: Composición y estructura del EERR de Banco Santander Chile. Elaboración propia

Banco Santander	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	2023-3	Proy.
Ing. Por intereses y reaj.	7.5%	7.4%	7.1%	6.5%	8.0%	10.6%	2.8%	8.3%
G. Por intereses y reaj.	-2.7%	-2.7%	-2.8%	-1.9%	-3.0%	-6.4%	-2.0%	-3.9%
Ing. Neto (Int. + Reaj.)	4.8%	4.7%	4.3%	4.6%	5.0%	4.1%	0.7%	4.3%
Ing. Comisiones y serv.	22.1%	21.6%	21.5%	20.2%	19.8%	17.8%	0.5%	20.4%
G. Comisiones y serv.	-8.6%	-8.6%	-9.1%	-8.2%	-8.4%	-7.9%	-0.2%	-8.3%
Ing. Neto (comisiones)	13.6%	13.0%	12.4%	12.0%	11.4%	10.0%	0.3%	12.0%
Ut. neta (Op. Fin.)	0.1%	2.4%	-3.4%	4.1%	-0.2%	1.9%	0.3%	2.5%
Ut. (pérdida) cambio neta	6.2%	2.3%	12.3%	2.3%	4.8%	3.5%	0.0%	4.2%
Otros ingresos op.	4.2%	1.8%	1.1%	1.0%	0.7%	0.5%	-0.1%	0.9%
Total ingresos op.	88.5%	82.4%	83.4%	90.7%	78.8%	54.9%	1.2%	74.9%
Provs. Riesgo de crédito	-14.5%	-14.5%	-18.1%	-22.9%	-13.9%	-9.1%	-0.3%	-14.8%
Ing. Operacional neto	74.0%	67.9%	65.3%	67.8%	64.9%	45.9%	1.0%	60.1%
Remuneraciones y gastos	-19.3%	-17.7%	-17.7%	-18.3%	-13.6%	-10.2%	-0.2%	-15.1%
Gastos de administración	-11.2%	-10.9%	-10.1%	-11.2%	-9.6%	-7.6%	-0.2%	-9.7%
Dep. Y amortizaciones	-3.8%	-3.5%	-4.6%	-4.9%	-4.2%	-3.2%	-0.1%	-3.9%
Deteriores	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
Otros gastos op.	-4.7%	-2.0%	-2.6%	-4.1%	-4.0%	-2.6%	0.0%	-3.0%
Resultado op. (neto)	34.8%	33.7%	30.2%	29.2%	33.6%	22.3%	0.4%	28.4%
Resultado inv. En soc.	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
Resultado antes de imp.	35.0%	34.0%	30.3%	29.3%	33.5%	22.3%	0.4%	28.4%
Impuestos	-19.9%	-21.8%	-21.4%	-20.1%	-19.9%	-9.8%	0.0%	-17.7%
Op. Continuas	28.0%	26.6%	23.8%	23.4%	26.9%	20.2%	0.4%	23.1%
Op. Descontinuadas	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Utilidad (pérdida) cons.	28.0%	26.6%	23.9%	23.4%	26.9%	20.2%	0.4%	23.1%
Resultado Propietarios	97.8%	99.3%	99.6%	99.0%	98.7%	98.2%	0.3%	95.8%
Interés no controlador	2.2%	0.7%	0.4%	1.0%	1.3%	1.8%	0.0%	1.4%

Con la estructura anterior, se procedió a proyectar el Estado Resultado de Banco Santander Chile.

Tabla 33: Estado de Resultados proyectado

Banco Santander	2023-12	2024-12	2025-12	2026-12	2027-12
Ing. Por intereses y reaj.	92,087	95,827	101,503	107,498	113,832
G. Por intereses y reaj.	-43,866	-45,648	-48,351	-51,207	-54,224
Ing. Neto (Int. + Reaj.)	48,221	50,180	53,152	56,291	59,608
Ing. Comisiones y serv.	18,756	19,517	20,673	21,895	23,184
G. Comisiones y serv.	-7,661	-7,972	-8,444	-8,943	-9,470
Ing. Neto (comisiones)	11,095	11,545	12,229	12,952	13,715
Ut. neta (Op. Fin.)	2,280	2,372	2,513	2,661	2,818
Ut. (pérdida) cambio neta	3,877	4,035	4,273	4,526	4,793
Otros ingresos op.	827	860	911	965	1,022
Total ingresos op.	66,299	68,992	73,078	77,395	81,955
Provs. Riesgo de crédito	-13,955	-13,298	-14,063	-14,589	-15,119
Ing. Operacional neto	52,344	55,694	59,015	62,806	66,835
Remuneraciones y gastos	-13,919	-14,485	-15,343	-16,249	-17,206
Gastos de administración	-8,916	-9,278	-9,827	-10,408	-11,021
Dep. Y amortizaciones	-3,619	-3,766	-3,989	-4,224	-4,473
Deteriores	-56	-58	-61	-65	-69
Otros gastos op.	-2,721	-2,832	-2,999	-3,176	-3,364
Resultado op. (neto)	23,114	25,276	26,796	28,684	30,703
Resultado inv. En soc.	67	70	74	78	83
Result. antes de imp.	23,180	25,345	26,870	28,762	30,785
Impuestos	-4,110	-4,493	-4,764	-5,099	-5,458
Op. Continuas	19,071	20,852	22,106	23,663	25,327
Op. Descontinuadas	0	0	0	0	0
Utilidad (pérdida) cons.	19,071	20,852	22,106	23,663	25,327
Resultado Propietarios	18,806	20,563	21,799	23,334	24,976
Interés no controlador	265	289	307	328	351

Fuente: Elaboración propia en base a los resultados de la estimación.

7.2 Proyección del Balance

Después de obtener el Estado de Resultado y, finalmente la utilidad por año se prosiguió con el cálculo el Balance proyectado. Este cálculo se llevó a cabo teniendo en cuenta la proporción y la estructura de dicho balance en relación con el total de activos. Es importante señalar que la estructura tiende a ser relativamente similar a lo largo del tiempo, como se presenta a continuación:

Tabla 34: Composición y estructura histórica del Balance

Banco Santander	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023-3	Proy.
Activos	100%	100%						
Efectivo y depósitos	4%	5%	7%	5%	5%	3%	4%	4%
Op. Con liquid. en curso	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Inst. Para negociación	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Contratos de retrocompra	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Contratos de derivados	6%	8%	16%	16%	16%	18%	17%	17%
Adeudado por bancos	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Créditos Y CxC A Clientes	75%	75%	63%	60%	56%	55%	54%	55%
Disponibles para la venta	7%	6%	8%	13%	9%	9%	9%	9%
Inst. Hasta el vencimiento	0%	0%	0%	0%	7%	7%	7%	7%
Inversiones en sociedades	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Intangibles	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activo fijo	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Bienes en arrendamiento	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuestos corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuestos diferidos	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%
Otros activos	2%	3%	3%	3%	5%	5%	6%	5%
Pasivos	91%	92%	93%	93%	95%	94%	94%	94%
Depósitos vistas	22%	22%	20%	26%	28%	21%	20%	23%
Op. Con liquid. en curso	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Contratos de retrocompra	1%	0%	1%	2%	0%	1%	1%	0%
Depósitos a plazo	33%	33%	26%	19%	16%	19%	21%	19%
Contratos de derivados	6%	6%	15%	16%	17%	21%	20%	19%
Obligaciones con bancos	5%	5%	5%	11%	14%	13%	13%	13%
Inst. De deuda emitidos	20%	21%	19%	15%	13%	14%	14%	14%
Otras obligaciones	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
Contratos de arrendamiento	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuestos corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuestos diferidos	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Provisiones	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Otros pasivos	2%	2%	6%	2%	4%	3%	3%	3%
Patrimonio	9%	8%	7%	7%	5%	6%	6%	6%
Patrimonio de Propietarios	9%	8%	7%	7%	5%	6%	6%	1%
Interés No Controlador	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Total pasivo y patrimonio	100%	100%						

Con lo anterior, se procedió a proyectar el Balance para Banco Santander, considerando como punto inicial, las colocaciones ya estimadas.

Tabla 35: Proyección del Balance

Banco Santander	2023-12	2024-12	2025-12	2026-12	2027-12
Activos	1,953,354	2,033,311	2,154,678	2,282,884	2,418,350
Efectivo y depósitos	72,640	75,613	80,127	84,894	89,932
Op. Con liquidación en curso	20,158	20,983	22,236	23,559	24,957
Inst. Para negociación	3,543	3,688	3,908	4,141	4,387
Contratos de retrocompra	-	-	-	-	-
Contratos de derivados	330,612	344,145	364,687	386,386	409,314
Adeudado por bancos	627	652	691	732	776
Créditos Y CxC A Clientes	1,078,916	1,123,080	1,190,116	1,260,929	1,335,753
Disponibles para la venta	178,170	185,463	196,533	208,227	220,583
Inst. Hasta el vencimiento	135,845	141,406	149,846	158,762	168,183
Inversiones en sociedades	1,262	1,313	1,392	1,475	1,562
Intangibles	2,962	3,084	3,268	3,462	3,668
Activo fijo	5,494	5,719	6,061	6,421	6,802
Bienes en arrendamiento	5,274	5,490	5,818	6,164	6,530
Impuestos corrientes	1,541	1,605	1,700	1,801	1,908
Impuestos diferidos	13,666	14,225	15,074	15,971	16,919
Otros activos	102,643	106,845	113,222	119,959	127,077
Pasivos	1,831,833	1,902,553	2,011,607	2,130,070	2,255,968
Depósitos vistas	454,920	473,542	501,807	531,665	563,214
Op. Con liquidación en curso	18,888	19,661	20,835	22,075	23,385
Contratos de retrocompra	8,437	8,783	9,307	9,861	10,446
Depósitos a plazo	369,453	384,576	407,531	431,779	457,401
Contratos de derivados	387,077	402,922	426,972	452,377	479,221
Obligaciones con bancos	262,412	273,153	289,457	306,680	324,879
Inst. De deuda emitidos	273,040	284,217	301,181	319,102	338,038
Otras obligaciones	7,788	8,107	8,591	9,102	9,642
Contratos de arrendamiento	4,061	4,227	4,480	4,746	5,028
Impuestos corrientes	2,055	2,139	2,267	2,402	2,544
Impuestos diferidos	3,529	3,674	3,893	4,125	4,369
Provisiones	24,324	25,319	26,831	28,427	30,114
Otros pasivos	15,848	12,233	8,456	7,729	7,688
Patrimonio	121,521	130,759	143,071	152,814	162,382
Patrimonio de los Propietarios	118,298	127,431	139,630	149,255	158,692
Interés No Controlador	3,223	3,328	3,437	3,550	3,666
Total pasivo y patrimonio	1,953,354	2,033,311	2,154,678	2,282,884	2,418,350

Fuente: Elaboración propia

7.2.1 Proyección de las provisiones por riesgo de crédito

Con el propósito de robustecer la estimación del balance, se proyectaron de forma independiente, los stocks de provisiones por riesgo de crédito para las carteras de comercial, vivienda y consumo.

7.2.1.1 Metodología de proyección

La metodología utilizada fue mediante elasticidades, la cual se define como una técnica utilizada en la modelización económica para estimar el impacto de cambios en una variable sobre otra, es decir, miden la sensibilidad o variación porcentual de una variable a cambios en otra variable.

7.2.1.2 Variables de proyección utilizadas

Dicho lo anterior, se consideró las elasticidades resultantes entre la evolución de los stocks históricos de provisiones de cada una de las carteras y la evolución histórica del PIB y el precio de la vivienda, de acuerdo al tipo de cartera.

De esta forma, las variables utilizadas fueron:

Tabla 36: Variables utilizadas para el cálculo de elasticidades de provisiones por tipo de cartera

Stock de Provisiones	Variable macroeconómica
Colocaciones Comerciales	PIB (%) y/y
Colocaciones de Consumo	
Colocaciones Para Vivienda	Precio de la vivienda (%) y/y

Respecto a las variables escogidas, en el caso del stock de provisiones de la cartera comercial, al representar esta la mayor parte de las colocaciones del banco, con aproximadamente un 50% de la cartera en promedio, y al ser proyectadas las colocaciones totales respecto a la evolución del PIB, se escogió también esta misma variable como la más adecuada para la estimación de provisiones del segmento, con una relación inversa respecto a la evolución de provisiones, es decir, ante un incremento del PIB, implica una disminución en el stock de provisiones de la cartera comercial.

Por otro lado, en cuanto a la estimación del stock de provisiones de colocaciones para consumo, inicialmente se tomó como variable representativa el desempleo, al ser esta una cartera principalmente de clientes personas naturales. Pero, dado el

comportamiento errático ante otros factores de la macroeconomía y de medidas gubernamentales presentes en el periodo de pandemia, la elasticidad calculada fue inversa, es decir, ante un aumento del desempleo, se observó una disminución de las provisiones de consumo, por lo que se desestimó como variable a considerar, dejando el PIB como el predictor de las provisiones de la cartera.

Por último, respecto a la estimación del stock de provisiones de colocaciones para vivienda, la variable más representativa y utilizada finalmente fue la evolución del precio de la vivienda, también con una relación inversa entre las variables, es decir, ante incrementos en el precio de la vivienda, implica una disminución en el stock de provisiones para la cartera de vivienda.

7.2.1.3 Cálculo de Elasticidades

Ya teniendo las variables macroeconómicas escogidas por segmento, se procedió a calcular la elasticidad de los stocks de provisiones por tipo de colocación respecto a dichas variables, considerando sus variaciones anuales históricas, de acuerdo a lo siguiente:

Tabla 37: Evolución del PIB y Stock de Provisiones de colocaciones Comerciales y Cálculo de Elasticidad

Variable	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	Elasticidad Promedio
PIB	1.36%	3.99%	0.74%	-6.15%	11.74%	2.44%	
Stock Prov. Coloc. Comerciales	0,53%	-3,82%	1,44%	16,90%	-8,02%	3,83%	
Elasticidad	0,388	-0,957	1,931	-2,751	-0,684	1,568	-0,4

Fuente: Elaboración propia en base a la información histórica obtenida de la CMF y el BCCh.

Tabla 38: Evolución del precio de la vivienda y el Stock de Provisiones de colocaciones de Vivienda y Cálculo de Elasticidad.

Variable	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	Elasticidad Promedio
Precio de la Vivienda	8.22%	6.75%	7.32%	1.70%	4.79%	4.31%	
Stock Prov. Coloc. Vivienda	7,2%	-16,6%	-3,9%	-18,8%	8,0%	27,1%	
Elasticidad	0,9	-2,5	-0,5	-11,0	1,7	6,3	-0,87

Fuente: Elaboración propia en base a la información histórica obtenida de la CMF y la CChC.

Tabla 39: Evolución del PIB y el Stock de Provisiones de colocaciones de Consumo y Cálculo de Elasticidad.

Variable	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12	Elasticidad promedio
PIB	1.36%	3.99%	0.74%	-6.15%	11.74%	2.44%	
Stock Prov. Coloc. Consumo	-7,7%	-14,5%	6,0%	-3,5%	-2,6%	3,2%	
Elasticidad	-5,7	-3,6	8,0	0,6	-0,2	1,3	-0,39

Fuente: Elaboración propia en base a la información histórica obtenida de la CMF y el BCCh.

De lo anterior, se destaca la Elasticidad promedio calculada por segmento, donde como criterio de proyección se excluyó del promedio a los valores con comportamiento errático de la muestra influidos por la coyuntura del periodo. De esta forma, el año 2019 quedó fuera del promedio calculado para la elasticidad de las provisiones de consumo y comercial, por considerarse el ratio obtenido para ambos casos un valor atípico y estar fuera del rango de una desviación estándar definido.

7.2.1.4 Aplicación de las elasticidades en la proyección de provisiones por riesgo de crédito

De acuerdo al criterio de proyección anteriormente descrito se obtuvo la estimación de las siguientes variaciones anuales del stock de provisiones por segmento, respecto a las proyecciones de las variables macroeconómicas (PIB, en base a la proyección oficial y Precio de la Vivienda, estimado a partir de la proyección de la variación de la inflación):

Tabla 40: Variación del stock de provisiones respecto a la evolución de su variable principal.

Variación estimada del stock de provisiones respecto a su variable estimadora						
Año	Comerciales		Vivienda		Consumo	
	PIB	Stock prov	Prec Vivienda	Stock prov	PIB	Stock prov
2023	0,00%	0,00%	4,72%	-4,09%	0,00%	0,0%
2024	1,50%	-0,62%	5,01%	-4,34%	1,50%	-0,58%
2025	2,50%	-1,04%	5,32%	-4,61%	2,50%	-0,97%
2026	2,50%	-1,04%	5,65%	-4,89%	2,50%	-0,97%
2027	2,50%	-1,04%	6,00%	-5,20%	2,50%	-0,97%

Fuente: Elaboración propia en base a los resultados obtenidos por metodología de elasticidades.

Luego, considerando las estimaciones del PIB, Precio de la vivienda y Consumo, y obteniendo la evolución estimada en el cuadro anterior, el stock proyectado de provisiones quedó de la siguiente forma:

Tabla 41: Estimación de provisiones por tipo de colocación

Cifras en miles de UF	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Provisiones Totales	(31.846)	(32.803)	(34.225)	(35.733)	(37.304)
Provisiones Colocaciones Comerciales	-19.637	-20.164	-20.886	-21.631	-22.399
Provisiones Colocaciones Para Vivienda	-2.846	-2.941	-3.092	-3.250	-3.412
Provisiones Colocaciones De Consumo	-9.363	-9.699	-10.247	-10.852	-11.492
Proporción de colocaciones provisionadas	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27
Provisiones Colocaciones Comerciales	-3,6%	-3,6%	-3,5%	-3,4%	-3,3%
Provisiones Colocaciones Para Vivienda	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Provisiones Colocaciones De Consumo	-5,5%	-5,5%	-5,5%	-5,5%	-5,5%

Fuente: Elaboración propia en base a los resultados obtenidos por metodología de elasticidades.

7.2.1.5 Impacto en el Estado de Resultados:

De esta forma también, de cara al EERR de Banco Santander Chile, se obtuvo la siguiente evolución de las provisiones netas de insolvencia (PNI), la cual considera el

diferencial del nivel de stock de provisiones en un periodo específico, en este caso anual, junto al siguiente valor del ratio de costo de crédito:

Tabla 42: Evolución de la tasa de provisión estimada.

Tasa de provisión	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	c-27
Flujo de provisiones	(13.955)	(13.298)	(14.063)	(14.589)	(15.119)
Costo de crédito	-1,26%	-1,15%	-1,15%	-1,13%	-1,10%

Fuente: Elaboración propia en base a los resultados obtenidos por metodología de elasticidades.

7.3 Razones financieras Banco Santander y la Industria

Tabla 43: Comparativa razones financieras entre Banco Santander y la Industria

Índices de rentabilidad	2017-12	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-12
Eficiencia – Santander	38.7%	39.0%	38.7%	38.0%	34.7%	38.1%
Eficiencia – Industria	49.8%	48.0%	45.4%	45.2%	41.9%	38.0%
Margen Bruto - Santander	63.9%	62.5%	60.4%	69.4%	61.4%	21.0%
Margen Bruto - Industria	60.1%	59.8%	59.9%	66.2%	62.2%	48.7%
ROA - Santander	1.6%	1.5%	1.1%	0.9%	1.2%	1.2%
ROA - Industria	1.0%	1.0%	0.9%	0.4%	1.1%	1.4%
ROE - Santander	18.6%	18.1%	16.0%	14.3%	22.5%	19.4%
ROE - Industria	12.0%	11.6%	12.1%	5.6%	15.4%	19.5%
Índice de solvencia regulatoria						
Í. Reg. De Solvencia - Santander	13.9%	13.4%	12.9%	15.4%	15.2%	17.8%
Í. Reg. De Solvencia - Industria	13.8%	13.3%	12.8%	14.7%	14.8%	15.6%
Índices de endeudamiento						
Capital Básico/Activos - Santander	7.9%	7.7%	7.0%	6.9%	5.7%	6.9%
Capital Básico/Activos - Industria	7.7%	7.6%	7.1%	6.6%	6.7%	7.1%
Pasivos C.P / Pasivo total - Santander	27.8%	26.5%	25.6%	26.6%	26.2%	26.2%
Pasivos L.P / Pasivo total - Santander	72.2%	73.5%	74.4%	73.4%	73.8%	73.8%
Resultado Op / Pasivo C.P - Santander	7.9%	7.6%	5.4%	4.5%	5.9%	5.1%
Pasivo / Patrimonio - Santander	10.5	10.9	13.6	14.3	17.2	15.1

Fuente: Elaboración propia a partir de información obtenida de la CMF

Al examinar las razones financieras, se destaca como Banco Santander Chile supera al sistema bancario en varios aspectos. Un ejemplo de ello es su destacada diferencia tanto en ROA como en ROE, el cual ha superado de manera constante al sistema desde 2017.

Además, en lo que respecta a los indicadores de rentabilidad, Banco Santander Chile también sobresale en comparación con el sistema en su conjunto. Esto, se atribuye a la mejora en el crecimiento en las colocaciones.

En relación con las razones de endeudamiento, es importante señalar que Banco Santander Chile ha experimentado un leve aumento en su nivel de apalancamiento regulatorio, aunque dicho aumento es menor en comparación con el sistema en general.

7.4 Razones financieras proyectadas de Banco Santander Chile

Tabla 44: Proyección de razones financieras y ratios regulatorios de Banco Santander Chile

Índices de rentabilidad	2023-12	2024-12	2025-12	2026-12	2027-12
Eficiencia – Santander	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%
Margen Bruto - Santander	53.5%	53.5%	53.5%	53.5%	53.5%
ROA - Santander	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
ROE - Santander	15.7%	16.5%	16.1%	16.0%	16.0%
Índice de solvencia regulatoria					
Í. Reg. De Solvencia - Santander	17.8%	17.9%	18.0%	17.7%	17.4%
Índices de endeudamiento					
Í. Reg. De Endeudamiento - Santander	6.2%	6.4%	6.6%	6.7%	6.7%
Pasivos C.P / Pasivo total - Santander	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
Pasivos L.P / Pasivo total - Santander	72.2%	72.2%	72.2%	72.2%	72.2%
Resultado Op / Pasivo C.P - Santander	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%	4.9%
Pasivo / Patrimonio - Santander	15.1	14.6	14.1	13.9	13.9

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida de la CMF.

Con el fin de validar las proyecciones realizadas, se examinaron los indicadores fundamentales de la salud financiera de la industria, centrándose en la rentabilidad, los niveles de solvencia regulatoria, el endeudamiento y otras métricas relevantes.

La rentabilidad proyectada de Banco Santander Chile se sitúa en línea con los niveles alcanzados en los años anteriores.

8. Proyección Flujos de Caja de los Accionistas

8.1 Definiciones

El método utilizado para valorizar económicamente a Banco Santander Chile es el Flujo de Caja Patrimonial, el cual se define de la siguiente manera:

$$\text{Flujo de Caja} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Flujo de caja de los accionistas}}{(1 + K_p)^t}$$

Donde:

K_p : Tasa de descuento patrimonial que fue determinada en el punto 5.6, correspondiente a 8.74%

Flujo de caja de los accionistas: Utilidad – Aumentos de Capital

8.2 Requerimientos de capital regulatorio

Debido a los requisitos establecidos por la regulación bancaria en cuanto a los niveles mínimos de capital, se inició el proceso de calcular el capital regulatorio proyectado con el objetivo de asegurar la conformidad con las normativas de la Ley General de Bancos (LGB) y de acuerdo con los lineamientos de Basilea III.

La metodología para llevar a cabo lo mencionado anteriormente fue la siguiente:

1. Se realizó la estimación de los Activos Ponderados por Riesgo (APR), según los establecido en la normativa de la CMF (R.A.N 12-1), por lo tanto:
 - a. En base a los APR históricos, considerados desde la implementación de Basilea III, se proyectaron los APR tomando las densidades reales de los últimos periodos, y aplicándolas sobre la proyección de los activos totales del balance.
 - b. Se calculó la proyección del ratio CET1 (Capital ordinario nivel 1) a 5 años, en base al cumplimiento anual de los requerimientos de capital regulatorio, y los aumentos parciales de capital, al ser Banco Santander

Chile una entidad sistémica (carga sistémico), y considerando como supuesto la mantención de la holgura regulatoria.

2. Luego de realizado lo anterior, se pudo calcular la estimación de las variaciones de patrimonio que impactan el capital regulatorio para los años proyectados, obteniendo de esta forma los aumentos de capital necesarios para poder cumplir con la regulación local y la holgura regulatoria señalada.

En el siguiente cuadro, que considera la historia desde la implementación de Basilea III a nivel local, se presenta la adecuación de capital histórica

Tabla 45: Adecuación de Capital de Banco Santander

Cifras en miles de UF	2020-12	2021-12	2022-12	2023-03
Patrimonio del Balance	125,647	112,758	120,714	113,401
Deducción	0	0	725	526
Capital Básico (BIS III)	125,647	112,758	119,989	112,875
APR (Basilea III)	1,137,300	1,224,078	1,083,049	1,079,028
CET 1 (%)	11.0%	9.2%	11.1%	10.5%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Adecuación de Capital de la CMF

Luego de obtenido los datos históricos, se procedió a proyectar los indicadores de capital y aumento de capital requerido.

Tabla 46: Ratio CET1(%) regulatorio proyectado

Cifras en miles de UF	2023-12	2024-12	2025-12	2026-12	2027-12
Patrimonio del Balance	121,521	130,759	143,071	152,814	162,382
Deducción	625	625	625	625	625
Capital Básico (BIS III)	120,896	130,133	142,446	152,189	161,757
APR (Basilea III)	1,084,286	1,128,669	1,196,039	1,267,205	1,342,400
CET 1 (%)	11.1%	11.5%	11.9%	12.0%	12.1%

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones previas.

Después de haber obtenido estos datos, se puede afirmar que Banco Santander cumple con los requisitos regulatorios mínimos establecidos por el regulador local. En consecuencia, es factible proyectar los cambios en el patrimonio para así obtener el flujo de caja de los accionistas.

9. Valoración por flujo de caja descontado de los accionistas

Para valorizar económicamente el Banco Santander por medio del flujo de caja descontado de los accionistas, es necesario considerar el flujo de caja de los accionistas, una tasa de crecimiento a perpetuidad conservadora de $g = 0.5\%$ (utilizado en el modelo) y una tasa de descuento K_p de 8.74% (Calculada anteriormente)

Tabla 47: Resultado valoración económica por flujo de caja

Banco Santander	Unidad	2023	2024	2025	2026	2027	Perp.
Utilidad del ejercicio	M UF	19,071	20,852	22,106	23,663	25,327	
Aumentos de capital	M UF	2,388	6,997	10,352	7,508	7,347	
Flujo de caja	M UF	16,683	13,855	11,755	16,155	17,980	227,989
Años desde la valoración	Años	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	5.75
Factor de descuento	Factor	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
Valor presente flujo de caja	M UF	15,667	11,965	9,335	11,798	12,075	140,806

Valoración Final con método de FCP	Miles de UF
Valor Presente Flujo de Caja (31-mar-2023)	60,840
Valor Terminal actualizado a 2027	227,989
Valor Presente Valor Terminal (31-mar-2023)	140,806
Valor Patrimonial (31-mar-2023)	201,646

Valor acción estimado por FCP	Unidad	Valor
Número de acciones	M Unidades	188,446,127
UF al 31-mar-2023	Pesos/UF	35,575.5
Precio al 31-mar-2023	Pesos/Acción	35.3
Precio estimado por FCP	Pesos/Acción	38.1
Diferencia entre valor vs precio mercado		8%

Fuente: Elaboración propia

El precio real de la acción al 31 de marzo 2023 correspondió a \$35.3. Por lo tanto, se pudo observar que el precio estimado de \$38.1, si bien fue un 8% mayor al precio real, este se encuentra dentro del rango esperado para la estimación mediante el modelo de Flujo de Caja de Descontado de los Accionistas, y cercano al precio real de la acción al 31 de marzo 2023.

10. Valoración por Múltiplos

Con la finalidad de obtener una estimación complementaria de la valoración de Banco Santander, se utilizará la metodología de valoración por múltiplos comparables, y así poder contrastar los resultados obtenidos con el resto de las metodologías, especialmente con el Flujo de caja de los accionistas.

Para esto, se utilizaron los otros dos bancos más importantes y con una estructura similar a Banco Santander Chile dentro del mercado chileno, que permitieran comparar y aplicar de mejor manera la metodología.

Los bancos utilizados fueron Banco de Chile y Banco de Crédito e Inversiones (BCI)

Tabla 48: Cifras principales actores de la Industria

Datos	Unidades	Santander	Chile	BCI
Patrimonio Libro	MM CLP	4,034,291	4,702,791	4,779,601
Resultados	MM CLP	559,156	1,063,804	683,784
Precio en Bolsa	CLP	35.3	77.2	23,301
N° Acciones	MM	188,446	101,017	191
Patrimonio Bursátil	MM CLP	6,642,726	7,798,519	4,439,726

Fuente: Elaboración propia

Con los datos obtenidos anteriormente, se procedió a realizar el cálculo de los ratios Bolsa/Libro y Bolsa/Utilidad para cada banco:

Tabla 49: Múltiplos comparables

Ratio	Unidad	Santander	Chile	BCI
Bolsa / Libro	Veces	1.7	1.7	0.9
Bolsa / Utilidad	Veces	11.9	7.3	6.5

Múltiplos	Comparable	Precio Estimado	Precio 31/03/2023	Diferencia
P/B Promedio	1.7	33.9	35.3	-3.8%

Fuente: elaboración propia

Se puede observar el precio real de la acción al 31 de marzo 2023, correspondiente a \$35.3, por lo tanto, el precio estimado, \$33.9 fue un 3.8% menor al precio real. Con esto, se puede concluir, de forma preliminar, que el precio obtenido mediante el método de Múltiplos Comparables se encuentra dentro del rango esperado. No

obstante, es relevante comentar que este modelo tiene limitaciones que disminuyen su poder de estimación, debido a una mayor sensibilidad a eventos únicos (fusiones, adquisiciones, etc.) ciclos económicos que no afectan de igual medida a toda la industria o bien que pueden impactar de forma considerable a la misma, como por ejemplo, en el caso de las distorsiones generadas en el mercado por el Covid -19 y cambios de estructura capital, entre otros factores, razones que generan en esta metodología una estimación de menor calidad al hacer variar los múltiplos de forma significativa. Otro aspecto importante de mencionar es que este método solo considera en su estimación los rendimientos y comportamientos pasados de las empresas comparables, no considerando las perspectivas futuras, como por ejemplo en el caso de la industria bancaria, un mayor nivel de capital requerido, siendo una de las diferencias clave con las otras dos metodologías utilizadas.

11. Valoración por Dividendos Descontados

Para valorizar económicamente el Banco Santander por medio de los Dividendos Descontados, es necesario considerar la proyección de los dividendos a repartir, una tasa de crecimiento a perpetuidad conservadora de $g = 0.5\%$ (utilizado en el modelo) y una tasa de descuento K_p de 8.74% (Calculada anteriormente).

Tabla 50: Estimación del valor de la acción por método de dividendos descontados

Valoración Banco Santander	Unidad	2023	2024	2025	2026	2027	Perp.
Utilidad del ejercicio	Miles de UF	19,071	20,852	22,106	23,663	25,327	
Tasa de reparto	%	65%	65%	65%	65%	65%	
Flujo disponible para dividendo	Miles de UF	12,396	13,554	14,369	15,381	16,463	208,750
Años desde la valoración		0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	5.75
Factor de descuento		0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
Valor presente dividendo	Miles de UF	11,641	11,705	11,411	11,233	11,056	128,925
Valor Patrimonial (31 mar 2023)	Miles de UF	185,971					

Valoración Final con método DDM	Miles de UF
Valor Presente Flujo de Caja (31-mar-2023)	57.045
Valor Terminal actualizado a 2027	208,750
Valor Presente Valor Terminal (31-mar-2023)	128,925
Valor Patrimonial (31-mar-2023)	185,971

Valor acción estimado por DDM	Unidad	Valor
Número de acciones	M Unidades	188,446,127
UF al 31-mar-2023	Pesos/UF	35,575.5
Precio al 31-mar-2023	Pesos/Acción	35.3
Precio estimado por DDM	Pesos/Acción	35.1
Diferencia entre valor vs precio mercado		-0.4%

Fuente: Elaboración propia.

Se puede observar el precio real de la acción al 31 de marzo 2023, correspondiente a \$35.3, por lo tanto, el precio estimado, \$35.1, fue un 0.4% menor al precio real. Con esto, se puede concluir que el precio obtenido mediante el método de Dividendos Descontados se encuentra en línea con el precio real a la fecha de valoración.

12. Estimación de precios de los Analistas

Para robustecer más, y validar la calidad de los datos obtenidos por medio de los distintos métodos en esta tesis, se contrastó la opinión de los distintos analistas especializados que participan activamente en la industria bancaria y mercado bursátil, con las estimaciones realizadas para el precio de la acción de Banco Santander Chile al 31 de marzo 2023.

Como se muestra en el siguiente cuadro, el precio entregado por los analistas se encuentra en el rango de 10% a 15% por sobre el precio real de la acción para la fecha de la valoración.

Tabla 51: Estimación precios de Analistas

Precio Mercado	BTG	CREDICORP	SCOTIABANK	ITAU BBVA	LARRAIN VIAL	Promedio	Dif.
35.3	44.8	44.6	38.1	31.8	42.5	40.4	14.5%

Fuente: Elaboración propia

Entre los analistas o instituciones especializadas en estimar y analizar el precio de las entidades que se tranzan en bolsa, destacan BTG Pactual, quienes, en su informe desarrollado para la estimación de los precios de las acciones, entregaron para Banco Santander Chile un precio de la acción de 44.8 CLP, lo que significa un 27%

por sobre el precio real de la acción para la misma fecha, tomando en consideración su comportamiento bursátil durante el último año, y el precio promedio de la acción.

Por otro lado, instituciones financieras como Scotiabank e Itaú BBVA, proyectaron un precio de la acción para Banco Santander Chile de 38.1 CLP y 31.8 CLP respectivamente, dando como resultado una variación respecto al precio real de la acción al 31 de marzo 2023 de 8% por sobre el precio para Scotiabank y 10% por debajo para Itaú BBVA.

Considerando los precios estimados por cada una de las corredoras de inversiones, el precio promedio de acción estimado para Banco Santander Chile fue de 40.4 CLP, el cual se ubica un 14.5% por sobre su valorización real en bolsa, dado que cerró al 31 de marzo de 2023 con un precio de 35.3 CLP.

13. Análisis de Sensibilidad

La valoración de Banco Santander Chile se realizó utilizando distintos métodos, siendo el Flujo de Caja de los Accionistas el método de valoración idóneo para todas las entidades financieras, ya que estas no cuentan con activos como las empresas de servicios o productos.

13.1 Análisis de Sensibilidad Del Flujo de Caja de los Accionistas

Se realizó un análisis de sensibilidad del método de FCA, con el fin de poder analizar la relación y el comportamiento del precio estimado respecto a distintas variables, entre las que se consideró en el primer caso la variación de la Tasa de crecimiento a perpetuidad contra la variación de la tasa de costo de capital K_p y para el segundo caso la tasa de crecimiento de colocaciones contra la tasa de costo de capital.

13.1.1 Sensibilidad de la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad

Se consideró una matriz con distintos escenarios, tomando como base los resultados obtenidos mediante el Flujo de Caja de los Accionistas, con un precio de la acción de CLP 38.1. Tomando como ejes principales la tasa de Costo Patrimonial de 8.74% y la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad de 0.5% (escenario base de la proyección)

se iteró para ver el resultado ante el aumento y disminución de cada una de estas variables.

En consecuencia, se pudo observar que, ante un aumento en la tasa del Costo Patrimonial, a una Tasa de Crecimiento a perpetuidad constante, el precio de la acción disminuye, y viceversa. Por otro lado, si se mantiene constante la Tasa de Costo Patrimonial, y se mueve solo la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad, se puede ver que, ante un aumento de la Tasa de Crecimiento a Perpetuidad, el precio de la acción aumenta. En cambio, si la Tasa de Crecimiento disminuye, para una misma Tasa de Costo Patrimonial, el precio de la acción de Banco Santander Chile disminuye.

Tabla 52: Análisis de Sensibilidad FCP

Tasa Costo Patrimonial - Sensibilidad FCP										
	7.7%	8.0%	8.2%	8.5%	8.7%	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%	
T. Crecimiento Perp.	0.30%	43	41	40	39	37	36	35	34	33
	0.35%	43	42	40	39	38	36	35	34	33
	0.40%	43	42	40	39	38	37	35	34	33
	0.45%	43	42	40	39	38	37	36	35	34
	0.50%	44	42	41	39	38.1	37	36	35	34
	0.55%	44	42	41	40	38	37	36	35	34
	0.60%	44	43	41	40	38	37	36	35	34
	0.65%	44	43	41	40	39	37	36	35	34
	0.70%	45	43	41	40	39	37	36	35	34

Fuente: Elaboración propia

13.1.2 Sensibilidad de la Tasa de Crecimiento de las colocaciones

Por otro lado, para graficar y cuantificar de mejor manera la sensibilidad del precio de la acción de Banco Santander Chile ante distintos cambios de tasa, se realizó también un análisis de sensibilidad, tomando en consideración una matriz con una Tasa de Costo Patrimonial de 8.74%, y una Tasa de Crecimiento de las Colocaciones de 4.64% (escenario base de la proyección realizada).

Para esto, se realizó un aumento y disminución de ambas tasas, siempre manteniendo una de ellas como pivot, lo que dio como resultado el cuadro siguiente, del cual se desprende que, ante un aumento en la tasa del Costo Patrimonial, a una Tasa de Crecimiento de las Colocaciones constante, el precio de la acción disminuye, y viceversa. Por otro lado, considerando un cambio en la Tasa de Crecimiento de las Colocaciones, pero a una Tasa de Costo Patrimonial constante, al aumentar la Tasa de las Colocaciones, aumenta el precio de la acción, y al disminuir esta tasa, el precio de Banco Santander Chile disminuye.

Tabla 53: Análisis de Sensibilidad FCP

Tasa Costo Patrimonial - Sensibilidad FCP										
	7.7%	8.0%	8.2%	8.5%	8.7%	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%	
T. Crecimiento Colocac.	2.64%	40	39	38	36	35	34	33	32	32
	3.14%	41	40	38	37	36	35	34	33	32
	3.64%	42	40	39	38	37	36	35	34	33
	4.14%	43	41	40	39	37	36	35	34	33
	4.64%	44	42	41	39	38.1	37	36	35	34
	5.14%	45	43	42	40	39	38	36	35	34
	5.64%	46	44	42	41	40	38	37	36	35
	6.14%	47	45	43	42	40	39	38	37	36
	6.64%	48	46	44	43	41	40	39	37	36

Fuente: Elaboración propia

13.2 Análisis de Sensibilidad De Dividendos Descontados

Para este caso, se elaboró una matriz con distintos escenarios, tomando como base los resultados obtenidos mediante el método de Dividendos Descontados (DDM) de los Accionistas, con un precio de la acción de CLP 35.1. Considerando como ejes principales la tasa de Costo Patrimonial de 8.74% y la Tasa de Reparto de Dividendos de 65% (escenario base). Se iteró para ver el resultado ante un aumento y disminución de cada una de estas variables.

En consecuencia, se pudo observar que, ante un aumento en la tasa del Costo Patrimonial, a una Tasa de Reparto de Dividendos constante, el precio de la acción disminuye, y viceversa. Por otro lado, si se mantiene constante la Tasa de Costo Patrimonial, y se itera solo la Tasa de Reparto de Dividendos, se puede ver que ante un aumento de esta Tasa, manteniendo constante, como pivó la Tasa de Costo Patrimonial, el precio de la acción aumenta, en cambio, si la Tasa de Reparto de Dividendos disminuye, para una misma Tasa de Costo Patrimonial, el precio de la acción de Banco Santander Chile disminuye.

Tabla 54: Análisis de Sensibilidad DDM

		Tasa Costo Patrimonial - Sensibilidad FCP								
		7.7%	8.0%	8.2%	8.5%	8.7%	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%
T. Reparto Dividendos	55.0%	39	37	36	35	34	33	32	31	30
	57.5%	39	38	37	35	34	33	32	31	30
	60.0%	40	38	37	36	34	33	32	31	30
	62.5%	40	39	37	36	35	34	33	32	31
	65.0%	40	39	38	36	35.1	34	33	32	31
	67.5%	41	39	38	37	35	34	33	32	31
	70.0%	41	40	38	37	36	35	34	33	32
	72.5%	41	40	39	37	36	35	34	33	32
	75.00%	42	40	39	38	36	35	34	33	32

Fuente: Elaboración propia

14. Conclusiones

En conclusión, a partir del análisis y estimaciones efectuadas, se logró determinar el valor de la acción de Banco Santander Chile al 31 de marzo de 2023 mediante tres métodos de valoración, contrastando específicamente el Flujo de Caja Descontado de los Accionistas (FCA), con los métodos de Dividendos Descontados (DDM) y la valoración por Múltiplos, además de la estimación de precios de la acción por medio de los analistas especializados.

La decisión de utilizar y comparar el FCA con distintas metodologías se fundamenta en el contraste entre los distintos métodos, con el objetivo de validar y contrastar las cifras obtenidas por cada uno de ellos y verificar si estas se adecuan respecto al precio real de mercado de la acción de la entidad en el mercado nacional y su diferencia con el FCA

En cuanto a cada uno de los tres métodos de valoración, es relevante comentar lo siguiente:

14.1 Flujo de Caja de los Accionistas (FCA):

El método de Flujo de Caja Descontado de los Accionistas se describe como la totalidad de los flujos generados por la empresa, luego de cumplir con todas las obligaciones, tanto regulatorias como del negocio, junto a las necesidades de reinversión. En consecuencia, corresponde a todo el excedente disponible posterior a los aumentos o retención de capital, descontados a la tasa de costo de capital K_p calculada de 8,74%. Utilizando este método, se obtuvo un valor estimado por acción de 38.1 CLP, ubicándose un 8% por sobre el precio de mercado de 35.3 CLP, implicando que, de acuerdo con el resultado obtenido a través de FCA, la acción de Banco Santander Chile estaba siendo subvalorada por el mercado, con lo que preliminarmente la recomendación sería de invertir en las acciones del Banco.

14.2 Múltiplos:

En cuanto a este método, se obtuvo un valor estimado de la acción de 33.9 CLP, posicionándose un 3.8% menor al precio real de mercado, con lo que preliminarmente se podría señalar que la acción de Banco Santander Chile estuvo sobrevalorada al cierre de marzo. Sin embargo y como se comentó previamente,

este no sería el mejor método de valoración a considerar, tanto por el tipo de industria, diferente a las empresas productivas, como por el contexto y periodo de valoración considerado, donde al ser uno de los inputs principales del mismo, el comportamiento histórico de las empresas comparables, donde se incluye el periodo de pandemia, con cambios importantes en las condiciones de mercado, en que esta metodología tiene una alta sensibilidad a impactos en esta u otras industrias, generando posibles distorsiones en la valoración.

Por otro lado, el no considerar las perspectivas ni requerimientos futuros del Banco, lo que sería una diferencia clave con las otras dos metodologías, no abarcaría todos los aspectos necesarios para tener una estimación de buena calidad.

14.3 Dividendos Descontados:

Por otro lado, para el método de Dividendos Descontados, se obtuvo un valor estimado de la acción de 35.1 CLP, quedando con una leve diferencia de 0.4% menor al precio de mercado, es decir, prácticamente en línea con el precio real de la acción de Banco Santander Chile. En conjunto con el método de FCA, este método puede ser considerado un buen método de valoración para el caso de Banco Santander Chile, lo que se sustenta en que la institución posee las características necesarias para su aplicación, donde uno de los drivers principales es que, al centrarse en el retorno de dividendos para los accionistas, exista una clara política de dividendos y que se pueda a la vez estimar que esta no tendrá variaciones relevantes, obteniendo una medición coherente del patrimonio económico de la firma. Sin embargo, una de las debilidades que se apreció en esta metodología, en línea con lo comentado anteriormente, es que ante variaciones inesperadas en la política de dividendos, que se pueden por situación de crisis local o factores macroeconómicos estresados, esta metodología tiene una alta sensibilidad ante dichos cambios en la tasa de reparto, por lo que uno de los aspectos claves, es la obtención de una tasa de política de reparto media, coherente con un escenario base de proyección, detectando desviaciones no alineadas con su política histórica y considerando a su vez, los supuestos adecuados de reparto de dividendos estimados a futuro.

14.4 Estimación de los Analistas:

Finalmente, y de acuerdo con la opinión de los expertos, al considerar la estimación promedio de los analistas, esta arrojó un valor estimado de la acción de 40.4 CLP, ubicándose un 14.5% sobre el precio real de la acción de Banco Santander Chile al 31 de marzo de 2023.

En base a estas cifras, se pudo verificar una relativa adecuación respecto al precio real de la acción, donde los valores estimados por cada método no presentaron diferencias relevantes respecto a su cifra real. No obstante, es importante destacar que la metodología más robusta y certera en la valorización de instituciones bancarias es el método de Flujo de Caja Descontado de los Accionistas, siendo el más utilizado y obteniéndose bajo esta metodología en la presente tesis, un valor de la acción estimado en línea con el promedio de los valores indicados por la estimación de los analistas, es decir, ambos con una misma tendencia, por sobre el precio real de la acción del banco.

Tabla 55: Resumen valoración Banco Santander

Resumen valoración Banco Santander Chile	CLP	% sobre valor real
Precio acción al 31 de marzo de 2023	35.3	-
Valor acción por Flujo de Caja de los Accionistas	38.1	8.0%
Valor acción por Múltiplos	33.9	-3.8%
Valor acción por Dividendos Descontados	35.1	-0.4%
Valor acción medidos por Analistas	40.4	14.5%

Fuente: Elaboración propia

Considerando lo anterior, se puede concluir que el valor de mercado estimado de las acciones de Banco Santander Chile, calculado al 31 de marzo de 2023, se sitúa en niveles aceptables y dentro del rango promedio para estimaciones del valor de la acción, teniendo una variación entre 4% por debajo y 15% por sobre el precio real de la acción, siendo consistente con los límites esperados según la literatura para la valoración de empresas utilizando los distintos métodos.

No obstante, es relevante mencionar que, al considerar el valor estimado a través del método FCA (CLP 38.1), indicado como el de metodología de mejor calidad y robustez entre los utilizados, el precio real de la acción del banco se encuentra subvalorado en un 8%, lo que permitiría realizar una recomendación de comprar o invertir en acciones de Banco Santander Chile.

Bibliografía

Maqueira, Carlos, Finanzas Corporativas Teoría y Práctica, Primera edición, 2015.

Memoria anual Banco Santander Chile 2022.

<https://banco.santander.cl/nuestro-banco/memorias/archivos/memoria-anual-integrada-2022>

Memoria anual Banco de Chile 2022

[https://portales.bancochile.cl/uploads/000/045/680/42b47795-da00-472d-93c7-323ce640b28f/original/Memoria BCH 2022 interactiva-Optimizada.pdf](https://portales.bancochile.cl/uploads/000/045/680/42b47795-da00-472d-93c7-323ce640b28f/original/Memoria_BCH_2022_interactiva-Optimizada.pdf)

Memoria anual Banco de Crédito e Inversiones (BCI) 2022

<https://www.bci.cl/investor-relations/informacion-financiera/memorias-anuales/memoria-anual-2022>

Estados financieros anuales de Banco Santander Chile, entre el 2017 al 2023.

<https://santandercl.gcs-web.com/es/financieros/estados-financieros>

Basilea III. Hacia una banca más sólida y robusta, Comisión para el Mercado Financiero, agosto 2019.

https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/articles-27227_doc_pdf.pdf

Información de deuda emitida (bonos) de Bloomberg y Yahoo Finance

<https://es.finance.yahoo.com/quote/BSANTANDER.SN/>

Second Quarter Earnings Report 2022 – Banco Santander Chile

<https://santandercl.gcs-web.com/quarterly-reports>

Publicaciones, Estadísticas y Datos, Comisión para el Mercado Financiero

<https://www.cmfchile.cl/portal/estadisticas/617/w3-propertyvalue-43347.html>

Base de Datos Estadísticos (BDE), Banco Central

<https://si3.bcentral.cl/siete>

Tasa de desocupación nacional, INE (Porcentaje)

https://si3.bcentral.cl/indicadoressiete/secure/Serie.aspx?gcode=TAS_DES_INE¶m=VwAuAEMAdgBMAC4AcgBkADgALQBoADIAZABfADAAMAAzADIAYQBWAGMANABIAFoAaQBUAESANgA2AHQAOQBHAFMAQQBrAFkAJAAwAesARgBnAEYAeQB1ADUAZgBFAFQATAAwADYAQgA0AF8ATwB0AGoAcgBVAGYASwAxAHMAOABFAGwAYwBMAHgAawBVAESARgBIAGYAWQB1ADIANwA2AGYAVABkAGsAQQBOAEoAVQBNAEgAUwBGAHYAeABNAGEA

Anexos

14.5 Cálculo del Patrimonio Efectivo

- **Capital Básico:** Corresponde al patrimonio de los tenedores de la organización, es decir, las partidas que constituyen el patrimonio exhibido en el balance consolidado del banco, que está compuesto por:
 - Capital: Corresponde al capital pagado o acciones adquiridas por el propio banco.
 - Reservas: Son fondos que la sociedad obtiene y no se reparten entre los socios sino que se acumulan en su patrimonio, reservándose su utilización a determinados fines. Normalmente provienen de beneficios no distribuidos entre los socios aunque también pueden tener un origen distinto.
 - Cuentas de valoración: Representan los ajustes realizados en instrumentos de inversión, derivados de cobertura de flujo de caja y de diferencias de conversión que no son parte del resultado integral del banco y no reflejado en el EE.RR.
 - Utilidades retenidas: Corresponden a las utilidades o dividendos de la empresa que permanecen en esta, es decir, no se reparten entre sus socios o accionista. En otras palabras, es la suma de las utilidades retenidas de ejercicios anteriores, utilidad o pérdida del ejercicio y la provisión para dividendos mínimos (Los dividendos mínimos a repartir para entidades bancarias es de 30%).
- **Interés Minoritario:** Es la fracción de capital que pertenece a los accionistas que no están vinculados a la compañía controladora, también conocido como interés no controlador. Su límite máximo es el 20% del capital básico, y si el monto excede este límite, sólo se registrará hasta ese porcentaje.
- **Bonos Subordinados computables:** Esto se aplica a los bonos que se emiten con un plazo de más de 5 años, donde la cantidad máxima considerada como Patrimonio Efectivo (PE) es el 50% del Capital Básico. En el caso de los bonos con vencimiento inferior a 5 años, la computación disminuirá en un 20% cada año.
- **Provisiones Voluntarias:** Formadas por la entidad bancaria y limitadas a un máximo del 1.25% de los Activos Ponderados por Riesgo de Crédito (APRC)

- **Goodwill:** Se trata de un activo intangible vinculado a la adquisición de una empresa por parte de otra. En concreto, se refiere a la plusvalía que se registra en una situación en la que el precio de compra supera la suma del valor razonable de todos los activos tangibles e intangibles identificables adquiridos en la transacción, así como los pasivos asumidos durante dicho proceso.

14.6 Estructura de capital objetivo

- Se determina el patrimonio económico (P) para los cierres anuales comprendidos entre 2017 y 202, así como para marzo de 2023. Este proceso implica la multiplicación del precio actual de las acciones por la cantidad total de acciones en circulación, todo ello expresado en Unidades de Fomento (UF), con el fin de presentar la información en valores reales.
- Posteriormente, se calcula la deuda financiera (B), que abarca todos los compromisos financieros exceptuando los impuestos corrientes y diferidos, las provisiones y otros compromisos.
- Obtenido el Valor de la deuda y del patrimonio, obtenemos el valor de los activos como $(B) + (P)$
- Finalmente, se realiza el promedio de las estructuras de capital objetivo (B/V) , (P/V) y (B/P) para los años mencionados anteriormente.

14.7 Beta Patrimonial

- En el proceso de estimación, se usaron los valores del precio de cierre de la acción del Banco Santander Chile, registrados diariamente, abarcando el período comprendido entre 2018 y 2022. específicamente, se consideraron 1308 rendimientos en el cálculo correspondiente.
- La regresión se realiza con una significancia del 1%.

14.8 Costo de la Deuda

- En la evaluación del costo de la deuda, se tomó como punto de referencia el bono de mayor duración emitido por Banco Santander, que tiene un plazo de 30 años y se clasifica como subordinado.

14.9 Beta de la deuda

- Utilizando el modelo CAPM, se calcula el coeficiente beta de la deuda, considerando la tasa libre de riesgo y un premio por riesgo de mercado predeterminado

14.10 Beta Patrimonial sin deuda

- Después de obtener el resultado del punto anterior, se procede a calcular el Beta patrimonial sin deuda mediante el modelo de Rubinstein. Para llevar a cabo este cálculo, se requiere emplear la estructura de capital, el Beta Patrimonial y la tasa de impuestos corporativos.

14.11 Beta Patrimonial con deuda

- Considerando el punto anterior del Beta Patrimonial sin deuda, y con la estructura capital objetivo calculada y la tasa de impuestos corporativos, mediante el modelo de Rubinstein se apalanca del Beta.

14.12 Costo Patrimonial

- Se determina la tasa de costo de capital empleando el modelo CAPM, cuya tasa será la que se empleará para la valoración de Banco Santander Chile al descontar los flujos de caja de los accionistas.

14.13 Costo promedio ponderado

- Con propósitos académicos, para esta tesis, se determina el costo promedio ponderado utilizando la fórmula del WACC. Es importante destacar que este cálculo no será empleado en la valoración de Banco Santander Chile, ya que la tasa a utilizar es la Tasa de Descuento (Costo de Capital)

14.14 Proyección de la Industria

- Al llevar a cabo las proyecciones para la industria bancaria, se debe tener en cuenta la estimación de las colocaciones en el mercado, utilizando el cálculo de la elasticidad histórica entre el PIB y las colocaciones. Por lo tanto, es esencial contar con información del PIB y las colocaciones de la industria en términos reales de los últimos años. En nuestro caso, consideramos datos del año 2002 hasta marzo 2023.

14.15 Proyección de las Colocaciones Banco Santander Chile

- Después de calcular la elasticidad PIB sobre Colocaciones, y utilizarla junto con la proyección del PIB para determinar las colocaciones de la industria, el siguiente paso es obtener la cuota de mercado (Market Share) de Banco Santander Chile. Esto se realiza aplicando el porcentaje obtenido (como factor), sobre las colocaciones proyectadas, lo que proporciona las proyecciones para Banco Santander Chile.

14.16 Proyección del Flujo de Caja de los Accionistas

- Debido a los requisitos mínimos de capital establecidos por la regulación bancaria chilena, se lleva a cabo el cálculo del capital regulatorio proyectado para asegurar la conformidad con las disposiciones normativas de la Ley General de Bancos.
- Después de verificar el cumplimiento de las regulaciones, se avanza con el cálculo del Flujo de Caja de los Accionistas. Primero, se determinarán los incrementos de capital, los cuales, al cumplir con los requerimientos regulatorios, se identificarán como todos los cambios en el patrimonio entre los periodos t y $t-1$.
- Con todo lo mencionado, el Flujo de Caja de los accionistas se determinará como la utilidad neta del periodo menos los aumentos de capital.

14.17 Valoración mediante el método de Flujo de Caja de los Accionistas

- La valoración se lleva a cabo utilizando el flujo de efectivo de los accionistas, la determinación de la tasa de descuento K_p mediante el modelo CAPM y la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) para calcular el valor terminal.

14.18 Valoración mediante el método de Múltiplos Comparables

- Para el cálculo mediante el método de los múltiplos comparables, se necesita incluir a los actores claves del mercado. Específicamente, en el caso de Banco Santander Chile, se estima el múltiplo de entidades como Banco de Chile y Banco de Crédito e Inversiones (BCI). La intención de considerar estos otros bancos es aplicar el promedio de sus múltiplos a la utilidad proyectada para el último periodo, lo que proporcionará el resultado del valor del patrimonio.