



VALORACION DE BANCO SANTANDER CHILE Por Múltiplos

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

**Alumno: Hernán Vargas Franco
Profesor Guía: Máximo Errázuriz**

Santiago, Julio 2017

TABLA DE CONTENIDOS

RESUMEN	2
METODOLOGIA	4
PARTE I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, INDUSTRIA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	11
1.1 Descripción de la Empresa e Industria.....	11
1.2 Descripción del Financiamiento de la Empresa	19
1.3 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa.....	22
PARTE II: ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE BANCO SANTANDER	25
2.1 Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa	25
PARTE III: VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR METODO “CASH TO EQUITY” (Método Paper Harvard).....	29
5.1 Descripción	29
5.2 Cálculo de Flujo.....	29
5.3 Valor a Perpetuidad por Método “Cash Flow to Equity”	30
PARTE IV: VALORACIÓN DE BANCO SANTANDER POR METODO DE MULTIPLOS.	33
6.1 Descripción	33
6.2 Cálculo y Ratios del Método de Múltiplos	33
CONCLUSIONES	35
BIBLIOGRAFIA	37

RESUMEN

En una economía global, interconectada, en un constante cambio y evolución. Se hace cada vez más necesario tener información oportuna y confiable sobre los distintos actores económicos. Siendo común el acudir a investigaciones, análisis coyunturales y valoraciones de activos disponibles en el mercado, con el fin de explicar y determinar cuánto valor generara un activo, empresa o proyecto.

Hay muchas mediciones o clasificaciones que se pueden realizar respecto a una empresa, las cuales pueden ser por el número de trabajadores, facturación, tamaño aparente, valor de sus activos, etc. Pero la medición que nos interesa es su valoración económica.

¿Cuánto vale una empresa? Es una pregunta que determina el interés y provecho que obtendrá el inversionista y que contestaremos por medio de la capacidad para generar efectivo que esta tenga, llamada “Flujo de caja libre”

El valor económico de un empresa a va depender:

- De la capacidad que tenga para generar ingresos en el futuro.
- Del nivel de endeudamiento (apalancamiento).
- Riesgo del negocio.

En el presente trabajo realizaremos la valoración económica de Banco Santander Chile S.A. esta valoración será realizada por medio del método de Flujo de Caja Libre.

El objetivo principal de estas investigaciones es determinar si el precio del Banco Santander S.A está por debajo o sobre nuestra valoración. De esta manera podremos entregar una recomendación de compra, venta o indiferencia

METODOLOGIA

1. Principales Métodos de Valoración de Empresas

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía. Hay distintas metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, que se centran en distintos ámbitos. Los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujos de fondos¹.

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

En el presente trabajo, nos centraremos en el método de flujos de caja descontados, este último se utiliza cada vez más, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos. No obstante, entre distintos analistas, en un mismo horizonte de tiempo y con la misma información, los resultados diferirán, ya que los supuestos son los que hacen la diferencia al trabajar la información

2. Modelo de descuento de dividendos

El valor de una acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización 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:

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

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

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

Dónde:

DPA= Dividendo por acción

Kp= 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:

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.³

3. Método de opciones reales

En particular se utiliza la metodología de árboles binomiales⁴ para evaluar las opciones americanas sobre acciones que no pagan dividendos y para las que si lo hacen. Lo que se hace es dividir la vida de la acción en pequeños intervalos, todos los intervalos de una misma duración, y se asume que en cada intervalo el precio de la acción varía de su valor inicial a uno de dos nuevos valores, uno con un movimiento al alza y otro a la baja, además se le asignan probabilidades p y $(p-1)$ a cada movimiento respectivamente.⁵

³ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

⁴ Árbol que representa cómo evoluciona el precio de un activo bajo el modelo binomial.

⁵ Hull, John C. Introducción a los Mercados de futuros y opciones. México. Pearson Education Inc. 2009. 357p,367p,375p

Para el caso de las acciones que pagan dividendos, este se usa en el análisis para referirse a una reducción en el precio de la acción, como una proporción del precio de la acción. Los precios se calculan al final del árbol y retrocediendo a lo largo de éste. Al final del árbol, el valor de una opción es el valor intrínseco.

Este método es muy útil para proyectos o empresas de alta flexibilidad ejecutiva en un ambiente de alta incertidumbre.

4. Método de Flujos de Caja Descontados

El método de Flujo de Caja Descontado, está dentro de las metodologías más usadas y aceptadas para realizar una valoración, porque está directamente relacionado con la utilidad, crecimiento del negocio y sus perspectivas.

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.⁶

⁶ Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

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_d) 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.

5. 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 ellos⁷:

Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

⁷ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m² construido en retail)

PARTE I: DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA, INDUSTRIA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

1.1 Descripción de la Empresa e Industria

La industria Bancaria es uno de los sectores de la economía Chilena más estables y que gozan de madurez y buena salud. No obstante, dentro de su historia ha vivido varias crisis profundas, desde las cuales se han sacado lecciones importantes.

Hoy en día, sobre la banca han recaído una serie de nuevas normas en el ámbito regulatorio, el cual no ha sido solo un fenómeno en Chile, sino más bien estas regulaciones vienen desde los países desarrollados, buscando dar un marco regulatorio más rigurosos en el ámbito de las inversiones, especulación y ratios de encaje. Todas las normas anteriores como Basilea y Dod Frank han representado un importante desafío a los cuales los bancos en Chile no han estado exentos, debiendo ser lo más flexible posible, para no perder competitividad ni rentabilidad a pesar de las nuevas condiciones que impone el mercado.

Banco Santander Chile es el banco con mayor capitalización bursátil del país, además también es el Banco con una mayor participación de mercado en relación a las colocaciones totales. Siendo un referente en la Industria Chilena, teniendo una posición de liderazgo en los últimos años.

Razón Social: BANCO SANTANDER-CHILE

Rut: 97.036.000-K

Nemotécnico: BSAN

Industria: Industria Bancaria

Regulación: SBIF – SVS – Banco Central de Chile

Tipo de Operación: Banco Santander Chile capta depósitos y ofrece servicios bancarios al por menor y comerciales en Chile. Ofrece préstamos personales y corporativos, tarjetas de crédito, fondos mutuos, financiación de arrendamientos, corretaje de valores y asesoría empresarial.

Filiales:

1. Santander Agente de Valores Ltda
2. Santander Asset Management SA AGF/Chile
3. Santander Corredora de Seguro SA
4. Santander Corredores de Bolsa Ltda
5. Santander SA Corredores de Bolsa
6. Santander SA Sociedad Securitizadora
7. Santander Servicios de Recaudacion y Pagos Ltda

Análisis de la propiedad y Administración

Los principales 12 accionistas agrupan al 60.37% de la firma.

1. Santander Chile Holding S.A (35.46%)
2. Teatinos Siglo XXI SA (31.72%)
3. Aberdeen (5.38)
4. Provida Pension Fund Administrat (1.26%)
5. AFP Habitat (1.11%)
6. AFP Cuprum (0.94%)
7. AFP Capital SA (0.93%)
8. Blackrock (0.74%)
9. Vanguard Group (0.70%)
10. Nordea Bank AB (0.30%)
11. Govmt Pension Invst Fund Japan (0.25%)
12. AFP Plan Vital SA (0.15%).

Fuente: Bloomberg

PRINCIPALES ACCIONISTAS BANCO SANTANDER (al 31 de dic. 2015)		
RAZÓN SOCIAL	ACCIONES	%
Santander Chile Holding S.A.	66.822.519.695	35,46
Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A.	59.770.481.573	31,72
Total Grupo Santander	126.593.001.268	67,18
The Bank of New York Mellon	32.516.063.671	17,25
Banco de Chile por cuenta de terceros	4.505.617.760	2,39
Banco Itaú por cuenta de inversionistas	4.157.077.315	2,21
Banco Santander por cuenta de inversionistas extranjeros	3.050.599.893	1,62
AFP Provida S.A.	2.372.764.882	1,26
AFP Habitat S.A.	2.149.839.866	1,14
AFP Cuprum S.A.	1.969.304.797	1,05
AFP Capital S.A.	1.886.537.445	1,00
Banchile Corredores de Bolsa	850.925.589	0,45
Santander Corredores de Bolsa Limitada	566.392.924	0,30
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	404.539.410	0,21
Corpbanca Corredores de Bolsa S.A.	288.471.931	0,15
AFP Planvital S.A.	284.151.605	0,15
Bci Corredor de Bolsa S.A.	267.454.875	0,14
AFP Modelo S.A.	255.674.430	0,14
BTG Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	228.090.556	0,12
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	172.811.747	0,09
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	159.223.505	0,08
Banco Santander - HSBC Bank PLC London	148.112.333	0,08
Inversiones Antares S.A.	144.122.227	0,08
Aberdeen Chile Fund, Inc.	136.823.987	0,07
Soc. Adm. de Fdos. de Cesantía de Chile II	132.838.430	0,07
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A.	115.106.855	0,06
Banchile Administradora General de Fondos S.A.	90.173.892	0,05
MCC S.A. Corredores de Bolsa	85.776.532	0,05
Consortio Corredores de Bolsa S.A.	77.515.773	0,04
Tanner Corredores de Bolsa S.A.	75.945.669	0,04
Otros 11.699 accionistas	4.761.167.627	2,53
TOTAL	188.446.126.794	100,00

Fuente: Memoria Banco Santander 2015

Directorio del Banco Santander S.A.

Nombre	Cargo	Externo
Vittorio Corbo Lioi	Presidente	Sí
Óscar von Chrismar Carvajal	Primer Vicepresidente	No
Roberto Méndez Torres	Segundo Vicepresidente	Sí
Marco Colodro Hadjes	Director Titular	Sí
Ana Dorrego de Carlos	Director Titular	No
Mauricio Larraín Garcés	Director Titular	Sí
Andreu Plaza López	Director Titular	No
Orlando Poblete Iturrate	Director Titular	Sí
Lucía Santa Cruz Sutil	Directora Titular	Sí
Juan Pedro Santa María Pérez	Director Titular	No
Roberto Zahler Mayanz	Director Titular	Sí
Blanca Bustamante Bravo	Directora Suplente	Sí
Raimundo Monge Zegers	Director Suplente	No



Vittorio Corbo

Investigador Asociado Senior del Centro de Estudios Públicos (CEP), es Presidente del Directorio de Banco Santander Chile desde 2014.



Oscar von Chrismar Carvajal

Ingresó a Banco Santander en 1990 como Subgerente General del Área Financiera. Entre 1995 y 1996 fue Gerente General de Banco Santander Perú. Primer Vicepresidente.



Roberto Méndez Torres

Es Director y Presidente de Adimark GfK. Además del ser Segundo Vicepresidente del Directorio de Banco Santander Chile. Segundo Vicepresidente.



Marco Colodro Hadjes

Es Director titular de Telefónica Chile. Fue Vicepresidente y miembro del Consejo Directivo de Banco Estado.



Ana Dorrego de Carlos

Ingresó al Grupo Santander en 2005 y desde entonces ha desempeñado diversas funciones, principalmente en las áreas de Planificación Financiera y Desarrollo Corporativo



Mauricio Larraín Garcés

Fue Presidente de Banco Santander entre 2002 y 2014 y Vicepresidente del mismo desde 1992 al año 2001.



Andreu Plaza López

Es responsable de la División Tecnología y Operaciones en el Grupo Santander desde enero de 2015. Ingresó a la entidad en 2012.



Orlando Poblete Iturrate

Desde 1991 a la fecha se ha desempeñado como profesor de Derecho Procesal en la Universidad de los Andes.



Lucía Santa Cruz Sutil

Es Decana de la Facultad de Artes Liberales de la Universidad Adolfo Ibáñez; Directora del Instituto de Capacitación.



Juan Pedro Santa María Pérez

Ha sido Director Jurídico Corporativo del Grupo Santander en Chile y Fiscal del Banco Santander Chile, Fiscal del Banco O'Higgins.



Roberto Zahler Mayanz

Es Presidente de la consultora Zahler & Co. y miembro del Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF). También es consultor.



Blanca Bustamante Bravo

Es ingeniero comercial, con mención en Economía de la Universidad Católica de Chile.



Raimundo Monge Zegers

Es Director Corporativo de Planificación Estratégica y Financiera y Gerente General de Santander Chile Holding, entidad que agrupa

Empresas comparables del sector industrial: Banco de Chile

Nombre de la Empresa	Banco de Chile S.A.
Ticker o Nemo-técnico	CHILE
Derechos de cada Clase	Acciones comunes, preferentes, etc.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago.
Descripción de la Empresa (profile)	Banco de Chile capta depósitos y ofrece servicios de banca minorista y comercial. Ofrece crédito, préstamos hipotecarios, tarjetas de crédito, servicios de corretaje de valores, fondos de inversión, factoraje, seguros y productos de inversiones.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Industria Bancaria
Negocios en que se encuentra	Banca Comercial (Personas), Banca empresa e instituciones (Empresas Medianas) y Banca corporativa y clientes institucionales.

Empresas comparables del sector industrial: Banco de Crédito e Inversiones.

Nombre de la Empresa	Banco de Credito e Inversiones
Ticker o Nemo­técnico	BCI
Derechos de cada Clase	Acciones comunes, preferentes, etc.
Mercado donde Transa sus acciones	Bolsa de Comercio de Santiago.
Descripción de la Empresa (profile)	Banco de Crédito e Inversiones (BCI) recibe depósitos y ofrece servicios bancarios tanto mayorista como comerciales. Ofrece tarjetas de crédito, servicios de corretaje de valores, seguros de vida y salud, y servicios de financiación de arrendamientos.
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Industria Bancaria
Negocios en que se encuentra	Banca Personas, Banca empresa e instituciones y Banca corporativa.

1.2 Descripción del Financiamiento de la Empresa

El banco consta de 335 Bonos a Junio de 2016, distribuidos entre bonos subordinados y bonos corrientes en monedas CLP, CLF, AUD, CHF, JPY y USD.

	VOLUMEN	TASA
TOTAL CLP	676,273	5.14%
TOTAL UF	3,967,530	3.20%
SUBORDINADOS	736,471	4.12%
CORRIENTES	3,231,059	2.99%
TOTAL M/X CORRIENTES	1,545,995	2.10%

El siguiente es un cuadro resumen de los bonos que se han emitido fuera de Chile:

F. Inicio	F. Vcto	Moneda	T/C Cierre	Nominal Vigente	Tipo Tasa	Tasa	Spread	Periodo Tasa	Base
13-mar-14	13-mar-17	AUD	493.06	125,000,000.00	FIJA	4.5000	0 6M	30/360	
28-mar-13	28-mar-17	CHF	678.03	150,000,000.00	LIBOR-CHF	-0.7992	1 3M	Actual/360	
31-ene-14	31-jul-17	CHF	678.03	300,000,000.00	FIJA	1.0000	0 1Y	30/360	
26-sep-13	26-sep-19	CHF	678.03	150,000,000.00	FIJA	1.7500	0 1Y	30/360	
19-may-15	19-may-22	CHF	678.03	150,000,000.00	FIJA	0.3750	0 1Y	Actual/360	
22-sep-10	22-sep-20	CLP	1	30,428,500,000.00	FIJA	6.5000	0 6M	30/360	
24-abr-14	24-abr-17	JPY	6.43	6,600,000,000.00	LIBOR-JPY	-0.0279	1 3M	Actual/360	
24-abr-14	24-abr-17	JPY	6.43	2,000,000,000.00	FIJA	0.7200	0 6M	30/360	
24-abr-14	24-abr-19	JPY	6.43	18,700,000,000.00	FIJA	0.9700	0 6M	30/360	
17-dic-15	17-dic-20	JPY	6.43	1,200,000,000.00	FIJA	0.4200	0 6M	30/360	
29-jun-16	29-jun-21	JPY	6.43	3,000,000,000.00	FIJA	0.1150	0 6M	30/360	
15-abr-14	11-abr-17	USD	663.25	470,040,000.00	LIBOR-USD	0.6288	1 3M	Actual/360	
06-jun-13	07-jun-18	USD	663.25	109,896,000.00	LIBOR-USD	0.6822	2 1Q	Actual/360	
19-feb-14	19-feb-19	USD	663.25	250,000,000.00	LIBOR-USD	0.6251	2 3M	Actual/360	
09-jun-16	09-jun-21	USD	663.25	10,000,000.00	LIBOR-USD	0.6566	1 3M	Actual/360	
17-jun-16	17-jun-21	USD	663.25	10,000,000.00	LIBOR-USD	0.6564	1 3M	Actual/360	
20-sep-12	20-sep-22	USD	663.25	331,147,000.00	FIJA	3.8750	0 6M	30/360	

Ejemplo de un bono emitido por Banco Santander Chile desde Reuters:

STG 3.400 01-JAN-2024

[BSTDEF0114](#)

PRINCIPAL / COUPON INFORMATION	
Maturity Date	01-Jan-2024 @ 100
Principal / Coupon Currency	CLF / CLF
Amount Outstanding	2,400,000 CLF
Coupon Type	Fixed:Plain Vanilla Fixed Coupon
Coupon Frequency	Semiannually
Current Coupon / Next Pay Date	3.40000 / 01-Jan-2017
Dated / First / Final Coupon	01-Jan-2014 / 01-Jan-2015 / 01-Jul-2023
Irregular Coupon	First
Inflation Index Linked	Yes
Principal Index Linked	No
Floating Rate Note	No
ISSUANCE DETAILS	
Domicile of Issuer	Chile (CL)
Issuer Country of Incorporation	Chile (CL)
Market of Issue	Chile
Country of Risk	Chile (CL)
Issue Date / Price / Yield	07-Oct-2014 / - / -
Original Issue Amount	2,400,000 CLF
Total Issue Amount	2,400,000 CLF
Total Price to Public	- CLF
Announcement Date	25-Sep-2014
Green Bond	No
Use of Proceeds	-
MTN	No
Underwriters	-

MARKET CONVENTIONS	
Settlement	Trade + 1 Business Days
Ex-Dividend Rules	—
Day Count Basis	30 / 360
Holiday	Chile
Payment Rule	Move forward to next bus day
End of Month Convention	Same day of the month
Yield Calculation Convention	ACT 30/360 1Y YTM
Price Rounding	Round NEAR 2 places
Accrued Interest Truncation	—
Min. Denomination / Increment	1,000.00 / 1,000.00 CLF
Price Quote	With Accrued
Yield Type	Yield To Maturity
Linear Last Period	30 / 360 for the last period only
Withholding Tax	—

COUPON HISTORY	
Date ▾	Coupon
01-Jan-2014	3.40000

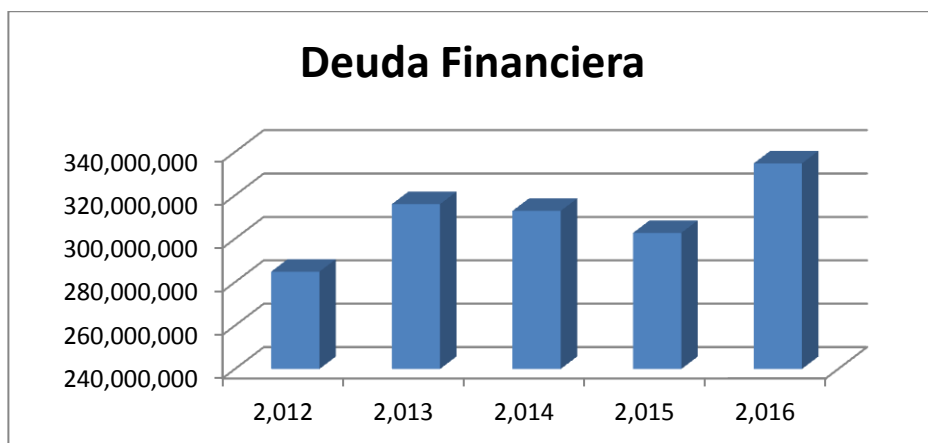
▣ S&P Long-term Issuer Rating (Foreign)	A	14-Feb-2012	--	--	STABLE	27-Dec-2012	EUE	--
	A+	18-Dec-2007						
	A	20-Jan-2004						
	A-	06-Sep-2001						
	BBB+	03-Jul-1997						
▣ S&P Long-term Issuer Rating (Domestic)	A	14-Feb-2012	--	--	STABLE	27-Dec-2012	EUE	--
	A+	18-Dec-2007						
	A	20-Jan-2004						
	A-	24-Jul-2002						
	A	17-May-2002						
	A-	06-Sep-2001						
	BBB+	03-Jul-1997						

BONDS			
Categorized By: Bond Type			
Bond Type	Issues	Outstanding	Issued
↻ Domestic	805	14,787,623,727,990	15,742,785,576,237
↻ Eurobond	12	271,331,080,852	271,331,080,852
↻ Foreign	12	1,637,903,873,779	2,014,165,778,329
Total	829	16,696,858,682,622	18,028,282,435,418

1.3 Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

La estimación de la deuda financiera se hizo bajo la siguiente modalidad (en UF):

Deuda Financiera	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016
	297,318,302	327,800,954	324,255,962	320,752,278	351,082,094



Patrimonio Económico:

	2012	2013	2014	2015	2016
Nº Acciones	188,446	188,446	188,446	188,446	188,446
Emisión de acciones	0	0	0	0	0
Precio Acción	34	30	30	32	32
Patrimonio (MM\$)	6,354,403	5,740,069	5,715,571	5,990,702	6,015,200
Patrimonio (UF)	278,204,673	246,253,856	232,084,615	233,746,199	230,891,456

Estructura de Capital Objetivo

Para calcular la estructura de capital objetivo de la empresa, utilizamos tres razones financieras, las cuales las contrastamos, para así poder analizar el comportamiento de la estructura de capital objetivo de la empresa en base al promedio simple.

Utilizando como supuesto que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado, obtenemos la siguiente información:

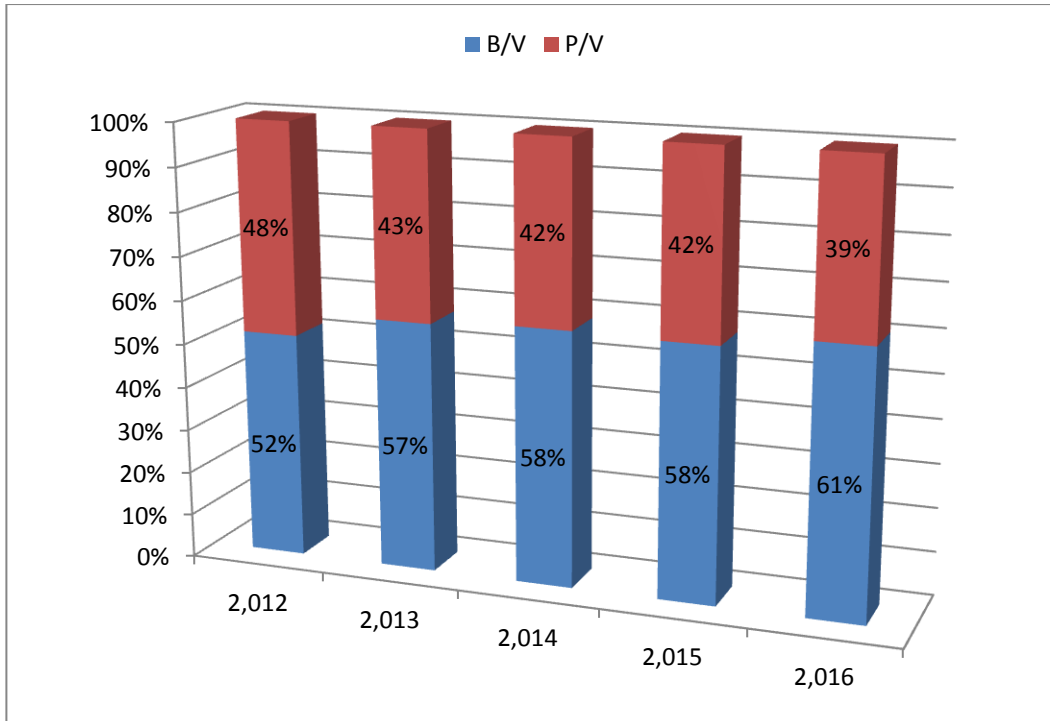
(B/V) Razón de endeudamiento de la empresa: Mide la proporción de la deuda financiera sobre la suma del patrimonio económico y la deuda financiera. Al comparar los distintos años de este ratio podemos inferir que esta proporción ha ido en aumento, explicando esto por un aumento de la deuda de largo plazo año a año y una pequeña disminución a través del tiempo de patrimonio económico.

(P/V) Razón patrimonio a valor de empresa: Mide la proporción del patrimonio económico sobre la suma del patrimonio económico y la deuda financiera. Este ratio es inverso al ratio anterior, ya que vemos que ha ido en disminución a lo largo de los años por una disminución del patrimonio económico.

(B/P) Razón deuda a patrimonio de la empresa: Mide la proporción de la deuda financiera que está cubierta por el patrimonio. Esta razón ha mostrado fluctuaciones a lo largo de los años, con una tendencia al alza. Principalmente lo anterior se explica por un aumento de la deuda de largo plazo en relación al patrimonio económico. Por los motivos antes explicados esta razón partió siendo 1.07, es decir Patrimonio económico semejante a la deuda financiera, llegando posteriormente a ser la deuda financiera 1.5 veces el patrimonio económico.

Cuadro Estructura de capital Objetivo:

Ratios	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	Promedio
B/V	52%	57%	58%	58%	61%	57%
P/V	48%	43%	42%	42%	39%	43%
B/P	107%	133%	140%	137%	154%	134%



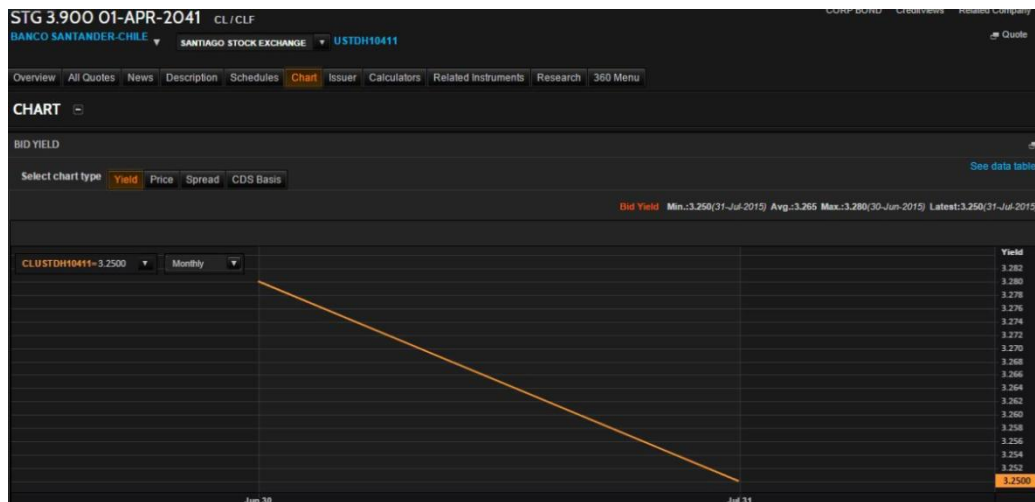
PARTE II: ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL DE BANCO SANTANDER

2.1 Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

El beta de la acción se estimó mediante el modelo de mercado ($R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$) utilizando los retornos semanales durante los últimos 2 años del índice IGPA y los precios de la acción del Banco Santander Chile (BSAN), los cuales se extrajeron desde bloomberg.

	2012	2013	2014	2015	2016
Beta de la Acción	1.0825	1.0513	1.4938	1.5067	1.2344
p-value (significancia)	0	0	0	0	0
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%	100%	100%

2.1 Costo de la Deuda (k_b)



$$(k_b) = 3.25\%$$

2.2 Beta de la Deuda (β_b)

Utilizando CAPM y la tasa de costo de la deuda, se calculó el beta de la deuda de Banco Santander Chile:

$$K_b = R_f + PRM * \beta_b$$

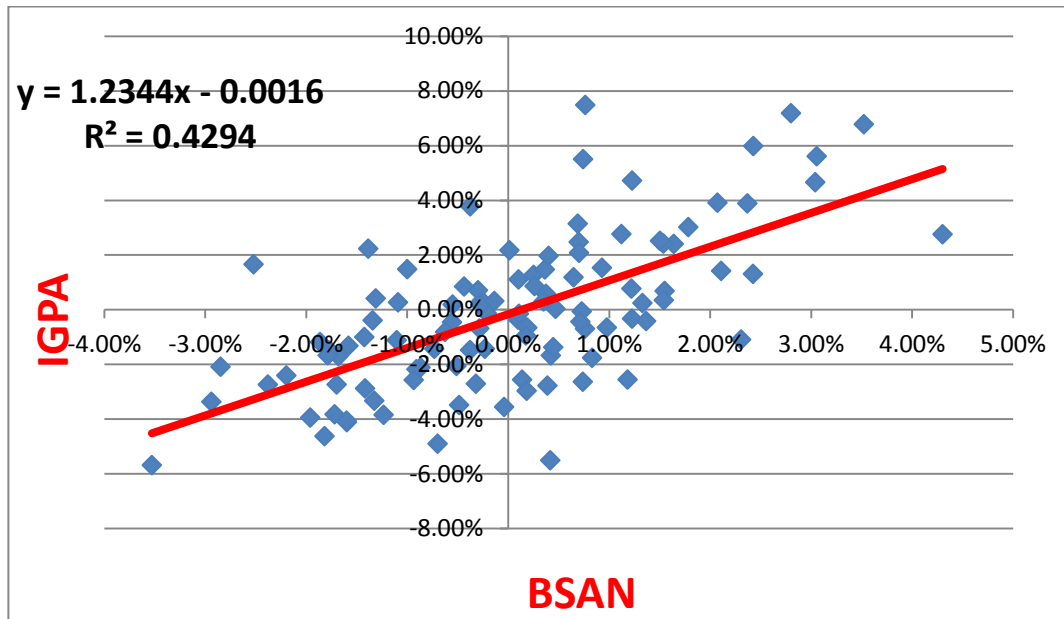
$$3,25\% = 1,92\% + 8,17\% * \beta_b$$

$$\beta_b = (3,25 - 1,92) / 8,17$$

$$\beta_b = 0,1628$$

2.3 Beta de la Acción $(\beta_p^{C/D})$

Beta de la acción de Junio de 2016



$$y = \beta x + a$$

$$y = 1,2344x - 0,0016$$

$$\beta = 1,2344$$

2.4 Beta Patrimonial Sin Deuda $(\beta_p^{S/D})$

Desapalancando el beta de la acción a Junio de 2016, con la estructura de capital promedio de los años 2012 al 2016:

$$B/P^{c/d} = 1,54$$

Usando Rubinstein:

$$\begin{aligned} \left(\beta_p^{C/D}\right) &= (1 + (1-tc) * B/P^{c/d}) * \left(\beta_p^{S/D}\right) - (1-tc) * B/P^{c/d} * \beta_b \\ 1,2344 &= (1 + 0,76 * 1,54) * \left(\beta_p^{S/D}\right) - 0,76 * 1,54 * 0,1628 \\ \left(\beta_p^{S/D}\right) &= 0,6565 \end{aligned}$$

2.5 Beta Patrimonial Con deuda $\left(\beta_p^{C/D}\right)$

Apalancando el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital objetiva de la empresa:

$$B/P^{c/d} = 1,34$$

Nuevamente usando RB

$$\begin{aligned} \left(\beta_p^{C/D}\right) &= (1 + (1-tc) * B/P^{c/d}) * \left(\beta_p^{S/D}\right) - (1-tc) * B/P^{c/d} * \beta_b \\ \left(\beta_p^{C/D}\right) &= (1 + 0,76 * 1,34) * 0,6565 - 0,76 * 1,34 * 0,1628 \\ \left(\beta_p^{C/D}\right) &= 1,1594 \end{aligned}$$

2.6 Costo Patrimonial $\left(k_p\right)$

Utilizando CAPM estime la tasa de costo patrimonial, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa:

$$K_p = R_f + PRM * \left(\beta_p^{C/D}\right)$$

$$K_p = 1,92\% + 8,17\% * 1,1594$$

$$K_p = 11,3919\%$$

2.7 Costo de Capital $\left(k_0\right)$

Utilizando el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) estimamos el costo de capital de Banco Santander Chile:

$$WACC = K_p * P/V + K_b * B/V * (1-tc)$$

Reemplazando P/V y B/V por lo calculado en el punto 1.3 del informe:

$$WACC = 0,1139*0,429+0,0325*0,571*0,76$$

$$WACC = 0,0630$$

$$WACC = 6,30\%$$

PARTE III: VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR METODO “CASH TO EQUITY” (Método Paper Harvard)

5.1 Descripción

“Cash Flow to Equity”, método utilizado para valorar instituciones financieras en Papers y Clases en la escuela de negocios de Harvard, el cual creemos será de gran ayuda para la valoración para Banco Santander de una mejor manera.

En este tipo de valoración es fundamental al igual que el método de “flujos de caja descontados” obtener 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. Estos están directamente relacionado con la utilidad, crecimiento del negocio y sus perspectivas.

La diferencia con el método de “flujos de caja descontados” es que el Flujo de caja Libre será calculado de manera distinta como se verá más adelante, ya que en el análisis de un banco es difícil separar el capital de trabajo de la deuda o también diferenciar muchas veces los interés ganados por las colocaciones y los intereses pagados por las captaciones, sumando a lo anterior que también los bancos deben mantener ciertos niveles de patrimonio u otros niveles en el balance que satisfagan la estricta regulación bajo la cual operan, haciendo complejo el cálculo de sus flujos de caja libre, por lo anterior, los flujos son descontados a la tasa de descuento del Equity en este método.

5.2 Cálculo de Flujo

Luego de tener el balance y Estado de Resultados proyectados, nos permitió obtener la Utilidad del ejercicio para los próximos años, la cual utilizaremos como base para calcular un “Cash Flow to Equity”, método utilizado para valorar instituciones financieras en Papers y Clases en la escuela de negocios de Harvard, el cual creemos será de gran ayuda para la valoración para Banco Santander de una mejor manera.

Con lo anterior, y tomando como supuesto la estructura constante del balance, quedando nuestra proyección de FCL en UF de la siguiente manera:

Años	2012	2013	2014	2015	2016
Utilidad del Ejercicio	17,188,227	19,050,596	22,589,383	17,641,711	18,430,407
+ Depreciaciones del activo fijo	927,947	963,038	1,122,341	1,411,482	1,566,648
- CAPX	30,000,000	-10,878,748	56,870,882	39,426,143	55,948,733
- Cambios en K de Trabajo	-37,733,916	110,443,250	-12,403,711	-1,194,270	-41,008,222
+ Neto de Prestamos	8,758,423	30,482,652	-3,544,992	-3,503,684	30,329,816
Flujo de Caja Libre Modificado	34,608,513	-49,068,216	-24,300,438	-22,682,364	35,386,360

Años	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Utilidad del Ejercicio	18,430,407	20,396,329	22,294,207	24,352,824	26,584,830
+ Depreciaciones del activo fijo	1,566,648	1,392,426	1,481,745	1,548,384	1,650,429
- CAPX	55,948,733	-6,707,947	4,983,915	4,372,619	3,678,357
- Cambios en K de Trabajo	-41,008,222	30,789,442	30,254,539	32,844,468	35,627,237
+ Neto de Prestamos	30,329,816	21,889,870	21,901,410	23,131,170	24,429,220
Flujo de Caja Libre Modificado	35,386,360	19,597,131	10,438,908	11,815,292	13,358,884

5.3 Valor a Perpetuidad por Método “Cash Flow to Equity”

El valor a perpetuidad, es el valor terminal de una empresa con o son oportunidades de crecimiento a partir del año siguiente al periodo de proyección (t+1), para el estudio corresponde al año 2021, a continuación lo presentamos por el método “Cash Flow to Equity”.

FLUJO DE CAJA LIBRE 2021 (UF)	
Utilidad del Ejercicio	29,021,405
Depreciaciones del activo fijo	1,759,199
CAPX	3,094,326
Cambios en K de Trabajo	38,645,779
Neto de Prestamos	25,800,111
Flujo de Caja Libre Equity	15,104,137

El cálculo a perpetuidad:

Para calcular la perpetuidad, utilizamos los cálculos realizados en el punto 2 y para obtener V(t) dividimos el Flujo de Caja Libre del 2021 sobre la tasa Kp.

G Pptuo.	3%
Kp	11.39%
Kb	3.25%
P/V	42.90%
B/V	57.10%
(1-tc)	76.00%
K0	6.30%
Wacc	6.30%
V(T)	179,984,506 (UF)

La tasa de descuento utilizada es la tasa Kp menos la tasa de crecimiento perpetuo (11.39%-3%) = 8.39%

Valor presente de Flujos proyectados y valor terminal en UF

Año	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de Caja Libre	35,386,360	19,597,131	10,438,908	11,815,292	13,358,884
Valor terminal					179,984,506
Total	35,386,360	19,597,131	10,438,908	11,815,292	193,343,390.11

Valor presente	208,181,850.45
-----------------------	-----------------------

Valoración Económica y precio de acción estimado:

Valoración Económica B. Santander	en UF	CLP
Patrimonio Económico	208,181,850	
Nº Acciones	188,446,000,000	
Precio estimado por Acción UF	0.001105	
Precio estimado por Acción pesos al 30-06-2016		29.11

Se estimó un valor Económico de Banco Santander S.A de UF 191,257,736 y con un total de 188,446 Millones de acciones a un precio 29.11 CLP cada una, al 30 de Junio del 2016.

El precio de la acción a nuestra fecha de valorización es de 31.92 y presenta una desviación de 2.81 pesos respecto a nuestro calculo, con una desviación de 8.8%. Inicialmente, podemos decir que nuestra estimación está relativamente cercano a el precio de Banco Santander en Bolsa en aquel momento, y en conclusión vemos que Banco Santander esta levemente subvalorada por nosotros respecto a su precio bursátil mediante el método de “Cash Flow to Equity”. Por lo tanto recomendamos mantener la acción del Banco Santander Chile S.A. por este método.

PARTE IV: VALORACIÓN DE BANCO SANTANDER POR METODO DE MULTIPLOS.

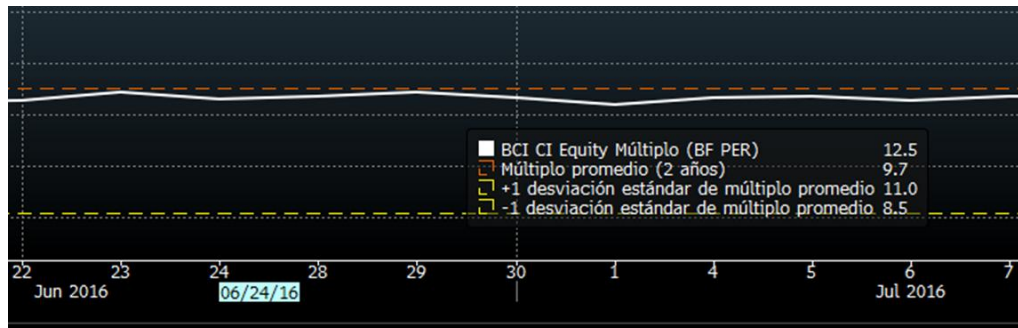
6.1 Descripción

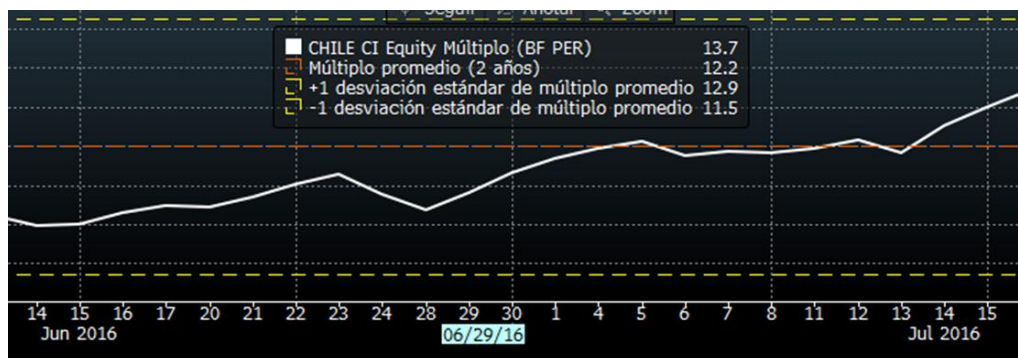
Este método a diferencia de los anteriores es una valoración relativa, es decir, utiliza como base la comparación de Ratios de desempeño de distintas empresas participantes en la industria, y las compara con las de la empresa a valorizar, estas magnitudes históricas o proyectadas deben ser homogéneas y tienen como ventaja que permiten una comparaciones y conclusiones rápidas y relativamente certeras.

Banco Santander se desenvuelve en la industria financiera retail y también en la banca de inversión. Por lo anterior y contrariamente a lo que se podría pensar, no son muchos los bancos similares con los cuales se puede realizar una comparación de una alta confiabilidad. Por lo tanto, los bancos que tomaremos como referencia no serán los puramente de inversión (BTG, JP Morgan, bank of Tokio), sino más bien, serán los de retail similares a Santander, que también presentan servicios de banca de inversión corporativo, entre los cuales podemos encontrar al Banco de Chile y BCI. que sumado al banco Santander superan el 50 % de participación de la industria.

6.2 Cálculo y Ratios del Método de Múltiplos

El primer paso para obtener el precio de la acción por medio del “Método de Múltiplos de la Industria”. Es obtener el múltiplo de los distintos participantes de la industria, en este caso Banco de Chile y BCI como se muestra a continuación en un cuadro resumen y datos extraídos desde Bloomberg:





Ticker	Name	Nº de Acciones	Cap mercado (CLP)	Precio al 30/06/16	P/E	ROE
BSAN CI Equity	Banco Santander	188,446,000.00	6,015,196,320	31.92	15.86	1.68%
CHILE CI Equity	Banco de Chile	97,624,350.00	6,773,275,027	69.381	14.55	1.96%
BCI CI Equity	BCI	123,565.00	3,668,768,415	29,691	13.94	1.52%

Con los valores anteriores procedemos a calcular el promedio de la industria, que se muestra a continuación:

Banco	Múltiplo Industria
CHILE	12.1
BCI	9.7
Promedio Industria	10.90

Con el promedio de la industria ya calculado 10.90, utilizando la utilidad en CLP ya conocidos del Banco Santander a Junio del 2016. Obtuvimos la capitalización bursátil en CLP, que luego dividida en la cantidad de acciones, llegamos a el precio por acción de 28.09 por medio del método por múltiplos de la industria.

Banco Santander Chile	CLF	CLP
Múltiplo Industria	10.90	10.9
Utilidad	18,430,407	485,604,000,000
Precio	200,891,438	5,293,083,600,000
nº de acciones	188,446,000,000	188,446,000,000
Múltiplo Santander	0.001066	28.09

CONCLUSIONES

En Chile el grupo Santander tiene una fuerte competencia, con cada firma peleando semestre a semestre por la dominancia en la industria Bancaria Chilena, la cual es una industria madura, avanzada y altamente regulada. En la cual participan competidores similares en tamaño, cobertura y utilidades, todos altamente tecnologizados, incluso con prestación de servicios y participación tanto en mercados nacionales como internacionales.

Por lo anterior, los métodos financieros de valorización aplicados en este trabajo, el análisis de Estados Financieros y el potencial económico de la empresa, por sí solos, no permitirían una buena conclusión, si esta no fuese acompañada de análisis de información cualitativa y cuantitativa de la empresa como también de la industria en la cual participa.

Si bien las perspectivas de crecimientos de la industria y de Banco Santander Chile S.A. son relativamente estables y altamente correlacionadas al ciclo económico nacional, el cual está indexado como sabemos a un contexto internacional, del cual se espera que sea altamente fluctuante y lleno de desafíos, pero también con tendencia a un crecimiento económico positivo en países emergentes como Chile. Lo anterior, acompañado de un análisis de la estrategia de Banco Santander, que busca posicionarse como líder en la Banca Chilena, tanto de retail como de inversión, nos permite decir que han dado frutos en términos de resultados e ingresos en los años anteriores, con crecimientos anuales de los ingresos y búsquedas constantes en la optimización de su estructura, la cual muestra buenas perspectivas también a futuro para la compañía. En la siguiente tabla resumen mostramos las conclusiones por método

Cuadro resumen en CLP						
Método	Precio Acción	Precio Mercado	Desviación	Desviación en %	Nº de Acciones	Valor estimado
Flujo de Caja Ajustado	31.90	31.92	-0.02	-0.1%	188,446,000,000	6,010,534,010,832
Flujo de Caja del Patrimonio	29.11	31.92	-2.81	-8.8%	188,446,000,000	5,485,171,231,991
Múltiplos de la Industria	28.09	31.92	-3.83	-12.0%	188,446,000,000	5,293,083,600,000

Desde el punto de vista de la valoración concluimos que el precio estimado está bajo el precio de mercado al 30 de Junio del 2016, es decir, el precio de la acción está sobrevalorado en comparación con nuestras estimaciones y proyecciones, que apuntan a un precio medio de 29.11, con una desviación del 8.8% de acuerdo al método Cash to Equity, el cual para nosotros es el que mejor se ajusta en la valoración de una empresa financiera. El resto de los métodos utilizados (Multiplos y Ajustado) nos ayudaron a reafirmar la bondad de nuestra estimación.

BIBLIOGRAFIA

Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition, 2002.

Memoria y estados Financieros Banco Santander Chile años 2012 al 2015.

Memoria y estados Financieros BCI años 2012 al 2015.

Memoria y estados Financieros Banco de Chile años 2012 al 2015.

Carlos Maqueira V. "Finanzas Corporativas: Teoría y Práctica". Tercera edición, editorial Andrés Bello, 2010.

Papers:

Aswath Damodaran. "Valuing Financial Services Firms". Abril 2009

Harvard Business School, "SKS Microfinance" Abril 2009 (Método de valorización de Instituciones Financieras).

Páginas WEB:

Super Intendencia de Bancos e Instituciones Financieras: www.sbif.cl

Bolsa de Santiago: www.bolsadesantiago.cl

www.bancosantander.cl

Plataformas:

Bloomberg

Bolsa de Comercio de Santiago

Reuters