



VALORACIÓN DE BANCO SANTANDER CHILE A DICIEMBRE DEL AÑO 2017

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

Alumno: Fernando Herrera Nieto

Profesor Guía: Máximo Errázuriz

Santiago, Marzo 2018

Dedicatoria:

A mi familia por ser pilares de conocimientos y valores. En particular a Felipe Herrera (Q.E.P.D) por llenar la vida de motivadores.

Agradecimientos:

A Paul Orellana y Enrique Korn, por sus consejos y apoyo en el desarrollo de este programa.

A Maximo Errázuriz por su constante guía en el trabajo de desarrollo de esta tesis.

Índice

Resumen ejecutivo.....	6
Capítulo I: Metodología.....	8
Una introducción a los métodos de valoración.....	8
Valoración de Instituciones Financieras.....	8
Metodologías de valorización de Instituciones Financieras.....	9
Cash flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista.....	9
Razones que fundamentan la elección de la metodología de flujo de caja del accionista (Cash flow to equity) para valorizar Banco Santander Chile.....	11
Modelo de descuento de dividendos.....	15
Debilidades de este método y porque no lo usamos.....	15
Método de múltiplos.....	16
Capítulo II: Descripción de la Industria Bancaria y Banco Santander Chile.....	17
Análisis de la Empresa: Banco Santander Chile.....	17
Perfil de negocios.....	17
Estrategia de Banco Santander Chile.....	18
Posición de mercado de Banco Santander Chile.....	19
.....	20
Estructura de la propiedad y respaldo patrimonial de Banco Santander Chile.....	20
Percepción del Banco Central plasmada en el Informe de Estabilidad Financiera.....	23
Percepción de agencias clasificadoras de riesgo.....	25
Resumen de Calificación de Fitch y Moody´s para la Industria Bancaria de Chile.....	25
Resumen de la calificación de Credit Suisse para la Industria Bancaria de Chile.....	26
Percepción del mercado sobre el desarrollo del Sistema Bancario Chileno.....	26
Percepción de la Banca por parte del Banco Central de Chile.....	27
Expectativas de crecimiento para Banco Santander y su principal competidor: Banco de Chile... ..	28
Expectativas macroeconómicas de la industria.....	28
Participación de Mercado de la Industria Bancaria.....	29

Capítulo III: Descripción del financiamiento de Banco Santander Chile..... 34

Descripción de los bonos de emisión de deuda de Banco Santander en UF que determinan su tasa de costo de la deuda. 35

Capítulo IV: Estimación de la tasa real de costo del patrimonio y de la estructura de capital de Banco Santander Chile 36

Cálculo de Beta de la acción por medio de regresión lineal $(\beta_p^{C/D})$ 38

Cálculo del beta de la acción del Banco Santander Chile apalancado a la estructura de capital objetivo $(\beta_p^{C/D})$ 39

Cálculo de la tasa de costo patrimonial de Banco Santander Chile..... 40

Comentarios relevantes sobre la tasa real WACC y tasa de costo de capital..... 40

Cálculo de la tasa real WACC de Banco Santander Chile 41

Capítulo V: Análisis financiero de Banco Santander Chile y de la Industria Bancaria..... 42

Resultado sobre el Patrimonio (ROE) perteneciente al Sistema Bancario Consolidado, calculada al 30 de septiembre de 2016..... 42

Resultado Operacional sobre Activos (ROA) perteneciente al Sistema Bancario Consolidado, calculada al 30 de septiembre de 2016. 44

Margen neto Banco Santander e Industria Bancaria Consolidado, calculada al 30 de septiembre de 2016..... 45

Apertura del Margen Neto Operacional: Ingresos por intereses de la Industria Bancaria, gastos operacionales y gastos en provisiones. 46

Capítulo VI: Proyección de los Estados de Resultados de Banco Santander Chile. 51

Modelo de crecimiento 51

Proyección del crecimiento de colocaciones de la Industria Bancaria entre los años 2018 a 2022. 52

Proyección de las Colocaciones Bancarias la Industria Bancaria entre los años 2018 a 2022. 59

Proyección de la participación de mercado de Banco Santander Chile calculada en base a colocaciones bancarias consolidadas entre los años 2018 a 2022..... 59

Proyección de ingresos por intereses y comisiones de Banco Santander Chile entre los años 2017 a 2021..... 61

Estructura histórica y proyectada del estado de resultados de Banco Santander Chile. 62

Capítulo VII: Proyección del Estado de Resultados y Balance de Banco Santander Chile.	63
Activos proyectados de Banco Santander Chile	64
Composición porcentual de los activos proyectados del Banco Santander	64
Capitulo VIII: Proyección del patrimonio y de los flujos de caja del patrimonio.....	65
Calculo de requerimiento de capital del Patrimonio.	65
Patrimonio proyectado en base a aumentos de capital requerido de Banco Santander Chile.....	70
Proyección del flujo de caja del patrimonio de Banco Santander Chile entre los años 2018 a 2022.	71
Verificación de la calidad de la proyección de Banco Santander en base al análisis de los indicadores financieros detallados	74
Capitulo X: Valoración por múltiplos.....	75
Capítulo XI: Conclusiones.....	78

Resumen ejecutivo

Una empresa de servicios financieros, en este caso Banco Santander Chile, está sujeta a una serie de normativas de crecimiento y solvencia que la entidad debe cumplir para poder realizar sus operaciones, cada unidad adicional de colocaciones bancarias debe estar respaldada por un nivel adicional de capital para mantener la solvencia dentro de los estándares regulatorios¹. La metodología seleccionada para realizar la valoración se basa en el modelo del flujo de caja del patrimonio, esta nos permite capturar todas las variables específicas que afectan la valoración de una empresa financiera mencionadas anteriormente².

Los resultados obtenidos en esta valoración por medio del flujo de caja del patrimonio indican que el precio de la acción al 31 de diciembre de 2017 se encuentra prácticamente en línea con el observado por el mercado. En efecto, el precio de la acción obtenido mediante la valoración es de 45,0 pesos por acción siendo el precio vigente en el periodo de valoración al 31 de diciembre de 2017 de 48,2 pesos. De manera complementaria se han calculado los precios de los múltiplos *price to book* y *price to equity*, los cuales generaron un valor de 42.6 pesos por acción. La tasa de costo del patrimonio real a la cual fue valorada Banco Santander Chile es de 9,85% real.

A diferencia de una empresa de bienes y servicios, la tasa WACC no se emplea para valorizar bancos e instituciones financieras debido a que el patrimonio contiene las reservas, el capital y los requerimientos regulatorios que rigen las normativas de Basilea III que hacen sostenible la operación y las proyecciones empleadas. Para efectos de completitud de este trabajo de tesis se calculó la tasa real WACC, la cual es de un 4,4% real y fue calculada empleando la proporción deuda/patrimonio a valores de mercado al 31 de diciembre de 2017 debido a que el negocio bancario consiste en su mayor parte en emitir deuda.

La calidad de la valoración se ha comprobado en base al cálculo de sus razones financieras entre el periodo de valoración comprendido entre 2017 a 2022. El índice de solvencia, que mide la solvencia según Basilea III, es de 8% para el periodo de proyección, el cual es superior a su promedio histórico de 7,7%. El ROA proyectado se mantiene estable en 1,56% consistentemente con el promedio observado en los años anteriores, mientras que el ROE proyectado es de 22.49%, el cual también es consistente con el observado en periodos anteriores. El resumen de indicadores se indica en la siguiente tabla.

¹ Damodaran. A (2013). Valuing Financial Service Firms.

² Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managin the value of companies.

Por último, en el siguiente cuadro se indica el resumen de los valores obtenidos en esta valoración:

Resumen con cálculos de la valoración	
(1) Valor presente del capital flujos 2017-2022	117.637 MUF
(2) Valor presente flujo a perpetuidad	205.825 MUF
(1)+(2) Valor presente del capital	323.462 MUF
Numero Acciones (en miles de acciones)	188.446.127 MUF
Valor acción a diciembre/2017 obtenida por metodología de valoración	45,0 pesos por acción
Tasa Kp calculada a diciembre/2017	9,85%
Tasa WACC calculada a diciembre/2017	4,44%
Precio acción diciembre/2017 obtenido por multiplo precio utilidad	42,0 pesos por acción
Precio acción diciembre/2017 obtenido por multiplo Price to book	42,6 pesos por acción

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ÍNDICES DE RENTABILIDAD									
Tasa de interés sobre activos	9,7%	8,2%	8,0%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Margen Neto Banco Santander	21%	18%	18%	23%	25%	25%	25%	25%	25%
Margen Neto (Industria)	20%	21%	19%	17%	-	-	-	-	-
Resultado sobre Activos (ROA) Banco Santander	1,8%	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Resultado sobre Activos (ROA) Industria	0,9%	1,2%	0,9%	1,0%	-	-	-	-	-
Resultado sobre Patrimonio (ROE) Bano Santander	21,0%	16,5%	16,80%	18,57%	22,36%	22,36%	23,35%	24,68%	24,68%
Resultado sobre Patrimonio (ROE) Industria	14,2%	11,0%	11,0%	12,0%	-	-	-	-	-
ÍNDICES DE SOLVENCIA									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Banco Santander	7,9%	7,3%	7,2%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Banco de Chile	7,9%	7,5%	8,1%	8,4%	-	-	-	-	-
Banco BCI	7,2%	6,3%	7,6%	7,6%	-	-	-	-	-
Banco Bice	6,5%	6,6%	7,1%	6,9%	-	-	-	-	-
Banco Itau Corpbanca	7,7%	8,1%	10,0%	10,5%	-	-	-	-	-
Banco Estado	4,1%	4,3%	4,2%	4,1%	-	-	-	-	-
Banco BBVA	5,4%	5,4%	5,7%	6,3%	-	-	-	-	-
Sistema Consolidado	7,1%	6,7%	7,6%	7,7%	-	-	-	-	-
ÍNDICES DE ENDEUDAMIENTO									
	2015	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
% Pasivos Corto Plazo	30%	28%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
% Pasivos Largo Plazo	70%	72%	73%	71%	71%	71%	71%	71%	71%
Cobertura resultado operacional sobre pasivo corto	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Razón Deuda Corto Plazo v/s Deuda Total	30%	28%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Razón Deuda Largo Plazo v/s Deuda Total	70%	72%	73%	71%	71%	71%	71%	71%	71%
Deuda / Patrimonio contable	10,55	11,53	11,67	10,93	10,93	10,93	10,93	10,93	10,93

Capítulo I: Metodología

Una introducción a los métodos de valoración.

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía. Sin embargo, al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos³. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de research utilizan distintos supuestos. Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables⁴. No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero.

Valoración de Instituciones Financieras.

La valoración de instituciones financieras corresponde a una estimación de su valor de mercado en términos monetarios calculada en un momento determinado en base a factores macroeconómicos que afectan la posición financiera de la empresa en términos de rentabilidad y riesgo⁵. Los principios que rigen este tipo de valorización se basan en el ejercicio en el cual las instituciones financieras generan valor al invertir capital y generar retornos producto de actividades realizadas dentro del giro de su negocio que exceden su costo de capital y que adicionalmente les permite cumplir con la regulación financiera vigente⁶.

³ Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

⁴ Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

⁵ Deev, O (2011) Methods of Banks Valuation: A critical overview. Financial Assets and Investing

⁶ Koller, T Goedhart & Wessels D (2010). Valuation: Measuring and managin the value of companies.

Metodologías de valoración de Instituciones Financieras

A continuación, se presentan tres métodos de valoración de instituciones no financieras:

- Cash flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista
- Método de múltiplos

Cash flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista

La valoración del capital se realiza descontando los flujos de caja para el accionista al coste de capital. Los flujos de caja del accionista corresponden a la utilidad generada por las operaciones del banco restándoles las necesidades de emisión de capital, estas necesidades de capital no se basan en la determinación del CAPEX como si se tratara de una institución no financiera, sino que las necesidades de capital se utilizan para cumplir con las normativas de capital regulatorio, de esta forma el beneficio del accionista está generado por:

$$FCA = \text{Beneficio neto} (t) - \text{Inversión en capital de regulatorio} (t)$$

Si esta ecuación presentada de manera discreta para un periodo t la extendemos para los n periodos en que se realiza la valoración del capital, el valor del capital está dado por la siguiente ecuación:

$$\text{Valor del capital} = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1 + K_p)^t}$$

donde:

FCA_t corresponde al flujo de caja del accionista en el periodo t .

K_p corresponde al costo del patrimonio.

Además de estos flujos de caja, el valor del capital debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Es por ello que el valor del capital 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 flujo de caja del accionista 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 del accionista 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 del patrimonio. La determinación de la tasa del patrimonio 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.

El beneficio neto considera la utilidad del banco lograda en sus estados de resultados producto de la generación de valor de sus activos. Sin embargo, no representa el flujo de caja del accionista ya que del costo del patrimonio se tienen que sustentar todas las inversiones requeridas por el capital regulatorio. A medida que un banco crece necesitará invertir en capital para incrementar o mantener sus niveles de solvencia requeridos por los agentes reguladores.

Razones que fundamentan la elección de la metodología de flujo de caja del accionista (Cash flow to equity) para valorizar Banco Santander Chile.

El modelo del flujo de caja del accionista es el que mejor captura las variables específicas que generan valor en el negocio bancario y nos permite evaluar la gestión del manejo de políticas de riesgo, crecimiento de colocaciones asociados a una política de conservación o manejo de márgenes de solvencia y rentabilidad del banco⁷.

Damodaran plantea que los principales retos para valorizar empresas de servicios financieros se deben a que en primer lugar la industria opera bajo regulaciones estrictas y poseen restricciones sobre cómo manejan sus negocios y cuánto capital necesitan para poder seguir operando. Por otra parte las reglas de contabilidad para registrar ganancias y activos el valor en las firmas de servicios financieros están en desacuerdo con las reglas de contabilidad para el resto del mercado.

A esto se debe agregar que la deuda de una empresa de servicios financieros es más similar a la materia prima que necesita en lugar de una fuente de capital, es por esto que desde una perspectiva de valoración, suposiciones sobre el crecimiento están vinculadas a suposiciones sobre la reinversión. En las empresas de servicios financieros estas suposiciones deben ser analizadas para garantizar que superen las restricciones reglamentarias generando diferentes implicancias en los medios necesarios que se deban generar para medir su riesgo financiero.

Por último, Damodaran plantea que la estimación de los flujos de caja en un banco es difícil porque las empresas de servicios financieros están limitadas por la regulación en el sentido de cuándo, cómo, dónde y cuánto invierten sus fondos. Es por esto que define dos formas de reinversión: ítems de reinversión asociados a gastos netos de capital e ítems de reinversión asociados a capital de trabajo. El primero de ellos hace referencia a activos intangibles tales como marca y capital humano, este tipo de gastos normalmente se cataloga como gastos operativos en sus estados contables y no es sorprendente que un banco muestre en sus estados de flujo de efectivos un bajo capital de gastos. Por su parte, el segundo hace referencia a que el capital de trabajo puede ser catalogado como la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, de esta forma una gran porción del balance puede ser incluido en esta categoría y todo dependerá del criterio contable. En consecuencia, la principal problemática que plantea la valoración de flujo de cajas descontados es que no se puede estimar el flujo de efectivo sin estimar la reinversión, en otras palabras, si no se puede identificar cuánto una compañía está

⁷ Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managing the value of companies.

reinvirtiendo para el crecimiento futuro, tampoco podemos identificar los flujos de efectivo, generando que la tasa de reinversión necesaria no pueda medirse con facilidad”

De esta manera, la valorización de una institución financiera a través de la metodología de flujo de caja del patrimonio permite en su modelo determinar las necesidades de inversión en capital a través de los siguientes factores:

- Los bancos están estrictamente regulados en cuanto al capital requerido que deben poseer para poder operar a través márgenes de solvencias y normativas de requerimiento de capital que deben cumplir para garantizar que la operación del banco no se pueda expandir más allá de lo que sus pasivos y patrimonio puedan sustentar⁸.
- Existen limitaciones en las necesidades de reinversión de un Banco y en sus fuentes de financiamiento, estas no son estáticas, por el contrario, su carácter de dinamismo genera que el capital requerido por un banco esté en constante observación nacional como internacional para poder garantizar que las operaciones puedan tener el nivel de solvencia suficiente. Las fuentes de inversión, destinos de inversión, fusiones y adquisiciones están fuertemente reguladas⁹

A continuación, se presentan otros argumentos más allá de los provistos por la literatura y los estudiados en el Magister de Finanzas que fundamentan la elección de esta metodología de valoración, estos argumentos provienen de los organismos que regulan en mercado financiero nacional y son promovidos por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF)¹⁰:

- La supervisión bancaria tradicional se ha concentrado en verificar el cumplimiento de leyes, regulaciones y normas por parte del sistema bancario, con la implementación de Basilea II y posteriormente Basilea III se ha hecho una especial consideración en el riesgo operacional, con énfasis en los riesgos tecnológicos y del fortalecimiento del marco de capital global. Esto ha permitido al sector regulador que el sistema bancario ofrezca e implemente mejores prácticas para acotar sus riesgos, como elemento mitigador a las vulnerabilidades en que se encuentra expuesto.

⁸ European Banking Authority: Regulation of Basilea II and III.

⁹ Damoradan. A (2013). Valuing Financial Service Firms. Journal of financial perspective, vol 1.

¹⁰ Marco regulatorio actual y mejores prácticas aplicadas en la gestión de riesgos (2012), Dirección Nacional de Riesgos, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

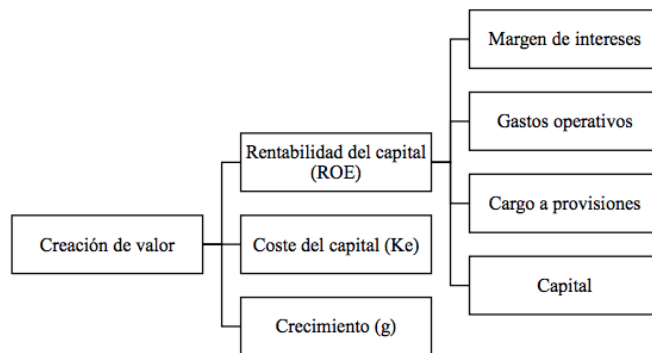
- Ligado al punto anterior, los agentes reguladores promueven que las instituciones financieras deben contar con un proceso de administración integral de riesgos que les permita medir, identificar, controlar, monitorear y reportar las exposiciones al riesgo que enfrenten. De esta manera, dentro de las operaciones del sistema bancario la industria bancaria debe invertir en generar los sistemas de información que establezcan los mecanismos para elaborar e intercambiar información oportuna, confiable y fidedigna tanto de manera interna que sea capaz de actualizarse en función de los cambios de normativas y regulación que pueda experimentar el sistema bancario.
- Por otra parte, el sistema bancario debe ser capaz de soportar en su regulación la globalización con la creciente sofisticación de las tecnologías financieras que hacen más complejas las actividades del banco, esto es necesario para mantener acotados sus niveles de exposición al riesgo.
- Producto de lo anterior, se requiere que en el nivel de complejización y tecnologización de la industria bancaria el sistema bancario esté en condiciones lograr la más completa supervisión bancaria desde el fortalecimiento de sus comités de riesgos hasta generar las inversiones en materia tecnológica necesarias para mantener sus compromisos con los agentes reguladores y soportar los marcos regulatorios al ritmo del movimiento bancario.
- Los activos de una institución financiera están valorizados a valor de mercado y poseen un precio establecido tanto por la oferta como por la demanda de estos instrumentos, el precio de sus activos es observable en el mercado. Esto difiere de instituciones no financieras en las cuales el valor de sus activos está dado por el precio de adquisición como por la capacidad de generar valor.
- A diferencia de una institución no financiera, los activos de un banco tienen implícito en su valorización dos riesgos: riesgo de crédito, en el cual el individuo o la empresa no devuelve los fondos otorgados; y el segundo es un riesgo de interés que pueda provocar fluctuaciones en la hoja de balance. Este tipo de riesgo genera una diferencia relevante con instituciones no financieras, ya que el banco genera provisiones para hacer frente estos riesgos.

- El nivel de apalancamiento de una institución financiera es superior a la de una institución no financiera debido a que las entidades bancarias utilizan un mayor nivel de deuda financiera para sustentar sus operaciones ya que principal activo de un banco son sus colocaciones bancarias.

El conjunto de razones anteriormente expuestas justifican realizar la valoración de Banco Santander utilizando la metodología de flujo de caja del accionista.

Para complementar las conclusiones extraídas del paper de Damoradan: Valuing Financial Service Firms, la siguiente figura corresponde a un resumen de valor y esboza de manera gráfica el árbol de creación de valor de un banco¹¹. En ellas se resumen parte de las conclusiones extraídas de Damodaran, indicando que la forma de crear valor en un banco es una función del crecimiento de sus colocaciones y de su costo de capital. El ROE de los accionistas tiene implícito el flujo de caja de los accionistas, sobre los cuales se consideran principalmente el capital que incluye todos los costos operativos que exigen los entes reguladores para valorar el banco.

Figura: Fuentes de creación de valor de Instituciones Financieras



Fuente: Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managin the value of companies.

¹¹ Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managin the value of companies.

Modelo de descuento de dividendos

La metodología de descuento de dividendos plantea que 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:

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

Donde DPA corresponde al dividendo por acción y K_p corresponde al costo de capital del accionista. 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:

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

Donde DPA_1 son los dividendos por acción del próximo periodo.¹²

Debilidades de este método y porque no lo usamos

Con respecto a esta metodología, Darodaman en su paper Valuing Financial Service Firms que el enfoque de valoración de dividendos puede generar problemas al valorar empresas con potencial capacidad de crecimiento. Si estas empresas se abstienen de pagar dividendos dada su necesidad de financiar el crecimiento, los dividendos pagados serán más bajos que los pagados por empresas más maduras, y en algunos casos puede no haber dividendos. Por segunda parte, Damodaran plantea que muchos analistas aceptan la posibilidad que la estimación de flujo de efectivo para empresas de servicios financieros no es posible y recurren al único método observable: los dividendos. Mientras esto tiene sentido, los analistas asumen que los dividendos que se pagan son sostenibles y razonables y se sabe que algunos bancos pagan menos dividendos que otros debido a que pueden usar sus utilidades para cubrir sus ratios de solvencia de capital, mientras que otros bancos pagan dividendos muy altos e intentan compensar con la emisión de nuevas acciones.

¹² Fernández, Pablo. “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.

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 ellos¹³:

Múltiplos de Ganancias:

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

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

¹³ Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

Capítulo II: Descripción de la Industria Bancaria y Banco Santander Chile.

Análisis de la Empresa: Banco Santander Chile

Perfil de negocios

Banco Santander Chile es un banco universal que atiende a prácticamente a la totalidad de los segmentos de la industria, cubriendo un amplio mercado que incluye corporaciones, grandes y medianas empresas, tesorería, pequeñas empresas y personas de los segmentos alto, medio-alto y medio-bajo. De acuerdo a su definición y objetivos estratégicos de la entidad, ésta organiza y administra su actividad en segmentos¹⁴:

Individuos y Pymes: Comprende a individuos y compañías pequeñas con ventas menores a \$2.000 millones. Este segmento ofrece una variedad de servicios a los clientes incluyendo préstamos de consumos, tarjetas de crédito, préstamos comerciales, comercio exterior, préstamos hipotecarios, tarjetas de débito, cuentas corrientes, productos de ahorro, fondos mutuos, corretaje de acciones y seguros. Adicionalmente a los clientes Pyme les ofrecen préstamos con garantía estatal, leasing y factoring.

Empresas e instituciones: Comprende compañías y grandes empresas con ventas anuales sobre los \$2.000 millones. Abarca organizaciones institucionales tales como universidades, organismos gubernamentales, municipalidades y gobiernos regionales, y compañías en el sector inmobiliario que ejecutan proyectos para vender a terceros y a todas las empresas constructoras con ventas superiores a \$800 millones sin tope. Adicionalmente a las compañías del sector inmobiliario se le ofrecen servicios especializados para el financiamiento de proyectos principalmente residenciales, con la intención de aumentar la venta de préstamos hipotecarios.

Corporate Global: Comprende compañías multinacionales extranjeras o empresas multinacionales que tienen ventas por encima de los \$10.000 millones. Este segmento posee división de tesorería, que

¹⁴ Banco Santander Chile- Informe de clasificación Febrero 2017, Feller Rate.

proporciona sofisticados productos financieros principalmente a compañías en el área de Banca mayorista y Banca Empresas.

Actividades corporativas (Otros): Este segmento incluye gestión financiera, que desarrolla funciones globales de la gestión de la posición neutral del cambio, del riesgo de interés estructural de la casa matriz del riesgo de liquidez. Este último, a través de realización de emisiones y utilizaciones. Así mismo, gestiona los recursos propios del Banco Santander, todo eso hace que esta división del banco será analizada en el presente trabajo con una aportación negativa en los resultados.

Para el desarrollo de su actividad, el banco tiene compañías subsidiarias que prestan servicios de apoyo a su giro y ofrecen otros productos y servicios financieros a sus clientes. Entre estas filiales se encuentran:

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

Estrategia de Banco Santander Chile

La estrategia del Banco Santander Chile es privilegiar el crecimiento en clientes rentables a través de una alta calidad de servicio, manteniendo una administración conservadora de riesgo. La estrategia actual se basa en cuatro pilares, los cuales le permiten crecer de acuerdo al marco normativo actual regulado por Basilea III, estos son¹⁵:

- Crecimiento focalizado en los segmentos de mayor rentabilidad ajustada por riesgo
- Aumento de vinculación de los clientes luego de mejoras en experiencia y calidad de servicio
- Expansión de las capacidades en banca digital

¹⁵ Banco Santander Chile- Informe de clasificación Febrero 2017, Feller Rate.

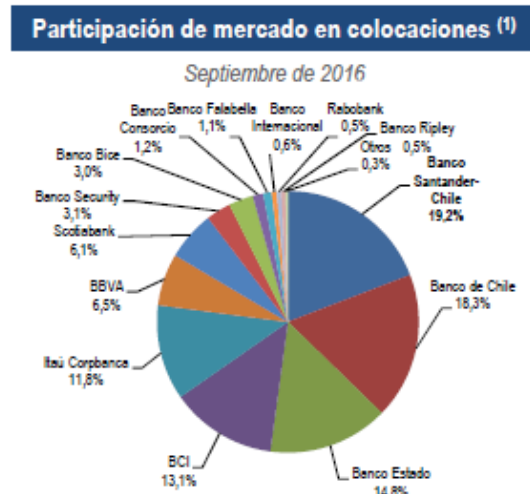
- Optimización de rentabilidad y uso de capital para maximizar la creación de valor.

Posición de mercado de Banco Santander Chile

Banco Santander Chile es el mayor banco en términos de participación de mercado y ocupa posiciones de liderazgo en todos los segmentos de colocaciones en que participa. Entre 2011 y 2013 sus tasas de crecimiento fueron más moderadas que las de la industria, creciendo anualmente un 10,1% en términos nominales comparado con el Sistema Bancario que crecía a razón de 15,1% anual. Sin embargo, a septiembre/2016 y en línea con el desarrollo de su estrategia el Banco posee el primer lugar en colocaciones de la industria con un 19,2% del total liderando los segmentos de créditos de consumo e hipotecarios para la vivienda con un 23,6% y 22,1% respectivamente.

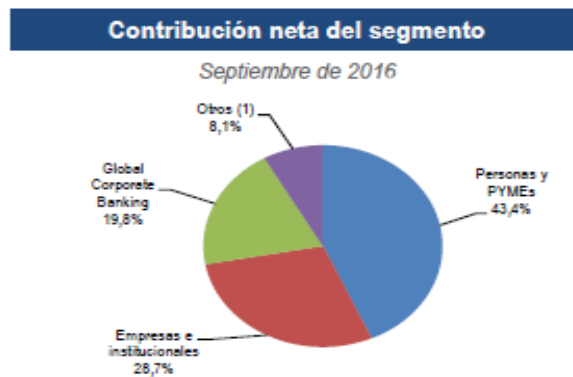
La morosidad de la cartera de banco Santander Chile es más elevada que la del grupo de pares y promedios de la industria bancaria local debido a una concentración de colocaciones en los segmentos minoristas. No obstante, el comportamiento de pago de los deudores se ha mostrado con una tendencia a la mejora específicamente debido a que los ratios de cartera con mora mayor a 90 días disminuyeron de 3,2% al cierre de 2012 comparado con un 2,1% al cierre de 2016.

Figura: Participación de mercado en colocaciones Bancarias medidas en UF



Fuente: Feller Rate, informe de clasificación de riesgo Banco Santander, febrero 2017.

Figura: Contribución neta medida por segmento de Banco Santander Chile



Fuente: Feller Rate, informe de clasificación de riesgo Banco Santander, febrero 2017.

La siguiente tabla contiene la participación de mercado histórica y proyectada para Banco Santander Chile, esta se ha calculado utilizando de base las colocaciones bancarias del sistema bancario consolidado medidas en monto de colocación en UF. Para efectos de fijar un punto de referencia se destaca las colocaciones de Banco de Chile por ser un banco que tener un portafolio de clientes con un perfil similar al que posee Banco Santander Chile.

Figura: Participación de mercado histórica y proyectada del Sistema Bancario consolidado

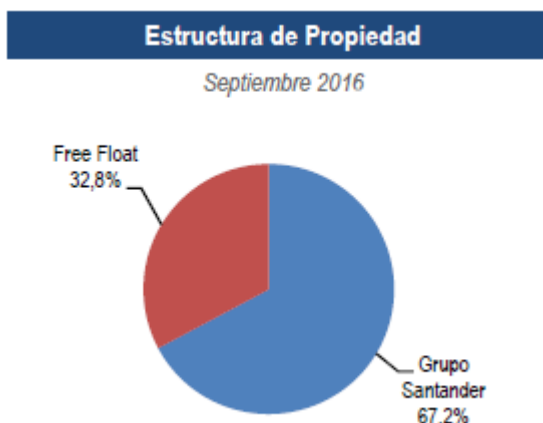
Participación de mercado de cada Banco perteneciente al sistema bancario consolidado, calculado en base a colocaciones bancarias medidas en UF								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Proyección
Banco Bice	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%	2,8%	2,85%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,6%	6,6%	6,3%	6,48%
Banco BTG Pactual Chile	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%
Banco Consorcio	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,7%	0,9%	1,1%	0,92%
Banco de Chile	19,9%	19,9%	19,9%	18,7%	18,5%	17,6%	17,4%	17,82%
Banco de Crédito e Inversiones	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%	12,6%	12,6%	14,2%	13,11%
Banco de la Nación Argentina	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%
Banco del Estado de Chile	14,4%	14,4%	14,4%	13,9%	13,0%	13,3%	13,6%	13,33%
Banco do Brasil S.A.	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,05%
Banco Falabella	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,03%
Banco Internacional	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,61%
Banco París	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,13%
Banco Penta	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,4%	0,6%	0,0%	0,32%
Banco Ripley	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%	0,6%	0,5%	0,56%
Banco Santander-Chile	19,6%	19,6%	19,6%	18,6%	18,2%	17,9%	17,6%	18,61%
Banco Security	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,88%
China Construction Bank, Agencia en Chile (3)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%
HSBC Bank (Chile)	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,20%
Itaú Corpbanca	12,0%	12,0%	12,0%	14,4%	16,1%	16,2%	15,2%	15,86%
JP Morgan Chase Bank, N.A.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%
Rabobank Chile	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,68%
Scotiabank Chile	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	5,0%	5,8%	5,20%
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,04%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,00%
Total Monto Colocaciones Sistema Bancario (MM UF)	3.612.032	3.998.950	4.461.868	4.952.042	5.190.825	5.598.232	5.774.293	

Estructura de la propiedad y respaldo patrimonial de Banco Santander Chile.

La estructura de la propiedad a septiembre de 2016 Banco Santander S.A controlaba la entidad local con un 67,18% de las acciones del banco a través de las sociedades Santander Chile Holding S.A y Teatinos Siglo XXI S.A. El resto de la propiedad se encuentra distribuida entre los tenedores de ADR y accionistas locales (AFP y minoritarios). Una composición más detallada de los accionistas se encuentra disponible en el anexo I¹⁶.

¹⁶ Anexo 1 contiene información de la estructura de la propiedad de Banco Santander Chile.

Figura: Estructura de propiedad de Banco Santander Chile a Septiembre 2016



Fuente: Feller Rate, informe de clasificación de riesgo Banco Santander, febrero 2017.

Por otra parte, el respaldo patrimonial del banco es adecuado, con indicadores de capital cercanos al promedio de la industria y holgura con respecto a requerimientos normativas reflejado en elevada capacidad de generación y política de dividendos de la entidad, con una política de retención de utilidades en rangos del 30% lo cual le ha permitido mantener buenos indicadores de solvencia, con holgura respecto a los límites normativos a pesar de sus niveles de crecimiento. Debido a los requerimientos normativos de Basilea III, la entidad está obligada a mantener una relación de patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo mayor o igual a un 11%. De hecho a noviembre de 2016 las relaciones de capital básico sobre activos ponderados por riesgo y de patrimonio efectivo se ubican entre 10,4% y 13,3%, en los mismos niveles del cierre de 2016 y rangos del promedio del sistema (10,8% y 13,7% a la misma fecha)¹⁷.

¹⁷ Banco Santander Chile- Informe de clasificación Febrero 2017, Feller Rate.

Análisis macroeconómico de la Industria Bancaria en Chile

Para comprender los riesgos que los que están afectos los accionistas y el ambiente macroeconómicos y regulatorio que engloban a las operaciones del Banco Santander, los riesgos de la industria se han determinado en función del Informe de Estabilidad financiera, reportes de calificación de empresas bancarias otorgados en los reportes de clasificación de riesgo, del sector bancario en general y de la prensa nacional¹⁸.

El siguiente capítulo se engloba abarcando:

- Percepción del Banco Central de Chile plasmada en el Informe de Estabilidad Financiera sobre la Industria Bancaria en Chile
- Percepción de Agencias Clasificadoras de Riesgos sobre el desempeño de Bancos y la Industria Bancaria, particularmente individualizando:
 1. Expectativas de Fitch y Moodys para la Industria Bancaria de Chile
 2. Resumen de la calificación de Credit Suisse para la Industria Bancaria de Chile.
 3. Resumen de Calificación de Moody's sobre las expectativas de crecimiento para Banco Santander y Banco de Chile.
- Expectativas macroeconómicas de la Industria Bancaria.
- Participación de Mercado de la Industria y evolución de colocaciones bancarias a nivel consolidada y aperturadas por sector hipotecario, comercial y consumo.
- Márgenes de Solvencia para sustentar la operación en base a la Normativa Bancaria vigente.

¹⁸ Para mayor información de la regulación, participantes y riesgos de la Industria, revisar Anexo I: “Descripción de la Industria”.

Percepción del Banco Central plasmada en el Informe de Estabilidad Financiera

Con fecha 20 de diciembre del año 2016, el Banco Central advierte los riesgos del mercado bancario chileno en el *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)*, a modo general no hay grandes cambios en el panorama de riesgos, pero el menor dinamismo de la economía ha generado una disminución gradual en la fortaleza financiera de los agentes locales durante los últimos años. Los riesgos financieros mencionados por el Banco Central son:

La menor fortaleza financiera debido a un bajo crecimiento. El endeudamiento de las empresas no bancarias disminuyó durante 2016, pero se mantuvo alto para parámetros históricos: alcanzó el 119% del PIB. En un escenario económico más adverso -en el que las empresas disminuyan los ingresos-, podría reducir la capacidad de pago de las compañías. Esto acentuaría el deterioro de la cartera de créditos comerciales, al incrementarse la proporción de firmas que migra desde la categoría subestándar a incumplimiento.

Capacidad de pago de hogares. El endeudamiento agregado de los hogares sigue subiendo, apoyado en la mayor contribución de los créditos hipotecarios. La morosidad en créditos hipotecarios y de consumo, en tanto, no anotó cambios importantes respecto al semestre anterior y se mantuvo en niveles acotados. No obstante, el BC señala que “un deterioro del mercado laboral podría dificultar la capacidad de pago de los hogares”. Esto, teniendo en cuenta que hasta ahora los índices de incumplimiento han sido consistentes con la dinámica del mercado laboral, donde la tasa de desempleo se ha mantenido relativamente estable pese a la menor actividad económica.

Un cambio en el costo de financiamiento por una eventual alza de tasas. El Central destaca que aunque el mercado de capitales continúa teniendo un bajo costo de financiamiento y una fuerte demanda de institucionales por renta fija local, sigue existiendo la amenaza de que las tasas largas locales se contagien con el alza de las tasas largas extranjeras. “Esto afectaría particularmente a bancos que requieran renovar este tipo de pasivos en el corto plazo”, puntualiza el documento.

Los efectos que produciría una mayor desinversión por parte de los FFMM y fondos de pensiones. Uno de los puntos que sobresale en el IEF, es el de las migraciones de los fondos de pensiones hacia activos de renta fija local. El informe señala que en este último semestre los institucionales han conseguido su mayor posicionamiento en este instrumento desde el 2008, ocupando el 51% del total del portafolio. Además, el BC reconoce que las migraciones que se han producido en

los fondos de pensiones “ha sido un reflejo de la masiva respuesta de afiliados a los llamados a cambiarse hacia fondos más conservadores”, haciendo así alusión a los movimientos que piden un cambio en el sistema de pensiones.

Otro riesgo adicional que podrían provocar los fondos viene por el lado de los retiros. De haber más fugas, podrían producirse “impactos en el mercado monetario afectando a los bancos que tienen mayor dependencia de fondeo mayorista”, advierte el informe.

Las tasas de desistimiento en el sector inmobiliario. Las cifras de este ítem no aumentaron, pero siguen constituyendo un riesgo. Los desistimientos podrían subir ante un deterioro del mercado laboral, o por un endurecimiento de las condiciones de crédito, ya que parte importante de los proyectos que firmaron promesas en 2015 serán entregados recién a fines de este año y comienzos de 2017. Además, destaca que también podría influir el aumento en el pie exigido por los bancos para acceder a un crédito hipotecario.

La necesidad de avanzar hacia Basilea III. El Banco Central advierte que es necesario avanzar hacia estos requerimientos de capital. “Es importante dar curso a iniciativas legislativas que contribuyan a fortalecer la capitalización de la banca, en línea con los esfuerzos que han realizado otros países para converger a los requerimientos de Basilea”. Derivado de los cambios regulatorios de Basilea III y la Ley General de Bancos se observa un aumento en el nivel de provisiones de los bancos pertenecientes a la SBIF¹⁹. A nivel de industria el índice de provisiones sobre colocaciones aumentó en los últimos 12 meses móviles (noviembre/2015 vs noviembre 2016) de 2,37% a 2,5%, aumentando un 0,13%. Estas cifras se relacionan con la variación real de colocaciones registró un crecimiento de 2,76% en los últimos 12 meses móviles a noviembre, compuesto por aumento de colocaciones comerciales en un 1,4%; aumento en colocaciones de créditos hipotecarios y de consumo en un 3,67% y 6,47% respectivamente.

Debido a la complejidad de la industria Bancaria, que guarda estrecha relación con el panorama económico de Chile, al fortalecimiento del sector regulador referente a los nuevos cambios que experimentan las normativas de la Ley General de Bancos, a las conclusiones elaboradas por el Banco Central de Chile referente a los riesgos que existen en la industria bancaria, y los cambios regulatorios que comienzan en el año 2016 a exigir a los bancos mayores niveles de provisiones referente a las normas de Basilea II y Basilea III, se ha recurrido a construir un análisis de la industria utilizando

¹⁹ Desaleración golpea a la banca en noviembre: utilidades se derrumban a la mitad. Diario el Mostrador, edición 30 diciembre de 2016.

conclusiones que se extraen de los informes de clasificadores de riesgo a nivel de industria bancaria como para cada Banco en particular, junto con noticias del medio nacional referente a publicaciones de la prensa en que se publican declaraciones del Banco Central, SBIF y otras entidades del medio nacional. En el siguiente cuadro se indica un resumen de las expectativas de diferentes actores pertenecientes a la industria bancaria.

Percepción de agencias clasificadoras de riesgo.

Resumen de Calificación de Fitch y Moody's para la Industria Bancaria de Chile.

Adicionalmente también se analizan los informes de agencias clasificadoras de riesgo sobre la industria bancaria para poder completar el mapa de riesgos financieros presentes. Se destaca el reporte de calificación de *Fitch titulado Reporte de Revisión de los Cuatro Mayores Bancos Chilenos*. En este se destaca que:

Desde 2014 la economía Chilena ha atravesado por un período de crecimiento bajo, con una expansión del producto interno bruto (PIB) del 2% anual promedio, el cual se tradujo en un crecimiento menor en las colocaciones. Por ese motivo, los bancos chilenos han demostrado resultados consistentes a lo largo de los ciclos económicos, sorteando la volatilidad internacional, con niveles de rentabilidad, generación interna de capital y calidad de cartera más predecibles que sus pares regionales.

Moody's espera que los costos de financiamiento aumenten en el futuro, como resultado de la introducción de requisitos de liquidez de Basilea III impulsada por la Ley General de Bancos para alinear las normas chilenas con las normas internacionales. El crecimiento económico de Chile se mantendrá moderado durante los próximos años debido a los bajos precios del cobre y a un mercado de trabajo debilitado, junto con una baja disminución en la confianza empresarial y de los consumidores.

Por otra parte Banco Santander ha mantenido un desempeño robusto y estable a través de los ciclos económicos, con un retorno sobre activos (ROA) promedio de 1,9% entre 2011 y 2015. La rentabilidad del banco se mantiene en el año 2016 en niveles adecuados a pesar de la desaleración de la economía, el cual implicó un menor crecimiento de las colocaciones y una presión moderada en los márgenes. Las expectativas de la clasificadora de riesgo Fitch se basan en la solida capacidad para generar ingresos y se espera que su rentabilidad sea saludable, aunque en el largo plazo quizás se mantenga por debajo de sus niveles historicos debido a los costes de una regulación más pesada y probablemente menores

márgenes por la fuerte competencia. Fitch considera que el nivel de capitalización del banco es adecuado para su nivel de clasificación y compara bien con el de sus pares locales y regionales.

Resumen de la calificación de Credit Suisse para la Industria Bancaria de Chile.

La calificación de Credit Suisse plantea seis razones para estar optimistas respecto a Chile²⁰. La primera se debe a que el consenso de mercado apunta que las ganancias corporativas aumenten un 5% el próximo año, lo cual se vería como altamente probable. Segundo, Credit Suisse se ha vuelto más optimista respecto al cobre -el metal con mayor influencia sobre el mercado- para el primer semestre del próximo año. Tercero, las valoraciones en términos de relación precio-utilidad se verían atractivas en relación a los precios históricos de los activos. Cuarto, las cuentas fiscales se encontrarían ordenadas, lo cual podría favorecer el ambiente macroeconómico en un escenario de alza de tasas a nivel global. Quinto, Credit Suisse pronostica que en 2017 el Banco Central recortará su tasa en 50 puntos base, lo cual impulsaría al mercado. Finalmente, y en este contexto, el equipo del banco de inversión se encuentra más positivo respecto a las acciones bancarias.

Percepción del mercado sobre el desarrollo del Sistema Bancario Chileno.

En este trabajo de tesis se destaca la *noticia publicada por el diario Pulso sobre las cuatro dudas que dejó 2016 con la banca²¹*, indicando que las normativas y leyes asociadas a una nueva regulación en la Ley General de Bancos para cumplir con los requisitos de Basilea III ha repercutido con costos de miles de millones de dólares para los bancos del país. Por ejemplo, solo la norma de Basilea III, que se está implementando en la Ley General de Bancos, podría costarle a BancoEstado -por ejemplo- US\$1.000 millones sólo por requerimientos de capital. Esta noticia ha sido incluida para dar importancia a los requerimientos de capital establecidos por Basilea III y que serán parte importante del capítulo de valoración de flujos de caja del accionista.

²⁰ Credit Suisse mejora a neutral su visión para el mercado Chileno. Diario Pulso, edición 12 de diciembre de 2016.

²¹ Las cuatro dudas que dejó 2016 en la banca. Diario Pulso, edición 3 de enero de 2017.

Percepción de la Banca por parte del Banco Central de Chile.

El tercer cuadro de la figura anterior hace referencia a las conclusiones elaboradas por el Banco Central de Chile en el informe de *Estabilidad Financiera (IEF)*, en este se destaca:

- La necesidad de generar un proyecto de ley que consolide las deudas negativas que figuren en los registros de todos los oferentes de crédito. La idea es apoyada desde el Banco Central y la Superintendencia de Bancos, pero ha visto el fuerte rechazo del retail financiero, gremio que ha argumentado que la iniciativa implicaría entregar a los bancos la base de datos de sus deudores a los bancos, constituyendo prácticamente una expropiación.
- Fortalecer la ley general de Bancos, la iniciativa busca actualizar la regulación bancaria chilena, cuya última modificación se realizó en 1997. El proyecto actual, incrementará las exigencias de capital y endurecerá la calidad de éste. Según las estimaciones del grupo de trabajo que analizó la reforma a la LGB, las necesidades de capital para cumplir con lo establecido en Basilea III se acercan a los US\$2.800 millones, pero la brecha se reduce a US\$1.226 millones si se asume que todos los bancos son capaces de utilizar al máximo el espacio regulatorio del Capital Tier 1 adicional, emitiendo instrumentos híbridos como los bonos perpetuos. Unos US\$1.574 millones en papeles que hasta ahora no existen en el mercado y que se requieren debido a que Basilea III sube el nivel de Tier 1 desde 4% a 6% de los Activos Ponderados por Riesgo (APR). Es decir, un 4,5% debe ser capital, algo que los bancos ya cumplen, pero el 1,5% restante debe ser enterado por instrumentos híbridos, que en el caso de Chile serán bonos perpetuos.
- Seguir monitoreando las normativas de liquidez, la nueva normativa, emitida el año 2015, regula los descaldes de flujos de los bancos del país, actualizando la regulación a las innovaciones realizadas por Basilea III. Según el informe encargado por la Asociación de Bancos Risk America, para que los bancos puedan cumplir con las exigencias de Activos Líquidos de Alta Calidad (ALAC) exigidos por el Banco Central en el borrador de la norma de liquidez, las AFP deberían “ceder” en 12% el stock de ALAC en su poder proyectado a 2019, reduciendo su participación en los instrumentos disponibles desde un 69% proyectado a un 60%.

Expectativas de crecimiento para Banco Santander y su principal competidor: Banco de Chile.

Las calificaciones crediticias de Banco Santander y Banco de Chile²² incorporan mayores riesgos en las utilidades de los bancos y en la calidad de sus activos derivado de las perspectivas de una mayor desaleración continua en la economía Chilena, y cambios relevantes en el mercado que han cambiado el panorama competitivo. A pesar de estos desafíos, los bancos continúan siendo los más valorados en Latinoamérica porque se benefician de los sólidos fundamentos macroeconómicos y del marco institucional de Chile, así como de carteras de préstamos diversificadas, sólida gestión de riesgos y cuotas de mercado líderes que mantienen amplios márgenes.

Aunque Banco Santander y Banco de Chile continúan disfrutando del crecimiento en los préstamos, Moody's espera que los costos de financiamiento aumenten en el futuro, como resultado de la introducción de requisitos de liquidez de Basilea III impulsada por la Ley General de Bancos para alinear las normas chilenas con las normas internacionales. El crecimiento económico de Chile se mantendrá moderado durante los próximos años debido a los bajos precios del cobre y a un mercado de trabajo debilitado, junto con una baja disminución en la confianza empresarial y de los consumidores.

Expectativas macroeconómicas de la industria

Tal como se deriva de los informes de las clasificadoras de riesgo mencionados anteriormente, factores relevantes que afectan a la industria bancaria son las proyecciones en el PIB y las proyecciones en el precio del cobre, los cuales fortalecen el mercado laboral y aumentan la demanda tanto por créditos corporativos como créditos individuales.

En el comunicado de la Comisión Chilena del Cobre (Cochilco), realizado el lunes 23 de enero de 2017, se estima que el valor promedio del metal aumentará en 20 centavos para el año 2017 y llegará a cotizarse en \$ 2,5 para el próximo. Si bien una de las principales razones de esta alza es el triunfo de Trump, el cual genera un aumento en la demanda de materias primas para financiar sus planes de

²² “Moody's confirma las calificaciones de depósitos y deuda del Banco Santander-Chile y Banco de Chile y rebaja los BCA a a3”

infraestructura, también están influyendo factores como la recuperación de la industria manufacturera de China, la recuperación de la Eurozona y la recuperación del precio del petróleo²³.

Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI), en un reporte publicado el lunes 23 de enero de 2017, ajustó el alza del PIB de Chile en 2017 ante el avance del precio del cobre, elevando de 2% a 2,1% la previsión para la actividad de este año, y un 2,8% para el año 2018, las razones del alza propuesta se deben a una mayor demanda externa, perspectivas más favorables de los precios del cobre y el manejo de la política monetaria.

Por otra parte, las proyecciones del Banco BBVA, a través de su línea de estudio BBVA Research, están generando escenarios que posicionan al cobre sobre las USD 3/libra para el año 2018, de ser así, se proyecta un incremento en la recaudación del fisco por USD 2,800 millones adicionales²⁴. Este escenario traerá como consecuencia que se reducirán las necesidades de emisión de deuda en igual magnitud, acotando presiones alcistas sobre las tasas de interés de largo plazo e incluso generar una presión a la baja sobre instrumentos soberanos²⁵. Esto es especialmente relevante si se suma un entorno local con menor inflación, acompañado por menores presiones salariales y una moneda más depreciada en términos multilaterales²⁶. Según el economista jefe de BBVA, Jorge Selaive, Trump está siguiendo una recomendación del FMI que consiste en aumentar el gasto público. En su primer discurso tras asumir su elección ha mencionado un mayor gasto en infraestructura lo cual ha repercutido sobre el precio del cobre. Los anuncios que realice el mercado van a ir generando un precio justo para los distintos activos financieros y reales²⁷.

Participación de Mercado de la Industria Bancaria

Según el reporte de calificación de *Fitch titulado Reporte de Revisión de los Cuatro Mayores Bancos Chileno*, publicado el 19 de diciembre de 2016, se destaca que Los mayores cuatro bancos chilenos son Banco Santander Chile, Banco de Chile, Banco del Estado de Chile y Banco de Crédito de inversiones, que representan el 64,9% de las colocaciones a Junio 2016. Los bancos mencionados mantienen una administración de riesgos y liquidez sólida, provisionamiento adecuado y niveles de cartera vencida controlados bajo normas estrictas del regulador local. Su participación de mercado elevada refleja una

²³ Diario la Tercera, “Cobre subiría a US 2,4 este año y caso toda la gran minería anotaría utilidades”, edición de 24 de enero de 2017.

²⁴Diario financiero, edición 25/11/2016. Donald Trump y China empujan con fuerza el precio del cobre pero ¿hasta cuándo dependeremos de él?

²⁵Diario financiero, edición 25/11/2016. ¿Cobre en USD 3? Más ingresos fiscales por USD 2,800 millones.

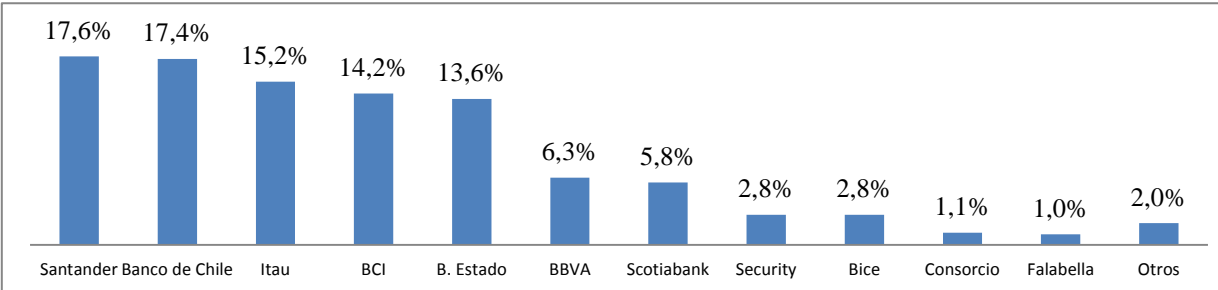
²⁶BBVA Research, Observatorio Económico en Chile, 22/11/2016.

²⁷ Diario Financiero, edición 11/11/2016. Precio del cobre se dispara tras elección de Trump

franquicia robusta y confianza de los depositantes, incluso en periodos de estrés de los mercados financieros. Además, la profundidad del mercado de capitales doméstico les da acceso a abundante financiamiento de largo plazo.

Los tres bancos privados (Santander, Banco de Chile y BCI) mantienen niveles adecuados de capital y lograrán alcanzar los requerimientos de capital mayores una vez que se adopten los estándares de Basilea III. Sin embargo, Banco Estado probablemente necesitará un significativo aporte de capital para alcanzar los nuevos requerimientos de Basilea III. El principal competidor de Banco Santander es el Banco de Chile. Moody’s clasifica a Banco de Chile como uno de los bancos con mejor calificación de América Latina, aprovechando los sólidos fundamentos macroeconómicos y el marco institucional de Chile, así como una cartera diversificada de préstamos, sólida gestión de riesgos y cuotas de mercado líderes. Como se observa en la siguiente gráfica, ambos bancos tienen una participación de mercado calculada a septiembre de 2016 de un 17%, seguidos posteriormente por Itau, BCI y Banco Estado con una participación de un 15,2%; 14,2% y 13,6% respectivamente.

Figura: Participación de mercado de los Bancos pertenecientes al Sistema Bancario Consolidado medido en monto de colocaciones en UF a Septiembre 2016



Fuente: Reporte de información financiera mensual disponible a septiembre de 2016, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF).

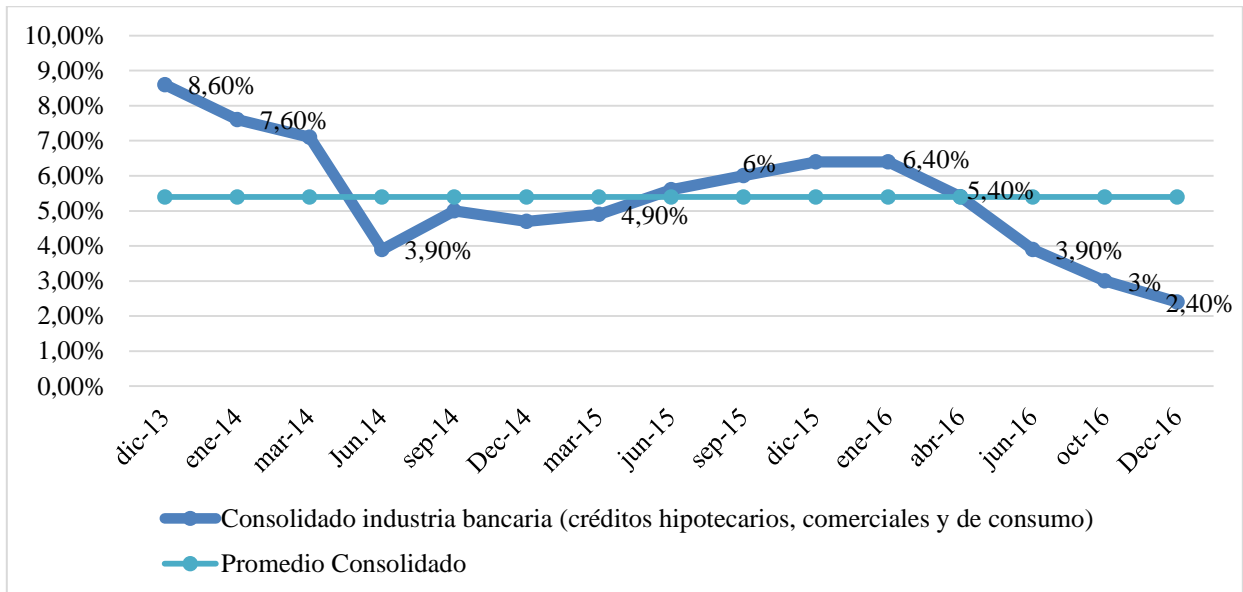
Figura: Participación de mercado histórica y proyectada para Banco Santander Chile

Participación de mercado de cada Banco perteneciente al sistema bancario consolidado, calculado en base a colocaciones bancarias medidas en UF								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 Proyección	2017 Proyección
Banco Bice	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%	2,8%	2,85%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,6%	6,6%	6,3%	6,48%
Banco BTG Pactual Chile	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%
Banco Consorcio	0,3%	0,3%	0,3%	0,4%	0,7%	0,9%	1,1%	0,92%
Banco de Chile	19,9%	19,9%	19,9%	18,7%	18,5%	17,6%	17,4%	17,82%
Banco de Crédito e Inversiones	12,8%	12,8%	12,8%	12,9%	12,6%	12,6%	14,2%	13,11%
Banco de la Nación Argentina	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%
Banco del Estado de Chile	14,4%	14,4%	14,4%	13,9%	13,0%	13,3%	13,6%	13,33%
Banco do Brasil S.A.	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,05%
Banco Falabella	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,03%
Banco Internacional	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,61%
Banco París	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,13%
Banco Penta	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,4%	0,6%	0,0%	0,32%
Banco Ripley	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,6%	0,6%	0,5%	0,56%
Banco Santander-Chile	19,6%	19,6%	19,6%	18,6%	18,2%	17,9%	17,6%	18,61%
Banco Security	2,9%	2,9%	2,9%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,88%
China Construction Bank, Agencia en Chile (3)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%
HSBC Bank (Chile)	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,20%
Itaú Corpbanca	12,0%	12,0%	12,0%	14,4%	16,1%	16,2%	15,2%	15,86%
JP Morgan Chase Bank, N.A.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,01%
Rabobank Chile	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,68%
Scotiabank Chile	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	5,0%	5,8%	5,20%
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,04%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,00%
Total Monto Colocaciones Sistema Bancario (MM UF)	3.612.032	3.998.950	4.461.868	4.952.042	5.190.825	5.598.232	5.774.293	

La gráfica anterior contiene información sobre la participación de mercado de la Industria Bancaria desde el año 2011 hasta septiembre de 2016 medida en porcentaje como el total de colocaciones bancarias de cada banco sobre el total de colocaciones bancarias de la industria consolidada. amarillo se destaca Banco de Chile y Banco Santander Chile, los cuales han sido los líderes en el mercado de colocaciones bancarias.

La siguiente gráfica contiene el crecimiento en las colocaciones de la Industria Bancaria Consolidada medidas en monto de colocación sobre el total de colocaciones Bancarias. Como se observa existe una estacionalidad en las colocaciones Bancarias entre diciembre/2013 y junio/14 debido a que estos periodos estuvieron marcados por un aumento en el volumen y monto de créditos generados post crisis subprime. Posteriormente se observa hasta abril 2016 el crecimiento Bancario es en promedio de un 5,4% para luego disminuir a un 4,4%, la razón de esta disminución se debe principalmente al impuesto que agrava de IVA a las viviendas nuevas edificadas con posterioridad al año 2016. La composición de colocaciones Hipotecarias, Comerciales y de Consumo se puede visualizar en la siguientes dos láminas.

Figura: Crecimiento anual de Colocaciones de la Industria Bancaria medido en UF a nivel consolidado



Fuente: 4QWebcast 2016, 2015 y 2014. Financial Results of Banco de Chile, disponible en Banco de Chile Investor relations

Figura: Crecimiento del PIB y de colocaciones bancarias histórico.

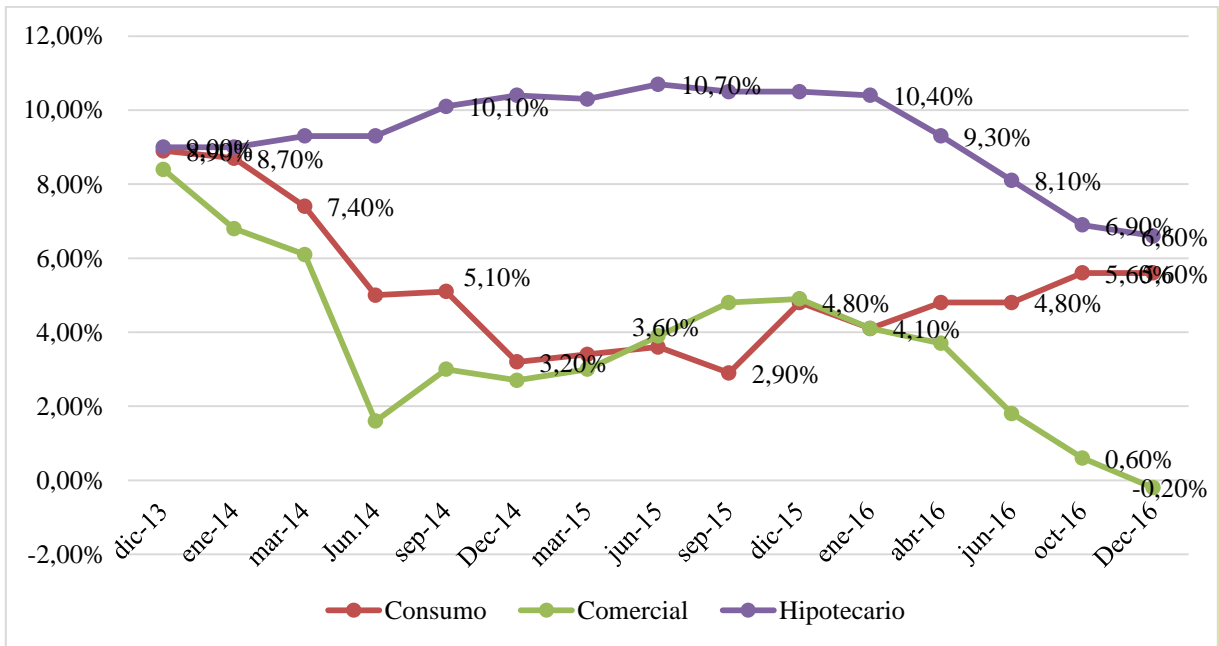
Crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas y variación del PIB observado para Chile entre los años 2011 a 2016						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Colocaciones Bancarias Consolidadas (MM UF)	3.999	4.462	4.952	5.191	5.598	5.774
PIB (MMUF)	10.811.818	11.472.520	12.082.700	12.571.446	12.811.522	13.016.507
Crecimiento de Colocaciones Bancarias Consolidadas (%)		11,6%	11,0%	4,8%	7,8%	3,1%
Crecimiento del PIB (%)		6,1%	5,3%	4,0%	1,9%	1,6%
Razon Crecimiento Bancario (%) / Crecimiento PIB (%)		1,89	2,07	1,19	4,11	1,97
Razon Colocaciones Bancarias (MM UF)/PIB (MM UF)		0,389	0,410	0,413	0,437	0,444

Fuente:

- SuperIntendencia de Bancos e instituciones financieras, SBIF, reporte anual para años 2011 a 2016
- Series de crecimiento del PIB extraídas de bases de datos de Banco Central de Chile.

La siguiente gráfica contiene la misma información detallada anteriormente, pero aperturada por sector de colocaciones bancarias y se apertura por créditos de consumo, créditos comerciales y créditos hipotecarios.

Figura: Crecimiento anual de colocaciones de la Industria Bancaria medido en monto de colocación en UF aperturado por segmentos de mercado.



Fuente: 4QWebcast 2016, 2015 y 2014. Financial Results of Banco de Chile, disponible en Banco de Chile Investor relations.

Capítulo III: Descripción del financiamiento de Banco Santander Chile.

Tal como fue mencionado en la metodología, Damodaran plantea que en empresas de servicios financieros la deuda es más similar a la materia prima que necesita en lugar de una fuente de capital. En efecto, esto se ve comprobado en el financiamiento de Banco Santander Chile ya que al 30 de septiembre de 2016 el total de las emisiones de deuda en bonos está compuesta de un 93% de emisiones en UF, 4.8% en pesos chilenos, 1.3% en euros, 0.5% en dólar y 0.4% en yen.

Figura: Financiamiento de Banco Santander Chile en base a sus colocaciones en bonos vigentes al 30 de septiembre de 2016

Valor	Monto de emisión en base a la moneda de emisión de deuda convertida en UF	Distribución de las emisiones de deuda
UF	145.000.000	93,0%
CLP	7.506.521	4,8%
EUR	2.048.342	1,3%
USD	710.627	0,5%
JPY	629.298	0,4%
	155.894.789	100,0%

Fuente: Estados financieros de Santander, disponibles en Santander Investor Relations, 2016.

El total de colocaciones por serie de emisión, moneda de emisión, plazo de emisión, tasa de emisión, fecha de emisión y fecha de vencimiento de emisión se encuentra disponible en el anexo II²⁸.

²⁸ Anexo 2 contiene la información del total de las colocaciones de bonos emitidos al 30 de septiembre de 2016.

Descripción de los bonos de emisión de deuda de Banco Santander en UF que determinan su tasa de costo de la deuda.

Para poder extraer mayor información sobre el perfil de la deuda en bonos de Banco Santander Chile se procedió a utilizar un terminal bloomberg con el objetivo de generar la muestra más representativa posible de sus emisiones de bonos en UF con sus precios vigentes, precios de emisión, Spread, duration, tasa de emisión, tir de mercado y factores cualitativos como estructura del bullet, clasificación por agencias clasificadoras de riesgo, frecuencia de pago y por último si posee condición de prepago. Se observaron 25 diferentes colocaciones de bonos por un total de UF 129.400 millones sobre un total de 145.000 millones de UF que Banco Santander Chile ha emitido al 30 de septiembre de 2016 las cuales representan un 89.25% del total de las colocaciones en UF²⁹.

Figura: Indicadores financieros de los bonos en UF emitidos por Banco Santander Chile al 30 de septiembre de 2016

Nemotecnico	Monto emision	Moneda emision	Fecha emision	Vencimiento	Precio al	Precio emision	Spread	Duration	Tasa emision (%)	Tir mercado observada
					27/12/2016					al 27/12/2016
BSTD010216	7.000.000	uf	01-02-2016	01-02-2020	99,7	99,35	138	2,9	2,2	2,32
BSTD050216	5.000.000	uf	01-02-2016	01-02-2022	102,1	104,12	88	4,7	2,4	1,97
BSTD100216	5.000.000	uf	01-02-2016	01-08-2024	100,4	100,74	131	6,7	2,6	2,55
BSTD130216	5.000.000	uf	01-02-2016	01-08-2024	101,1	102,11	130	7,8	2,75	2,62
BSTD150216	5.000.000	uf	01-02-2016	01-08-2028	103	105,76	129	9,5	3	2,71
BSTDED0114	2.000.000	uf	01-01-2014	01-01-2021	106,1	112,06	88	3,7	3,5	1,89
BSTDF20908	3.000.000	uf	01-09-2008	01-09-2017	101,4	102,85	121	0,7	4,2	2,13
BSTDFC0810	4.000.000	uf	01-08-2010	01-08-2024	113,6	126,20	129	6,3	4,5	2,5
BSTD60315	3.000.000	uf	01-03-2015	01-03-2020	101,1	102,12	96	3	2,25	1,91
BSTD90315	5.000.000	uf	01-03-2015	01-03-2015	101,6	103,12	110	7,6	2,6	2,4
BSTD20915	10.000.000	uf	01-09-2015	01-03-2023	101,2	102,26	125	5,6	2,6	2,41
BSTD51215	7.000.000	uf	01-12-2015	01-12-2022	101,4	102,75	116	5,4	2,55	2,3
BSTD20915	10.000.000	uf	01-09-2015	01-03-2023	101,2	102,26	125	5,6	2,6	2,41
BSTD61215	7.000.000	uf	01-12-2015	01-12-2014	102,6	105,05	104	7	2,65	2,3
BSTD-V0807	5.000.000	uf	01-08-2007	01-08-2017	101	101,99	132	0,6	3,9	2,25
BSTDY30208	2.000.000	uf	01-02-2008	01-02-2018	101,9	103,91	109	1,1	3,8	1,97
BSTDE30111	4.000.000	uf	01-01-2011	01-07-2019	103,9	107,63	98	2,3	3,5	1,88
BSTDE60412	4.000.000	uf	01-04-2012	01-04-2022	107,5	114,60	90	4,7	3,5	1,99
BSTDEC0913	2.000.000	uf	01-09-2013	01-09-2023	107,9	115,45	104	5,9	3,5	2,22
BSTDEF0114	2.400.000	uf	01-01-2014	01-01-2024	106,7	113,11	115	6,1	3,4	2,35
BSTD20915	10.000.000	uf	01-09-2015	01-03-2023	101,2	102,26	125	5,6	2,6	2,41
BSTD61215	7.000.000	uf	01-12-2015	01-12-2024	102,6	105,05	104	7	2,65	2,3
BSTDSB0714	5.000.000	uf	01-07-2014	01-07-2019	101,7	103,33	107	2,4	2,65	1,97
BSTD-W1007	5.000.000	uf	01-10-2007	01-10-2017	101,5	102,94	114	0,7	4,1	2,05
BSTD-V0807	5.000.000	uf	01-08-2007	01-08-2017	101	101,99	132	0,6	3,9	2,25
Total muestra	129.400.000	uf			102,34	104,53	117,05	4,85	2,96	2,29%

Fuente: Bloomberg.

²⁹ El porcentaje fue elaborado en función de los montos de emisión extraídos de un terminal bloomberg, y el porcentaje de la muestra se obtuvo tomando los montos de emisión seleccionados divididos por el total de colocaciones de bonos en UF extraídas de los estados de resultados a septiembre de 2016.

Capítulo IV: Estimación de la tasa real de costo del patrimonio y de la estructura de capital de Banco Santander Chile

Resumen ejecutivo:

En este capítulo se ha calculado una tasa de costo real del patrimonio real de 9,85%. Esta tasa se utilizará para descontar los flujos de caja del patrimonio y ha sido determinada usando una tasa de deuda real de 0% -asumiendo que la deuda financiera que emite un banco es libre de riesgo-, un premio por riesgo real de 6,81% y un beta del patrimonio de 1,093. Para efectos referenciales fue calculada la tasa real WACC, a diferencia de una empresa de bienes y servicios, la tasa WACC no se emplea para valorizar bancos e instituciones financieras debido a que valoración se ha realizado mediante el flujo de caja del patrimonio el cual utiliza la tasa real de costo del patrimonio. El valor de la tasa WACC, calculada solo para efectos de completitud de este trabajo de tesis, es de 4,44% y fue calculada empleando la proporción deuda/patrimonio a valores de mercado debido a que el negocio bancario consiste en su mayor parte en emitir deuda.

Descripción detallada de la metodología empleada en la determinación de la tasa de costo real del patrimonio y WACC

La metodología para realizar el cálculo de la tasa de costo real del patrimonio de Banco Santander Chile es el siguiente:

1. Se utiliza una tasa libre de riesgo real (R_f) de 2,29% (BCU-30 al 31 de diciembre de 2017)
2. El premio por riesgo de mercado ($R_m - R_f$) es de 6,81% real en base a las indicaciones para realizar la valoración del presente trabajo de tesis al 31 de diciembre de 2017.
3. Se utiliza una tasa de costo real de deuda real (k_b) de 0%, se utiliza como supuesto de valoración que la deuda que emite un banco es libre de riesgo.
4. Se ha determinado el beta de la acción calculado a través de una metodología de regresión lineal entre Banco Santander y el IGPA, el cálculo se realizó tomando años cerramos

comprendidos entre enero 2013 a diciembre 2017, este cálculo se compara con diferentes beta de acción obtenidos de diversas fuentes de información del mercado para tener una noción de la exactitud del cálculo. Las fuentes de información utilizadas han sido Bloomberg, Investing, Yahoo Finance y un estudio de Beta by sector de New York University que fue publicado en enero/2017 (ver página 40)

5. Se ha determinado el beta de la acción utilizando 5 años de historia en base a la regresión señalada en el punto anterior. Posteriormente este beta se ha desapalancado a la estructura de capital histórica de la empresa disponible en el anexo III y se ha apalancado a la estructura de capital objetivo de Banco Santander (ver página 38)
6. Es importante señalar que la estructura actual de capital contiene en el patrimonio los niveles de solvencia actuales que rigen las normativas de capital necesario requerido de acuerdo a las normativas de Basilea III³⁰.
7. Finalmente el costo del patrimonio, el cual es la tasa a la cual se descontarán los flujos de caja del accionista, se determinarán por la siguiente expresión:

$$K_p = r_f + [E(RM) - r_f] \times \beta_p^{C/D}$$

Dónde:

- $\beta_p^{C/D}$ corresponde al beta de la acción de Banco Santander Chile calculado a la estructura objetivo (ver página 41)

- $[E(RM) - r_f]$ corresponde al premio por riesgo de mercado (premio por riesgo dado para realizar la valoración según instrucciones del trabajo de tesis)

- r_f corresponde a la tasa libre de riesgo señalada (tasa libre de riesgo otorgada para realizar la valoración según instrucciones del trabajo de tesis)

³⁰ Para mayor conocimiento sobre las acciones que ha realizado Banco Santander Chile para implementar Basilea III visualizar anexo V: “Implementación de Basilea III en Banco Santander Chile, evidencia empírica”.

Cálculo de Beta de la acción por medio de regresión lineal $(\beta_p^{C/D})$

El cálculo del Beta de la acción se realizó utilizando una correlación lineal entre el retorno de Banco Santander y el retorno del IGPA tomando años cerrados. El valor obtenido en la regresión lineal es un beta patrimonial con deuda de 1,06.

$$B_p^{C/D} = 1,093$$

Para comprobar la calidad del cálculo obtenido por la regresión, se procedió a comparar el beta de la acción obtenido con diversas fuentes de información del mercado. Los gráficos en que contienen la información del beta extraído de las fuentes del mercado mencionadas se encuentran disponibles en el anexo IV³¹. Como se observa, el cálculo realizado por la metodología de regresión lineal es 1,219 (primer valor en la tabla), y el promedio de los Betas observado por el mercado utilizando la información extraída de Investing, Yahoo Finance, Bloomberg y Beta by economics sectors es 1,124 (ver anexo 4 con el detalle de las fuentes en donde se obtuvo esta información).

Figura: Resumen ejecutivo del Beta de la acción calculado por metodología de regresión lineal y observado por diversas fuentes del mercado

Fuente	Valor
Calculado por metodología regresión lineal	1,075
Investing	1,19
Yahoo Finance	1,39
Bloomberg	1,04
Beta by economics sectors, New York University	0,86
Promedio Beta observados en el Mercado, sin considerar beta calculado en esta tesis por metodología de regresión lineal	1,093

Fuente: Bloomberg, investing, yahoo Finance & Beta by sectors, New York University.

Cálculo del beta de la acción del Banco Santander Chile desapalancado de la estructura de capital actual $(\beta_p^{S/D})$

Para desapalancar el beta de la acción calculado recientemente, y apalancarlo a la estructura objetivo, se utiliza la fórmula de Rubinstein, la cual expresa lo siguiente:

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

³¹ Anexo 4 contiene información del cálculo del Beta de la acción de Banco Santander Chile calculado por diferentes fuentes del mercado.

Donde: $B_p^{C/D} = 1,093$ calculado en presente capítulo en sección beta patrimonial con deuda

$$\beta_b = 0\%$$

$(t_c) = 27\%$, equivalente a la tasa de impuesto de acuerdo a la normativa impositiva chilena para todo el periodo de valoración.

$(B/P) = 55,8\%$, equivalente a la estructura histórica de deuda sobre patrimonio calculada en la siguiente tabla

Figura: Determinación proporción deuda sobre valor de mercado histórica de los últimos 3 años de Banco Santander Chile a valores de mercado.

Determinación proporción deuda / valor de mercado				
	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	Historico 3 años
Precio de la acción (CLP)	31,0	48,2	48,19	
Numero de acciones	188.446.126.794,0	188.446.126.794,0	188.446.126.794,0	188.446.126.794,0
Patrimonio a valor de mercado (miles de pesos)	5.841.829.930.614,0	9.081.218.850.202,9	9.081.218.850.202,9	8.001.422.543.673,2
Patrimonio a valor de mercado (miles de UF)	227.938.270,3	346.290.228,9	340.630.864,6	304.953.121,3
Deuda a Valores de Mercado (miles de UF)	145.846.126,0	166.465.617,0	188.195.559,0	166.835.767,3
Patrimonio / Valor de Mercado	61,0%	67,5%	64,4%	64,3%
Deuda / Valor de Mercado	39,0%	32,5%	35,6%	35,7%
Deuda/Patrimonio	64,0%	48,1%	55,2%	55,8%

Fuente: Banco Santander Chile investor relations.

Despejando y realizando el cálculo:

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

$$B_p^{S/D} = \frac{(1,093 + 0 * (1 - 27\%) * 55,8\%)}{(1 + (1 - 27\%) * 11,66)} = 0,7736$$

Cálculo del beta de la acción del Banco Santander Chile apalancado a la estructura de capital objetivo ($\beta_p^{C/D}$)

A continuación apalancamos el beta patrimonial observado a la estructura objetivo de la empresa al 30 de septiembre de 2016. Tal como se indica en la siguiente tabla, utilizamos una relación deuda sobre patrimonio de 11,67 veces porque la estructura de patrimonio actual contiene todos los

requerimientos de solvencia que exige la normativa actual de Basilea III y que Banco Santander Chile los ha implementado³² en el año 2016.

$$\beta_p^{CD} = \beta_p^{SD} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \quad \text{Reemplazando:}$$

$$(\beta_p^{CD}) = 0,7736 \times (1 + (1 - 0,27) * 55,2\%) - 0 \times (1 - 0,74) \times 55,2\% = 1,09$$

Cálculo de la tasa de costo patrimonial de Banco Santander Chile

Tal como se señaló en la metodología de cálculo de Banco Santander Chile la tasa de costo patrimonial se calcula por la siguiente expresión:

$$K_p = r_f + [E(RM) - r_f] \times \beta_p^{CD}$$

Donde β_p^{CD} corresponde al beta de la acción calculado a la estructura de capital objetivo.

$$K_p = 2,43\% + 6,17\% \times 1,09 = 9,85\%$$

Según lo planteado en la metodología, la metodología de flujo de caja descontado del accionista utiliza el costo de capital del patrimonio, sobre el cual se descuentan los flujos de caja de los accionistas que contienen en su proyección las necesidades de aumentos de capital. Estos flujos serán determinados a la tasa calculada de 9.85%.

Comentarios relevantes sobre la tasa real WACC y tasa de costo de capital

Para efectos referenciales fue calculada la tasa real WACC, a diferencia de una empresa de bienes y servicios, la tasa WACC no se emplea para valorizar bancos e instituciones financieras debido a que valoración se ha realizado mediante el flujo de caja del patrimonio el cual utiliza la tasa real de costo del patrimonio. El valor de la tasa WACC, calculada solo para efectos de completitud de este trabajo de tesis, todos los flujos de la valoración serán descontado a la tasa de costo del patrimonio en el capítulo de valoración de Banco Santander Chile por medio del flujo de caja del patrimonio

³² Para mayor conocimiento sobre las acciones que ha realizado Banco Santander Chile para implementar Basilea III visualizar anexo V: "Implementación de Basilea III en Banco Santander Chile, evidencia empírica".

Cálculo de la tasa real WACC de Banco Santander Chile

Para efectos referenciales fue calculada la tasa real WACC, a diferencia de una empresa de bienes y servicios, la tasa WACC no se emplea para valorizar bancos e instituciones financieras debido a que valoración se ha realizado mediante el flujo de caja del patrimonio el cual utiliza la tasa real de costo del patrimonio. El valor de la tasa WACC, calculada solo para efectos de completitud de este trabajo de tesis, es de 4,44% y fue calculada empleando la proporción deuda/patrimonio a valores de mercado debido a que el negocio bancario consiste en su mayor parte en emitir deuda.

La tasa de costo del capital de Banco Santander Chile ha sido determinada en base a la expresión:

$$K_o = K_p * \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Valor empresa}} + K_b * (1 - \text{impuesto}) * \frac{\text{Deuda}}{\text{Valor empresa}}$$

Donde:

- K_o equivale a la tasa de costo real del patrimonio
- K_b equivale a la tasa de costo real de la deuda (ver página 33)

La proporción de deuda valor empresa y patrimonio valor empresa detallada en la formula anterior se calcula a valores de mercado debido a que el negocio bancario consiste principalmente en emitir deuda.

Figura: Cálculo de la tasa WACC al 31 de diciembre de 2017

Calculo de la tasa WACC al 31 de diciembre de 2017	
Valor empresa	13.855.666
Proporción deuda mercado / valor de mercado	55.2%
Proporción patrimonio a valor de mercado / valor de mercado	44,8%
WACC	6,0%

$$K_o = 9.85\% * 35.59\% + 2,29\% * 55.25\% * (1 - 0.27\%)$$

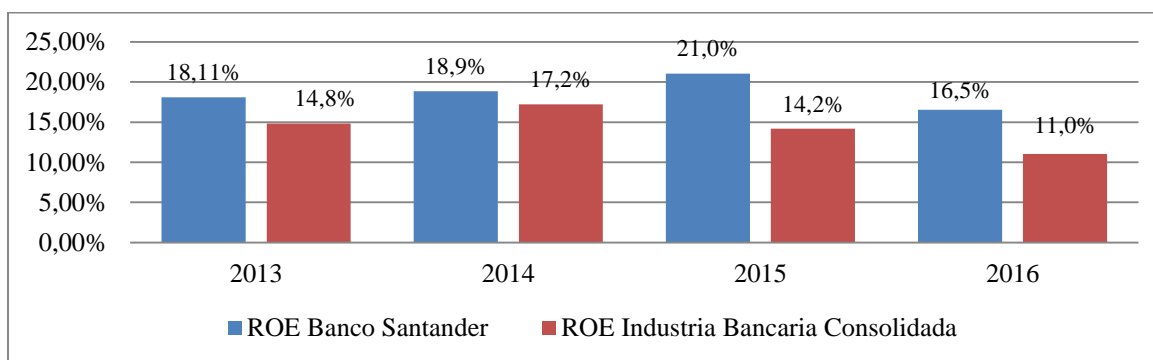
$$K_o = 4.44\%$$

Capítulo V: Análisis financiero de Banco Santander Chile y de la Industria Bancaria.

Resultado sobre el Patrimonio (ROE) perteneciente al Sistema Bancario Consolidado, calculada al 30 de septiembre de 2016.

La figura XIII contiene el ROE del Banco Santander y el ROE de la industria Bancaria Consolidada. Como se observa el ROE del banco Santander al año 2016 es de 16,5% mientras que el ROE de la industria Bancaria es un 11%.

Figura: Evolución histórica del ROE del Banco Santander Chile y la Industria Bancaria Consolidada entre los años 2013 a 2016



Fuente: Elaboración propia, en base a estados de resultados y balances históricos disponibles en SBIF para los años 2013 a 2016.

Sin embargo, se debe ser cuidadoso en esta comparación debido a el año 2016 para Banco Itau-Corpbanca ha estado enfrentando los costos de la sinergia ambos bancos, según el Diario Financiero, en su edición de 27/febrero/2017, *“Itau CorpBanca terminó un año 2016 con un deterioro en su cartera de colocaciones y un nivel bajo en utilidades producto de una pérdida de CLP 54 mil millones en el cuarto trimestre del año como resultado del salto en gastos de provisiones y gastos de apoyo.”*

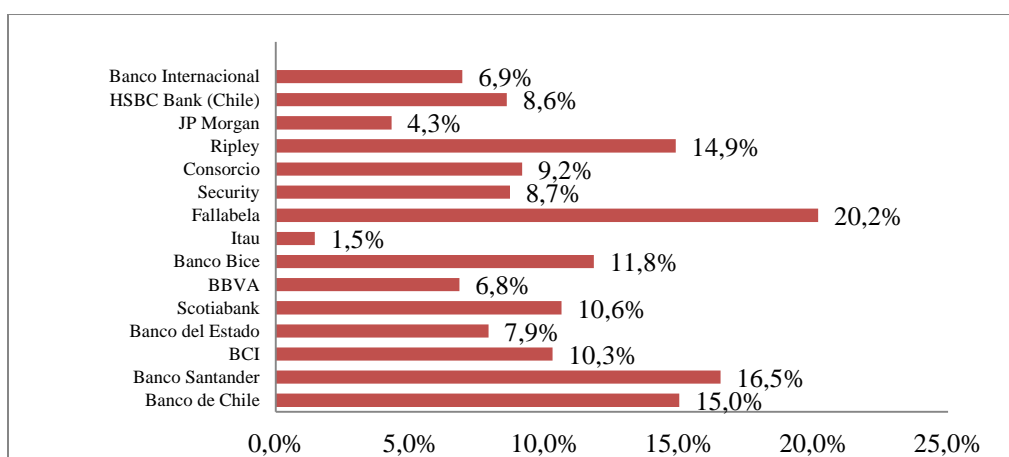
Otra razón para no comparar directamente el ROE se debe a un reporte de Fitch Ratings³³, en el cual señala que *“Banco Santander, Banco de Chile y Banco BCI tienen niveles adecuados de capital y lograrán alcanzar los requerimientos de capital mayores una vez que se adopten los estándares de*

³³ Fitch publica reporte especial sobre la revisión de los cuatro mayores bancos Chilenos, Fitch Ratings, 19 de diciembre de 2016.

Basilea III. Banco Estado probablemente necesitará un significativo aporte de capital para alcanzar los nuevos requerimientos”. En esta línea Banco Estado estima en hasta US 1.500 millones el capital requerido por Basilea III³⁴.

Es por esto que la comparación de ROE se recomienda analizar comparativamente con Banco de Chile, en este sentido el ROE de Banco Santander en el año 2016 es un 16,5% mientras que el de Banco de Chile es levemente menor con un 15%.

Figura: ROE de la Industria Bancaria en el año 2016 aperturado por Banco, calculado al 30 de septiembre de 2016



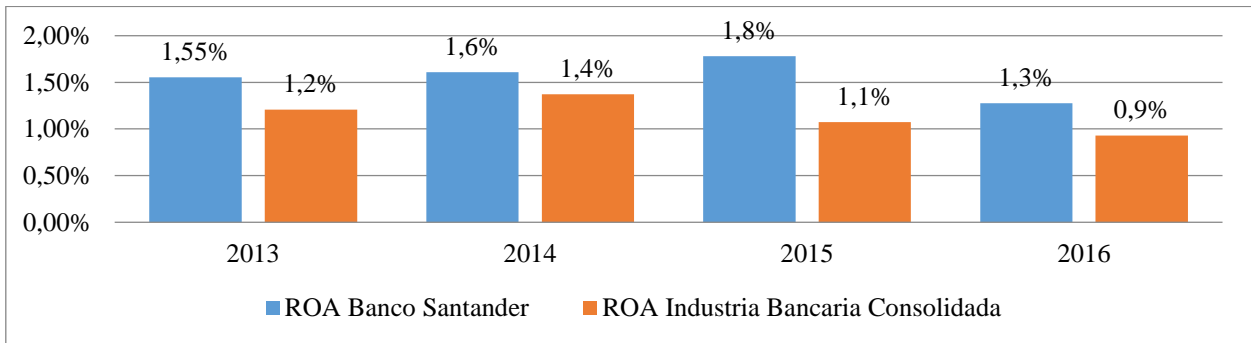
Fuente: Elaboración propia, en base a estados de resultados y balances históricos disponibles en SBIF para los años 2013 a 2016.

³⁴ Diario Financiero, edición 10 de Julio de 2017: “Banco Estado estima en hasta US \$1.500 millones capital requerido por Basilea III.

Resultado Operacional sobre Activos (ROA) perteneciente al Sistema Bancario Consolidado, calculada al 30 de septiembre de 2016.

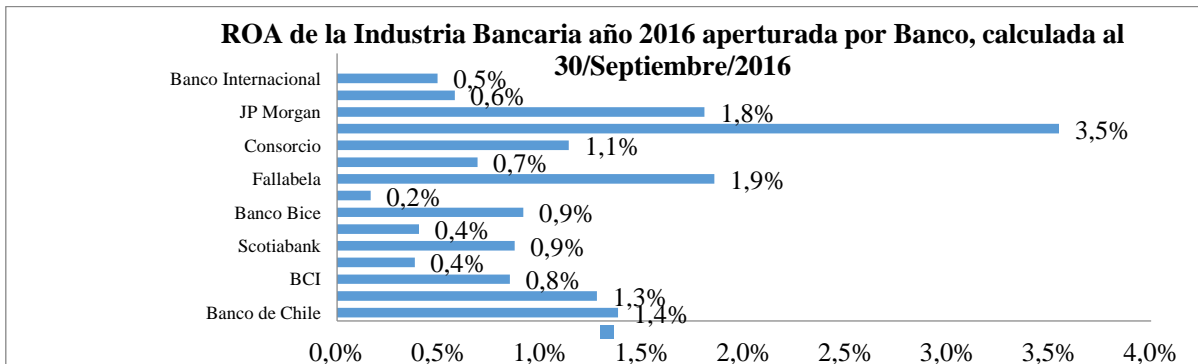
La siguiente figura contiene el Resultado Operacional Neto sobre los activos de Banco Santander Chile y de la industria bancaria, como se observa, el ROA del banco Santander calculado a septiembre de 2016 es un 1,3%, superior al ROA de la industria, el cual es de un 0,9%. Sin embargo, tal como se indicó anteriormente, el ROA de Santander debe compararse con sus similares, que tienen un grado de implementación de normativa de Basilea III similar a Banco Santander Chile, en este caso Banco de Chile y Banco BCI. Como se observa en la figura XVI Banco Santander mantiene un ROA similar a Banco de Chile (1,3% vs 1,4% respectivamente) y superior a Banco BCI quien tiene un ROA de 0,8%.

Figura: Evolución histórica del ROA del Banco Santander Chile y la Industria Bancaria Consolidada entre los años 2013 a 2016



Fuente: Elaboración propia, en base a estados de resultados y balances históricos disponibles en SBIF para los años 2013 a 2016.

Figura: ROA de la Industria Bancaria en el año 2016 aperturado por Banco, calculado al 30 de septiembre de 2016

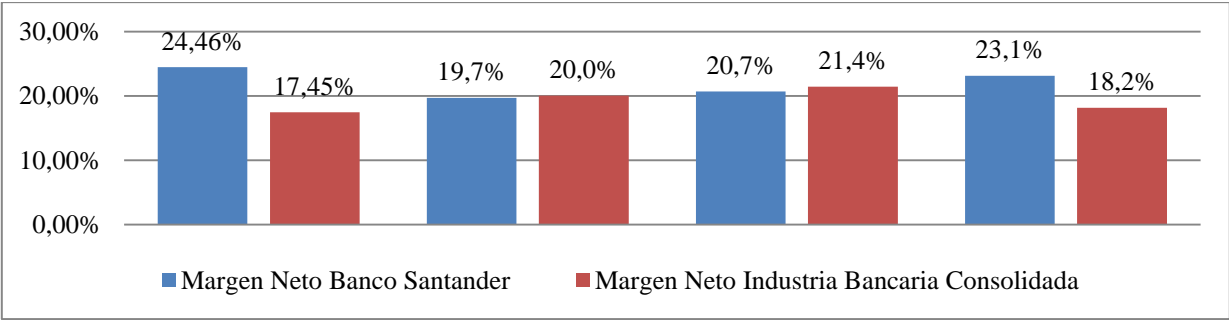


Fuente: Elaboración propia, en base a estados de resultados y balances históricos disponibles en SBIF para los años 2013 a 2016.

Margen neto Banco Santander e Industria Bancaria Consolidado, calculada al 30 de septiembre de 2016.

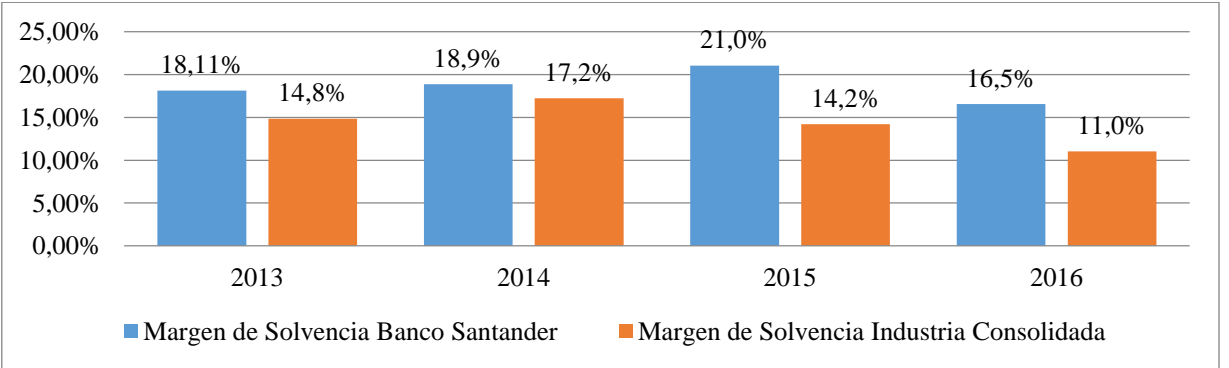
La siguiente gráfica contiene el Margen Neto del Banco Santander y el Margen Neto de la industria Bancaria Consolidada. El Margen Neto del Banco Santander a septiembre de 2016 es de un 23,1% mientras que el Margen Neto de la Industria Bancaria Consolidada es de un 18,2%. En relación al menor Margen de Solvencia del Banco Santander con respecto a la Industria Bancaria Consolidada, destaca que los niveles de Margen de Solvencia del Banco Santander son superiores en todo momento a los Márgenes de Solvencia de la Industria Bancaria Consolidada, y esto se debe a que el Banco Santander ha sido uno de los líderes en actualizar sus normativas de requerimiento de capital de Basilea II a Basilea III, generando que tengan respaldado en sus pasivos un mayor nivel de capital requerido sobre los activos consolidados del Banco.

Figura: Evolución del margen Neto de Banco Santander e Industria Bancaria Consolidada entre los años 2013 a 2016.



Fuente: Elaboración propia, en base a estados de resultados y balances historicos disponibles en SBIF para los años 2013 a 2016.

Figura: Evolución del margen Neto de Banco Santander e Industria Bancaria Consolidada entre los años 2013 a 2016.



Fuente: Informe Anual de Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), consolidado entre los años 2014 a 2016.

Apertura del Margen Neto Operacional: Ingresos por intereses de la Industria Bancaria, gastos operacionales y gastos en provisiones.

Se observa que a nivel de Industria Bancaria Consolidada un ingreso por intereses y comisiones de 9,36%, superior al 7,7% de los ingresos de la industria Bancaria consolidada en el año 2016 calculada a septiembre de 2016, lo cual evidencia en parte el mejor margen neto de Banco Santander que posee Banco Santander sobre la industria descrito en la gráfica anterior.

Figura: Evolución de la tasa de intereses y comisiones de Banco Santander Chile e Industria Bancaria consolidada calculadas entre 2011 a septiembre de 2016

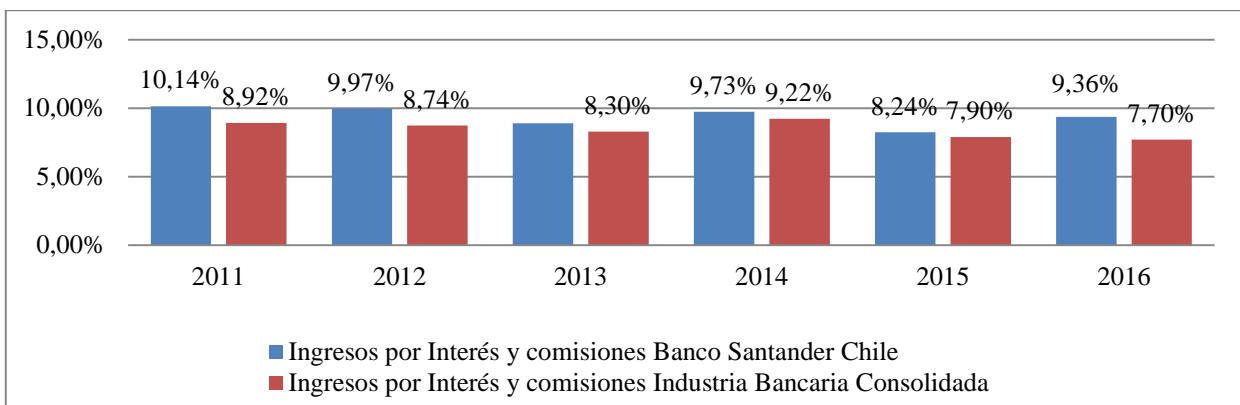


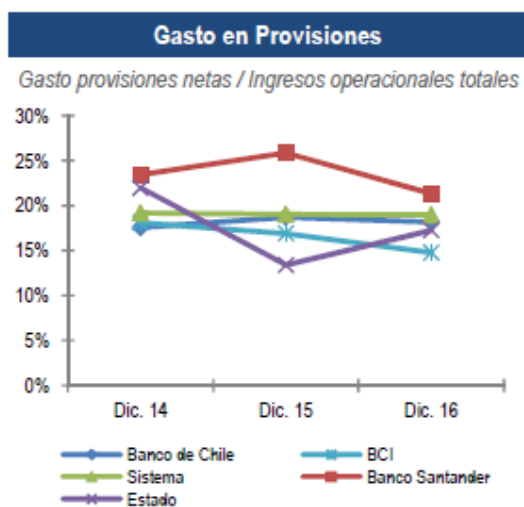
Figura XIX: Ingresos por intereses y comisiones Banco Santander Chile e Industria Bancaria consolidada calculadas a septiembre/2016.

Fuente: Informe Anual de Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), consolidado entre los años 2014 a 2016.

En cuanto a la arista de costos, según el informe de clasificación de Banco Santander Chile elaborada por Feller Rates en febrero 2017 se destaca que “*Los gastos en provisiones del Banco Santander Chile se encuentran en niveles inferiores al sistema, reflejo de su actual foco estratégico en segmentos de menor riesgo. El Mix de la entidad, con una mayor participación en el sector minorista, tiene como consecuencia un mayor gasto en provisiones comparado con bancos con proporción en segmentos más corporativos. Sin embargo, el fortalecimiento de la administración en riesgo ha permitido mantener acotado el riesgo crediticio permitiendo que entre diciembre de 2012 a diciembre de 2016 e gasto en provisiones se haya disminuido de 27,2% a 21,3%. El continuo control de costos y mejoras en la productividad, y el uso de canales complementarios, así como economías de escala alcanzadas. El indicador de gastos operacionales sobre el total del*

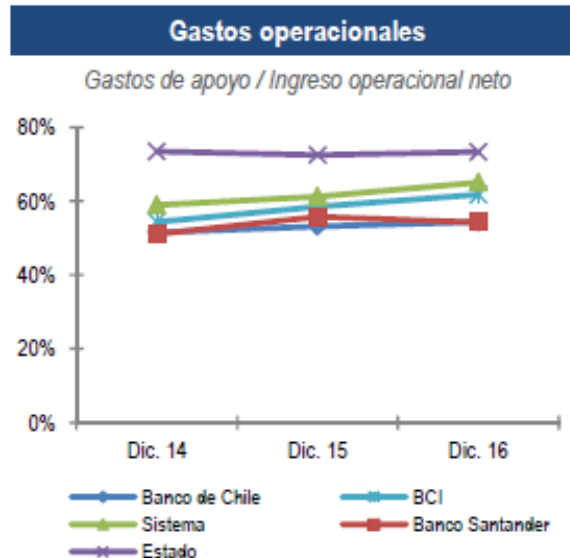
ingreso operacional neto a diciembre de 2016 del Banco Santander es un 54,3%, manteniendo una ventaja sobre la industria, la cual al mismo periodo de tiempo posee un ratio de 65%³⁵”.

Figura: Evolución del gasto en provisiones de Banco Santander Chile y Sistema Bancario Consolidado entre 2014 a 2016



Fuente: Informe de clasificación Banco Santander Chile, Feller Rate, febrero 2017.

Figura: Evolución del gasto operacional de Banco Santander Chile y Sistema Bancario Consolidado entre 2014 a 2016



Fuente: Informe de clasificación Banco Santander Chile, Feller Rate, febrero 2017.

Calificación de Agencias clasificadoras de riesgo:

Las calificaciones crediticias de Banco Santander y Banco de Chile³⁶ incorporan mayores riesgos en las utilidades de los bancos y en la calidad de sus activos derivado de las perspectivas de una mayor desaleración continua en la economía Chilena, y cambios relevantes en el mercado que han cambiado el panorama competitivo. A pesar de estos desafíos, los bancos continúan siendo los más valorados en Latinoamérica porque se benefician de los sólidos fundamentos macroeconómicos y del marco institucional de Chile, así como de carteras de préstamos diversificadas, sólida gestión de riesgos y cuotas de mercado líderes que mantienen amplios márgenes.

³⁵ Informe de clasificación de Banco Santander Chile, Feller Rate, Febrero 2017.

³⁶ “Moody’s confirma las calificaciones de depósitos y deuda del Banco Santander-Chile y Banco de Chile y rebaja los BCA a a3”

Aunque Banco Santander y Banco de Chile continúan disfrutando del crecimiento en los préstamos, Moody's espera que los costos de financiamiento aumenten en el futuro, como resultado de la introducción de requisitos de liquidez de Basilea III impulsada por la Ley General de Bancos para alinear las normas chilenas con las normas internacionales. El crecimiento económico de Chile se mantendrá moderado durante los próximos años debido a los bajos precios del cobre y a un mercado de trabajo debilitado, junto con una baja disminución en la confianza empresarial y de los consumidores.

Crecimiento industria bancaria:

Tal como fue calculado para el sector, el crecimiento de Banco de Chile y Banco Santander entre los años 2010 y 2015 fue de un 6,54% y 4,34% respectivamente³⁷.

Como se observa, este crecimiento se encuentra en línea con el crecimiento de 5,4% registrado en el intervalo de tiempo mencionado para la industria bancaria. Sin embargo, se debe tener presente que las colocaciones bancarias se han incrementado tan solo un 2,4% a diciembre del 2016, y esto está en línea con el crecimiento del PIB para el año 2016 indicado por el Banco Central de un 1,5%³⁸.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Banco Bice	100.495	111.260	125.960	138.326	151.577	158.085	162.507	180.131
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	252.059	279.060	312.289	325.534	340.416	352.350	346.331	366.842
Banco BTG Pactual Chile	-	-	-	-	-	985	1.030	6.570
Banco Consorcio	9.640	10.673	18.842	33.572	49.303	63.084	66.683	79.339
Banco de Chile	718.117	795.042	832.217	915.077	912.889	973.643	970.343	975.062
Banco de Crédito e Inversiones	463.875	513.565	575.211	623.272	653.887	792.255	828.061	932.133
Banco de la Nación Argentina	379	420	457	596	608	637	446	336
Banco del Estado de Chile	518.381	573.909	621.585	644.477	692.465	763.282	793.255	872.904
Banco do Brasil S.A.	1.824	2.019	2.958	3.564	2.886	1.529	1.188	1.161
Banco Falabella	38.314	42.418	47.227	51.523	54.468	55.258	57.353	62.007
Banco Internacional	28.272	31.301	30.257	31.462	31.289	32.578	33.992	43.049
Banco Paris	-	-	9.109	10.630	9.339	407	379	-
Banco Penta	4.644	5.141	9.217	18.506	28.987	1.434	1.080	-
Banco Ripley	8.407	9.307	9.468	27.836	30.437	29.120	27.727	31.979
Banco Santander-Chile	706.303	781.962	830.523	903.430	929.575	987.193	1.024.560	1.045.866
Banco Security	105.919	117.265	132.306	143.338	150.890	158.262	163.899	182.357
China Construction Bank, Agencia en Chile (3)	-	-	-	-	-	-	378	-
HSBC Bank (Chile)	15.765	17.453	12.660	10.010	12.430	9.646	8.798	6.058
Itaú Corpbanca	434.528	481.074	642.638	798.386	840.856	853.628	829.967	772.378
JP Morgan Chase Bank, N.A.	653	723	723	762	40	-	-	-
Rabobank Chile	20.875	23.111	29.442	34.881	35.931	36.011	29.061	-
Scotiabank Chile	181.966	201.458	218.212	235.266	259.930	327.048	324.355	394.124
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	1.616	1.789	567	1.593	2.619	1.797	1.568	1.056
Total	3.612.032	3.998.950	4.461.868	4.952.042	5.190.825	5.598.232	5.774.293	5.953.353
Crecimiento colocaciones bancarias		10,71%	11,58%	10,99%	4,82%	7,85%	3,14%	3,10%

³⁷ Ver capítulo crecimiento industria Bancaria del presente documento.

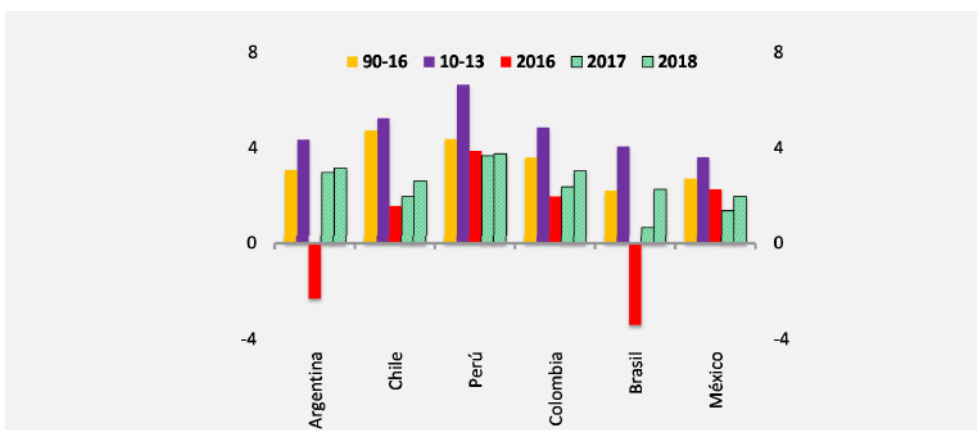
³⁸ Ipom 2017, Banco Central de Chile.

Expectativas de crecimiento de la Industria Bancaria:

Las perspectivas de crecimiento registrarían una expansión entre 1,5% a 2,5% para el año 2018. Lo anterior, incorpora un débil desempeño para los últimos meses del año 2016 y un lento comienzo para el año 2017. Para este último, se espera un gradual repunte hacia la segunda mitad del año, en la medida que se observe una mejora en las expectativas de los consumidores y empresariales, y que estas materialicen se materialicen en mejores registros de consumo e inversión³⁹.

Se espera un fortalecimiento de la demanda interna creciendo desde el año 2015 a 2016 de 1,6% a 3,3%, y una mejora en los sectores industriales y comerciales, mejorando respectivamente en la misma base comparativa anual de -2,1% a 0,9% y de -0,5% a 2,5%⁴⁰. Por otra parte, las expectativas del Banco Central de Chile indican que el crecimiento esperado entre 1,5% a 2,5% se mantendrá para el año 2018. Esto recoge los efectos de la baja en la TPM que han llevado la tasa a un 3% que generarán un aumento en la demanda.

Figura: Crecimiento proyectado como porcentaje del PIB histórico y proyectado por el Banco Central para Chile y América Latina



Fuente: Banco Central de Chile

Por otra parte, las expectativas de mercado extraídas de BBVA Research indican que, tras el anuncio del Banco Central de Chile para disminuir la tasa, se abre por primera vez la puerta a que TPM se ubique bajo 3%. Ante esto, incluso van más allá del consenso e indican que considerando que las tasas de mercado ya incorporan que la TPM descendería hasta 2,75%, se estima que tras esta nueva pieza de información las tasas de mercado se moverán a incorporar una TPM que llegue hasta

³⁹ IPom Diciembre 2017, Banco Central de Chile.

⁴⁰ Proyecciones BICE Inversiones, en base a Ipom 2017,

2,5%⁴¹. Estas expectativas de llegar a una tasa bajo el 3% se encuentran en línea con la encuesta de Operadores Financieros quienes esperan otra baja para este año de hasta 2,75%⁴².

Por último, en el mercado se ha instalado un debate sobre posibilidades de reducir aún más la tasa, en una entrevista al Ex Presidente del Banco Central de Chile, José de Gregorio, indica que con una tasa de 2% nuestra economía estaría con mejores perspectivas de crecimiento y cumpliendo la meta de inflación. Si hoy día estuviéramos con una tasa menor la economía chilena podría estar creciendo más y el Banco Central estaría empujando la recuperación con mayor vigor⁴³.

⁴¹ Diario El Mostrador, edición 16/03/2017.

⁴² Diario El Mostrador, edición 16/03/2017.

⁴³ Diario El Mercurio, Economía y Negocios, Edición 19/03/2017, página 16.

Capítulo VI: Proyección de los Estados de Resultados de Banco Santander Chile.

Modelo de crecimiento

Los ingresos de un Banco provienen de los ingresos por interés y comisiones de su cartera de colocaciones, es por ello que para determinar los ingresos del Banco Santander se utiliza la siguiente metodología:

1. Proyectar el crecimiento de colocaciones consolidadas de la Industria Bancaria entre los años 2018 a 2022.
2. Derivado del punto anterior, proyectar el total de colocaciones en monde la Industria Bancaria entre los años 2018 a 2022, esto se obtendrá del balance de los activos de la Industria Bancaria Consolidada.
3. En función de la proyección de las colocaciones mencionadas en el punto anterior, se requiere proyectar la participación de mercado del Banco Santander entre los años 2018 a 2022.
4. Derivado de los dos puntos anteriores, al proyectar las colocaciones de la industria entre los años 2018 a 2022 y proyectar la participación de mercado del Banco Santander, se obtendrán las colocaciones proyectadas del Banco Santander.
5. Se calculará la tasa de intereses y comisiones histórica del Banco Santander para poder aplicar esta tasa a sus colocaciones y de esta forma obtener los ingresos del Banco Santander.
6. Las siguientes líneas del EE.RR de Banco Santander se obtendrán utilizando la composición histórica del EE.RR sobre el nivel de ingresos, esto será detallado en anexo VI.

Estos puntos son abarcados secuencialmente en el desarrollo que se indica a continuación.

Proyección del crecimiento de colocaciones de la Industria Bancaria entre los años 2018 a 2022.

La siguiente figura contiene los activos bancarios expresados en miles de UF históricos del Sistema Bancario consolidado entre los años 2011 a 2017, como se observa, la línea más importante del balance para realizar la proyección del estado de resultado de Banco Santander Chile son las colocaciones bancarias de la Industria Bancaria Consolidada, ya que a partir de las colocaciones de la industria se proyectará las colocaciones del Banco Santander Chile en base a su participación de mercado proyectada que determinará su volumen de colocaciones, y posteriormente de su tasa de interés y comisiones históricas, se determinarán los ingresos del Banco Santander sobre la tasa aplicada sobre las colocaciones mencionadas.

Figura: Evolución histórica de activos bancarios de la Industria Bancaria consolidada (cifras en miles de UF)

Evolución activos bancarios	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Colocaciones	3.612.032	3.998.950	4.461.868	4.952.042	5.190.825	5.598.232	5.774.293	5.953.353
Efectivo y depósitos en bancos	395.233	489.941	437.093	492.258	519.417	554.068	454.445	473.753
Instrumentos financieros no derivados	628.470	733.535	739.487	789.903	810.490	901.377	901.432	939.730
Instrumentos financieros derivados	159.516	210.069	164.375	221.185	405.248	424.985	361.681	377.048
Contratos de retrocompra y préstamos de valor	15.064	15.038	20.209	32.643	19.572	23.361	28.860	30.086
Inversiones en sociedades y en sucursales en el	4.187	4.786	5.025	6.412	8.164	10.778	11.215	11.691
Activo fijo	42.934	50.425	50.212	52.765	51.560	55.146	54.022	56.317
Otros activos (1)	186.948	161.674	275.161	262.437	339.551	376.499	587.539	546.736
Activos Totales	5.044.386	5.664.419	6.153.429	6.809.644	7.344.826	7.944.446	8.173.488	8.316.983
		10,71%	11,58%	10,99%	4,82%	7,85%	3,14%	3,10%

Fuente: Superintendencia de Banca e Instituciones Financieras (SBIF)

Para mantener consistencia en los activos y pasivos del sistema bancario consolidado, en la siguiente figura se presentan los pasivos y el patrimonio de la industria bancaria consolidada, la línea más importante de esta figura es el patrimonio, el cual se utilizarán como referencia posteriormente para calcular las necesidades de aumento de capital de Banco Santander Chile.

Figura: Evolución histórica de pasivos bancarios de la Industria Bancaria consolidada (cifras en miles de UF)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Depositos a la vista	217.630	241.110	263.146	287.023	263.628	267.628
Depositos a plazo	399.011	415.034	422.867	475.351	500.559	508.153
Prestamos bancarios locales	-	21	2.680	-	-	-
Prestamos bancarios en el exterior	62.951	72.137	47.326	51.019	54.655	55.485
Otros préstamos	17	9	4	0	0	0
Letras de crédito	5.609	4.361	3.310	2.453	1.926	1.955
Bonos corrientes (ordinarios)	162.772	179.775	197.689	196.716	227.912	231.370
Bonos subordinados	31.790	35.850	29.476	29.069	28.907	29.346
Otros pasivos	133.570	135.735	194.504	233.256	210.803	214.001
Total Pasivos	1.013.350	1.084.034	1.161.002	1.274.888	1.288.390	1.307.938
Patrimonio	95.018	100.986	107.320	106.703	107.756	117.241
Total Pasivos y Patrimonio	1.108.368	1.185.020	1.268.322	1.381.591	1.396.146	1.425.180

Fuente: Superintendencia de Banca e Instituciones Financieras (SBIF)

Para proyectar las colocaciones bancarias se utilizan dos metodologías: razón de crecimiento Bancario (%) sobre razón de crecimiento del PIB (%); y razón de crecimiento del monto total de colocaciones bancarias (MMUF) sobre PIB (MMUF)

Proyección de crecimiento por medio de la metodología de razón de crecimiento Bancario (%) sobre crecimiento del PIB (%)

La razón de crecimiento Bancario sobre crecimiento del PIB, ambas cifras expresadas en crecimiento porcentual con respecto al año anterior, mide la sensibilidad entre la variación que experimenta el crecimiento bancario en base al crecimiento del PIB.

La siguiente tabla contiene el crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas extraídas de los activos del Sistema Bancario Consolidado indicados en la tabla anterior y el crecimiento del PIB, ambas variables están medidas entre 2011 a 2016. La razón de considerar datos hasta el año 2016 se debe a que los datos oficiales del Banco Central de PIB para el año 2017 de Chile se comparten en el primer IpoM del Banco Central el cual se realiza durante el año 2017.

Figura: Crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas y variación del PIB observado para Chile en MMUF y en términos de razones de crecimiento anual en base real

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Colocaciones Bancarias Consolidadas (MM UF)	3.999	4.462	4.952	5.191	5.598	5.774
PIB (MMUF)	10.811.818	11.472.520	12.082.700	12.571.446	12.811.522	13.016.507
Crecimiento de Colocaciones Bancarias Consolidadas (%)		11,6%	11,0%	4,8%	7,8%	3,1%
Crecimiento del PIB (%)		6,1%	5,3%	4,0%	1,9%	1,6%
Razon Crecimiento Bancario (%) / Crecimiento PIB (%)		1,89	2,07	1,19	4,11	1,97

Fuente:

- Banco Mundial: Crecimiento del PIB en términos porcentuales de para Chile
- Banco Central de Chile: PIB en millones de USD, últimos 12 meses.
- SBIF: Evolución de colaciones bancarias históricas.

En base a estas relaciones se confeccionan dos ecuaciones de regresión lineal simple que determinan el crecimiento anual de colocaciones.

$$\text{Crecimiento Colocaciones} = m * (\text{Razon Crecimiento PIB} - \text{Razon Crecimiento PIB}_{t-1}) + \text{Razon Colocaciones}_t$$

Donde:

$$m = \frac{(\text{Crecimiento del PIB}_t - \text{Crecimiento del PIB}_{t-1})}{(\text{Razon Colocaciones Bancarias}_t - \text{Razon Colocaciones Bancarias}_{t-1})}$$

Para confeccionar la ecuación de crecimiento de colocaciones bancarias se utilizan los siguientes datos extraídos de la tabla anterior:

Figura: Razón de crecimiento anual de colocaciones bancarias sobre el PIB y crecimiento del PIB para los años 2012 y 2016 calculado en base real.

Año	Razon Colocaciones Bancarias (MM UF)/PIB (MM UF)	
	Razon Colocaciones Bancarias (MM UF)	Crecimiento del PIB (%)
2012	0,389	6,1%
2016	0,444	1,6%
Promedio ponderado	0,432	

Fuente:

- Banco Mundial: Crecimiento del PIB en términos porcentuales de para Chile
- Banco Central de Chile: PIB en millones de USD, últimos 12 meses.
- SBIF: Evolución de colaciones bancarias históricas.

De esta forma la pendiente que origina la ecuación se calcula como:

$$m = \frac{(6,1\% - 1,6\%)}{(0,4436 - 0,3889)} = -0,82$$

Para obtener el crecimiento anual en términos reales de colocaciones, interpolamos el crecimiento para el año 2016 con la proyección de PIB y crecimiento:

$$\text{Crecimiento anual de colocaciones} = -0,82 * (0,432 - 0,444) + 1,6\%$$

$$\text{Crecimiento anual de colocaciones} = 2,58\%$$

De esta forma, el crecimiento calculado por medio de la regresión lineal que mide el crecimiento de colocaciones bancarias sobre el crecimiento del PIB, ambas cifras expresadas en términos reales, es de un 2.58%.

Proyección de crecimiento por medio de la metodología de razón de crecimiento monto total de colocaciones bancarias (MMUF) sobre PIB (MMUF)

La razón de crecimiento bancario sobre crecimiento del PIB, ambas cifras expresadas en MMUF, mide la sensibilidad entre la variación que experimenta el crecimiento bancario en base al crecimiento del PIB en términos nominales, se diferencia del cálculo anterior debido a que este consideraba la variación en términos porcentuales.

La siguiente tabla contiene el crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas extraídas de los activos del Sistema Bancario Consolidado indicados en la tabla anterior y el crecimiento del PIB, ambas variables están medidas entre 2011 a 2016 en MMUF.

Figura: Crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas y variación del PIB observado para Chile en MMUF entre los años 2011 a 2016 calculado en base real

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Colocaciones Bancarias Consolidadas (MM UF)	3.999	4.462	4.952	5.191	5.598	5.774
PIB (MMUF)	10.811.818	11.472.520	12.082.700	12.571.446	12.811.522	13.016.507
Crecimiento de Colocaciones Bancarias Consolidadas (%)		11,6%	11,0%	4,8%	7,8%	3,1%
Crecimiento del PIB (%)		6,1%	5,3%	4,0%	1,9%	1,6%
Razon Colocaciones Bancarias (MM UF)/PIB (MM UF)		0,389	0,410	0,413	0,437	0,444

Fuente:

- Banco Mundial: Crecimiento del PIB en términos porcentuales de para Chile

- Banco Central de Chile: PIB en millones de USD, últimos 12 meses.
- SBIF: Evolución de colaciones bancarias históricas.

La primera fila contiene las colocaciones bancarias consolidadas de la Industria Bancarias mientras que la segunda contiene el PIB del país, ambas variables están medidas entre 2011 a 2016 y sus valores se expresan en millones de UF.

Similar a la metodología anterior, en base a estas relaciones se confeccionan dos ecuaciones de regresión lineal simple

$$\text{Crecimiento Colocaciones} = m * (\text{Razon Colocaciones} - \text{Razon colocaciones}_{t-1}) + \text{Crecimiento del PIB}_t$$

Donde:

$$m = \frac{(\text{Crecimiento del PIB}_t - \text{Crecimiento del PIB}_{t-1})}{(\text{Razon Colocaciones Bancarias}_t - \text{Razon Colocaciones Bancarias}_{t-1})}$$

Para confeccionar la ecuación de crecimiento de colocaciones bancarias se utilizan los siguientes datos extraídos de la tabla anterior:

Figura: Razón de crecimiento bancario sobre el PIB y crecimiento del PIB para los años 2014 y 2016, ambas cifras en términos reales.

Año	Razon Crecimiento Bancario (%) / Crecimiento PIB (%)	Crecimiento del PIB (%)
2014	4,110	1,9%
2016	1,966	1,6%
Promedio ponderado	2,448	

Fuente:

- Banco Mundial: Crecimiento del PIB en términos porcentuales de para Chile
- Banco Central de Chile: PIB en millones de USD, últimos 12 meses.
- SBIF: Evolución de colaciones bancarias históricas.

De esta forma la pendiente que origina la ecuación se calcula como:

$$m = \frac{(1,9\% - 1,6\%)}{(4,110 - 1,966)} = -0,14$$

De esta forma, interpolamos el crecimiento para el año 2016 con la proyección de PIB y crecimiento

$$\text{Crecimiento anual de colocaciones} = -0,14 * (2,448 - 1,996) + 1,6\%$$

$$\text{Crecimiento anual de colocaciones} = 1,67\%$$

De esta forma, el crecimiento anual de las colocaciones bancarias se ha determinado usando dos metodologías distintas en base a razón de crecimiento Bancario (%) sobre razón de crecimiento del PIB (%); y razón de crecimiento del monto total de colocaciones bancarias (MMUF) sobre PIB (MMUF) se proyectó un crecimiento anual de colocaciones bancarias de 2,58% real.

Figura: Proyección de crecimiento anual calculado en base a las dos metodologías de crecimiento descritas en términos reales

Debido a que el crecimiento de las colocaciones bancarias depende del PIB, y el PIB es una variable que refleja el dinamismo de la actividad económica, para efectos de proyección se utilizó un crecimiento de PIB base de 1,6% que corresponde al crecimiento del PIB del año 2016⁴⁴, y para el año 2017 se utiliza una proyección de PIB 2,0%, posteriormente se asume que el crecimiento del PIB aumenta en un 0,5% anual en términos reales por mejoras en la actividad económica lo cual aumenta proporcionalmente las colocaciones bancarias de cada año proyectando entre los años 2016 a 2021 un aumento de colocaciones bancarias proyectadas de un 3,98%.

Metodología	Modelo de crecimiento	Proyeccion
Metodología 1	Razon Colocaciones Bancarias (MM UF)/PIB (MM UF))	2,58%
Metodología 2	Razon Crecimiento Bancario (%) / Crecimiento PIB (%)	1,67%
	Crecimiento esperado (Promedio metodologa 1 y metodologia 2)	2,12%

Fuente: Elaboración propia en base a la información extraída de:

- Banco Mundial: Crecimiento del PIB en términos porcentuales de para Chile
- Banco Central de Chile: PIB en millones de USD, últimos 12 meses.
- SBIF: Evolución de colaciones bancarias históricas.

Los supuestos de crecimiento de la valoración correlacionan el crecimiento de colocaciones bancarias y el crecimiento del PIB. Para reflejar el dinamismo de la economía se utilizó un crecimiento del PIB real anual de 3,2% para el año 2018; y una mejora del PIB anual de 0,3% real

⁴⁴ Crecimiento de PIB de 1,6% corresponde al año 2016, extraído de serie de crecimiento de PIB de Banco Mundial.

por cada año para reflejar las mejoras de la actividad económica, este crecimiento base se fundamenta en el último IpoM del Banco Central del año 2016 en el cual se establece un crecimiento de entre 2,5 y 3,5 por ciento para 2018, ratificando así las mejores expectativas para el país. En cuanto al crecimiento a perpetuidad, se utiliza como referencia el PIB tendencial de la economía chilena para los próximos 10 años publicado en el IpoM mencionado, el cual es de 3,2% real anual para los próximos 10 años, con un rango entre 2,8%-3,6% real anual. Para efectos de valoración, se tomó la decisión de ser más conservador y utilizar un PIB tendencial de 2% real anual.

La siguiente tabla contiene el crecimiento del PIB proyectado y el resultado de la correlación entre colocaciones bancarias y crecimiento del PIB.

Figura: Crecimiento proyectado de colocaciones Bancarias para Banco Santander Chile

Proyección crecimiento colocaciones bancarias	Crecimiento PIB	Proyección crecimiento colocaciones
Proyección 2018	3,20%	2,39%
Proyección 2019	3,90%	0,93%
Proyección 2020	4,75%	1,13%
Proyección 2021	5,75%	1,33%
Proyección 2022	6,90%	1,53%
Factor "G" de crecimiento asociado a PIB tendencial	2,00%	

Fuente: Elaboración propia en base a la información extraída de:

- Banco Mundial: Crecimiento del PIB en términos porcentuales de para Chile
- Banco Central de Chile: PIB en millones de USD, últimos 12 meses.
- SBIF: Evolución de colaciones bancarias históricas.

Proyección de las Colocaciones Bancarias la Industria Bancaria entre los años 2018 a 2022.

La siguiente figura contiene las colocaciones Bancarias de la Industria Bancaria consolidada desde el año 2015 al año 2022. Los datos entre los años 2015 y 2017 corresponden a valores reales, y a contar del año 2018 corresponden a una proyección en base al modelo de crecimiento de colocaciones bancarias calculadas en el punto anterior.

Figura: Evolución histórica de activos bancarios de la Industria Bancaria consolidada (cifras en miles de UF), datos comprendidos entre 2015 a 2017 son reales, y entre 2018 a 2022 son proyectados en base a metodología de valoración

Evolución activos bancarios	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Colocaciones	5.598.232	5.774.293	5.881.622	6.131.507	6.416.429	6.740.148	7.107.046	7.493.916
Efectivo y depósitos en bancos	554.068	454.445	473.753	493.880	518.797	544.972	574.637	605.917
Instrumentos financieros no derivados	901.377	901.432	939.730	979.655	1.029.080	1.080.998	1.139.842	1.201.889
Instrumentos financieros derivados	424.985	361.681	377.048	393.067	412.898	433.729	457.339	482.234
Contratos de retrocompra y préstamos de valor	23.361	28.860	30.086	31.364	32.947	34.609	36.493	38.479
Inversiones en sociedades y en sucursales en el	10.778	11.215	11.691	12.188	12.803	13.448	14.181	14.952
Activo fijo	55.146	54.022	56.317	58.710	61.672	64.783	68.310	72.028
Otros activos (1)	376.499	587.539	546.736	569.965	598.720	628.927	663.162	699.261
Activos Totales	7.944.446	8.173.488	8.316.983	8.670.335	9.107.767	9.567.269	10.088.060	10.637.200

Fuente: Elaboración propia en base a la información extraída de:

- SBIF: Evolución de colocaciones bancarias históricas.
- Modelo de crecimiento desarrollado en el presente trabajo de tesis

Como se observa, en la última línea se indica la razón de crecimiento de colocaciones proyectadas, las cuales se calculan calculando la variación en monto de colocaciones bancarias indicada en la línea destacada en amarillo de la figura XXIV. Este crecimiento fue calculado en base al modelo de crecimiento indicado en la sección anterior y evidenciado en la figura XXII.

Proyección de la participación de mercado de Banco Santander Chile calculada en base a colocaciones bancarias consolidadas entre los años 2018 a 2022

Como se observa en la siguiente figura, la participación de mercado del Banco Santander Chile ha sido en promedio entre los años 2012 a 2016 un 18,1%. Como se indicó en el capítulo del análisis de la empresa, Banco Santander Chile ha implementado modificaciones en su estrategia de crecimiento a contar del año 2014 a la fecha, por lo que para proyectar el crecimiento del Banco se utiliza un promedio de los últimos 3 años de crecimiento de colocaciones Bancarias. De esta forma, la siguiente tabla contiene el crecimiento proyectado del Banco para los años 2018 a 2022, este crecimiento permitirá al Banco mantener una participación de sus colocaciones bancarias sobre la industria consolidada del orden del 18.1%. Los supuestos que respaldan este crecimiento se basan el

que el promedio histórico de los tres últimos años de su participación de mercado contiene en gran parte las expectativas de penetración de mercados desarrolladas en su estrategia. En la siguiente sección que trata sobre la proyección de tasa de interés y comisiones de Banco Santander Chile calculada sobre sus comisiones, se evidenciará que la tasa de Banco Santander por intereses y comisiones es levemente más alta que la de la industria, lo cual respalda su estrategia de consolidar su eficiencia operacional en los nichos de mercados cubiertos y de esa forma lograr un margen mayor para el accionista⁴⁵.

Figura: Participación de mercado histórica de los principales Bancos pertenecientes al Sistema Bancario Consolidado. Datos reales entre 2014 a 2017 y proyectados entre 2018 a 2022.

Banco	2015	2016	2017	Proy 2018	Proy 2019	Proy 2020	Proy 2021	Proy 2022
Banco Santander-Chile	18,0%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
Banco de Chile	17,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Itaú Corpbanca	14,0%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Banco del Estado de Chile	14,1%	13,7%	13,8%	13,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Banco de Crédito e Inversiones	14,9%	13,4%	14,1%	14,1%	13,9%	14,1%	14,0%	14,0%
Otros Bancos de la Industria Bancaria	22,0%	21,8%	21,0%	20,9%	21,2%	21,0%	21,1%	21,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Superintendencia de Banco e Instituciones Financieras SBIF.

Como se observa en la siguiente figura, se indica la proyección de colocaciones bancarias proyectadas de Banco Santander Chile. El total de colocaciones ha sido obtenido en base al modelo de proyección elaborado, el monto de colocaciones totales del sistema consolidado cuadra exactamente con lo indicado en la figura. Como se observa en la figura, las colocaciones de Banco Santander Chile y el total de colocaciones de la Industria Bancaria consolidada permitieron calcular la participación de mercado de Banco Santander. Entre los años 2018 a 2022 la participación de mercado proyectada es de un 18,2%, esta participación, aplicada sobre el total de colocaciones de la Industria Bancaria consolidada han permitido proyectar las colocaciones de Banco Santander Chile entre los años 2018 a 2022.

⁴⁵ El detalle de esta estrategia ha sido extraída de la presentación a los accionistas disponibles en Santander Investor Relations y se encuentra detallada en el capítulo descripción de la empresa, subsección estrategia de Banco Santander Chile.

Proyección de ingresos por intereses y comisiones de Banco Santander Chile entre los años 2017 a 2021.

En base a la información calculada anteriormente, la siguiente tabla contiene el total de colocaciones bancarias históricas e ingresos por interés por tasa de interés histórica entre los años 2010 y 2017, como se observa la razón entre sus ingresos y colocaciones calculada en el periodo descrito origina la tasa de interés sobre las cuales el banco obtiene a sus ingresos. La tasa de interés a la cual se realiza la proyección de ingresos es de un 7,42% la cual corresponde a la misma tasa que actualmente posee el banco en el año 2017, esta tasa se justifica considerando las estrategias de crecimiento impulsadas por el Banco detalladas en el capítulo de descripción de la empresa.

Figura: Colocaciones proyectadas de Banco Santander Chile, cifras en Miles de UF (MUF)

Año	Colocaciones bancarias (MM UF)	Ingresos por intereses(MM UF)	Tasa de interés(%)
2010	706.303	65.854	9,32%
2011	781.962	79.329	10,14%
2012	830.523	82.802	9,97%
2013	903.430	80.268	8,88%
2014	929.575	90.430	9,73%
2015	987.193	81.392	8,24%
2016	1.024.560	81.491	7,95%
2017	1.045.866	77.648	7,42%
PROY 2018	1.140.983	84.710	7,42%
PROY 2019	1.194.003	88.646	7,42%
PROY 2020	1.254.242	93.118	7,42%
PROY 2021	1.322.516	98.187	7,42%
PROY 2022	1.394.507	103.532	7,42%

Fuente: Datos comprendidos entre 2010 a 2017 corresponden a valores reales extraídos de la Superintendencia de Banco e Instituciones Financieras SBIF. A contar del año 2018 a 2022 corresponde a una proyección en base a la metodología de crecimiento desarrollada en el presente capítulo.

Estructura histórica y proyectada del estado de resultados de Banco Santander Chile.

A continuación se indica los estados de resultados Banco Santander Chile en base a su estructura histórica. La proyección de cada línea del estado de resultados corresponde a un promedio ponderado entre los últimos 3 años de historia calculados a septiembre/2016.

Figura: Estructura histórica y proyectada del Estado de resultados de Banco Santander Chile en términos porcentuales. Datos reales entre 2013 a septiembre de 2016, proyectados desde año 2017 a 2021.

	Real	Real	Real	Proy	Proy	Proy	Proy	Proy
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos por intereses	83,8%	83,2%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%	81,9%
Ingreso por comisiones	16,2%	16,8%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Total ingresos por intereses y comisiones	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gastos por intereses y reajustes	-33,4%	-33,3%	-29,1%	-29,1%	-29,1%	-29,1%	-29,1%	-29,1%
Gastos por comisiones	-6,6%	-6,9%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	-18,4%	-14,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
utilidad (pérdida) de cambio neta	24,2%	19,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Otros ingresos operacionales	0,6%	0,7%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Total ingresos operacionales	66,5%	66,0%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%	72,5%
Provisiones por riesgo crédito	-16,6%	-13,4%	-11,9%	-11,9%	-11,9%	-11,9%	-11,9%	-11,9%
Total ingresos operacionales con riesgo crédito	49,8%	52,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%	60,6%
Remuneraciones y gastos del personal	-15,6%	-15,4%	-15,8%	-15,8%	-15,8%	-15,8%	-15,8%	-15,8%
Gastos de administración	-8,9%	-8,8%	-9,2%	-9,2%	-9,2%	-9,2%	-9,2%	-9,2%
Depreciaciones y amortizaciones	-2,2%	-2,5%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%
Deterioro	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Otros gastos operacionales	-2,2%	-3,3%	-3,8%	-3,8%	-3,8%	-3,8%	-3,8%	-3,8%
Total costos operacionales	-28,7%	-30,1%	-32,1%	-32,1%	-32,1%	-32,1%	-32,1%	-32,1%
				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultado operacional	21,1%	22,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%
Resultado por inversión en sociedades	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Resultado antes de impuesto a la renta	21,2%	22,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%
Impuesto a la renta	-3,0%	-4,2%	-5,7%	-5,7%	-5,7%	-5,7%	-5,7%	-5,7%
Utilidad consolidada del ejercicio	18,2%	18,5%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%

Fuente: Datos comprendidos entre 2013 a 2017 son reales y fueron extraídos de los estados financieros de Banco Santander Chile. Datos comprendidos entre 2018 a 2022 son proyectados en base a la metodología de proyección presentada en este capítulo.

Capítulo VII: Proyección del Estado de Resultados y Balance de Banco Santander Chile.

Tal como se indicó en el capítulo anterior, los ingresos del Banco Santander fueron derivados de un análisis de la proyección de las colocaciones bancarias del sistema consolidado. Los costos están proyectados en función del estado de resultados en términos porcentuales presentado en la figura anterior.

Figura: Estados de resultados histórico entre 2012 a 2017 y proyectados entre 2018 a 2022, cifras en miles de UF (MUF)

Estado de Resultados proyectado de Banco Santander Chile													
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos por interes	65.854	79.329	82.802	80.268	90.430	81.392	81.491	77.648	84.710	89.096	94.715	101.945	109.728
Ingreso por comisiones	15.761	16.283	15.784	14.847	14.891	15.720	16.442	17.184	15.350	16.145	17.163	18.473	19.884
Total ingresos por interes y comisiones	81.615	95.612	98.587	95.115	105.321	97.112	97.933	94.832	100.060	105.241	111.878	120.419	129.611
Gastos por interes y reajustables	(22.057)	(35.721)	(37.142)	(34.079)	(36.948)	(32.416)	(32.629)	(27.603)	(29.125)	(30.633)	(32.564)	(35.050)	(37.726)
Gastos por comisiones	(3.477)	(3.822)	(4.501)	(4.988)	(5.662)	(6.449)	(6.740)	(6.658)	(7.025)	(7.388)	(7.854)	(8.454)	(9.099)
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	1.806	7.663	(2.806)	(1.227)	(6.145)	(17.866)	(13.996)	105	111	117	124	134	144
utilidad (pérdida) de cambio neta	2.667	(3.438)	6.410	6.208	11.053	23.543	19.348	4.789	5.053	5.315	5.650	6.081	6.545
Otros ingresos operacionales	2.218	1.215	865	880	602	610	698	3.288	3.469	3.649	3.879	4.175	4.494
Total ingresos operacionales	62.773	61.510	61.413	61.909	68.222	64.535	64.614	68.754	72.544	76.300	81.112	87.304	93.969
Provisiones por riesgo crédito	(13.169)	(12.672)	(16.057)	(15.616)	(15.204)	(16.142)	(13.090)	(11.286)	(11.909)	(12.525)	(13.315)	(14.332)	(15.426)
Total ingresos operacionales con riesgo crédito	49.604	48.838	45.355	46.293	53.018	48.394	51.523	57.468	60.635	63.775	67.797	72.973	78.543
Remuneraciones y gastos del personal	(11.664)	(12.586)	(13.132)	(13.227)	(13.761)	(15.103)	(15.067)	(14.974)	(15.395)	(16.192)	(17.213)	(18.527)	(19.941)
Gastos de administracion	(6.867)	(7.482)	(7.702)	(8.073)	(8.330)	(8.605)	(8.634)	(8.680)	(8.821)	(9.278)	(9.863)	(10.616)	(11.426)
Depreciaciones y amortizaciones	(2.302)	(2.398)	(2.468)	(2.620)	(1.794)	(2.092)	(2.492)	(2.936)	(2.546)	(2.678)	(2.847)	(3.065)	(3.298)
Deterioro	(200)	(5)	(4)	(10)	(1.489)	(1)	(9)	(213)	(9)	(10)	(10)	(11)	(12)
Otros gastos operacionales	(2.580)	(2.985)	(2.615)	(2.675)	(3.293)	(2.115)	(3.249)	(3.622)	(3.319)	(3.491)	(3.711)	(3.995)	(4.300)
Total costos operacionales	(23.614)	(25.456)	(25.921)	(26.604)	(28.667)	(27.915)	(29.451)	(30.424)	(30.091)	(31.649)	(33.645)	(36.213)	(38.978)
Resultado operacional	25.990	23.382	19.434	19.689	24.351	20.479	22.072	27.043	30.545	32.126	34.152	36.759	39.566
Resultado por inversion en sociedades	55	96	12	3.412	88	101	115	149	117	123	131	141	152
Resultado antes de impuesto a la renta	26.045	23.478	19.446	23.101	24.439	20.580	22.187	27.193	30.662	32.250	34.283	36.901	39.718
Impuesto a la renta	(3.680)	(3.743)	(2.241)	(4.052)	(1.850)	(2.938)	(4.085)	(5.417)	(4.173)	(4.390)	(4.666)	(5.023)	(5.406)
Utilidad consolidada del ejercicio	22.365	19.735	17.205	19.049	22.589	17.642	18.102	21.775	26.488	27.860	29.617	31.878	34.312

Fuente: Datos comprendidos entre 2014 a 2016 corresponden a valores reales reportados por Banco Santander Chile disponibles en la sección Santander Investor Relations, estados financieros consolidados. Datos comprendidos entre 2017 a 2021 corresponden a una proyección de los estados de resultados del Banco Santander Chile elaborados en base a la metodología descrita en el presente capítulo de proyección de estados de resultados.

Activos proyectados de Banco Santander Chile

Tal como se observa, la proyección entre los años 2017 a 2021 se realizó considerando un crecimiento de los activos en base al crecimiento de las colocaciones bancarias manteniendo su estructura de activos actual, ya que esta estructura y su nivel de colocaciones vigentes a 2017 determinará las necesidades de aumento de capital que estudiaremos en la proyección del patrimonio en base a las normativas de Basilea III.

	Real	Real	Real	Proy	Proy	Proy	Proy	Proy
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Depositos a la vista	287.023	263.628	267.628	288.429	301.940	318.831	340.147	362.966
Depositos a plazo	475.351	500.559	508.153	547.650	573.304	605.375	645.849	689.176
Prestamos bancarios locales	-	-	-	-	-	-	-	-
Prestamos bancarios en el exterior	51.019	54.655	55.485	59.797	62.598	66.100	70.520	75.250
Otros préstamos	0	0	0	0	0	1	1	1
Letras de crédito	2.453	1.926	1.955	2.107	2.206	2.329	2.485	2.651
Bonos corrientes (ordinarios)	196.716	227.912	231.370	249.354	261.034	275.637	294.065	313.792
Bonos subordinados	29.069	28.907	29.346	31.627	33.108	34.960	37.298	39.800
Otros pasivos	233.256	210.803	214.001	230.635	241.439	254.945	271.990	290.236
Total Pasivos	1.274.888	1.288.390	1.307.938	1.409.600	1.475.629	1.558.179	1.662.354	1.773.873
Patrimonio	106.703	107.756	117.241	118.584	119.687	121.037	122.644	124.517
Total Pasivos y Patrimonio	1.381.591	1.396.146	1.425.180	1.528.184	1.595.315	1.679.216	1.784.998	1.898.390

Figura: Evolución de activos Bancarios consolidados de Banco Santander Chile con datos reales entre 2015 a 2017 y proyectados entre 2018 a 2022, cifras en miles de UF (MUF)

Composición porcentual de los activos proyectados del Banco Santander

La siguiente figura contiene los activos de Banco Santander Chile en términos porcentuales, como se observan los datos entre 2015 a 2017 son datos reales, mientras que 2018 a 2022 son datos proyectados elaborados en el capítulo de proyección de ingresos de Banco Santander Chile, en donde se han proyectado las colocaciones bancarias del Banco a partir del crecimiento de colocaciones de la industria bancaria consolidada ponderada por la participación de mercado proyectada de Banco Santander.

Figura: Composición porcentual de los activos históricos y proyectados de Banco Santander Chile. Datos comprendidos entre los años 2015 a 2017 corresponden a valores reales, y entre 2017 a 2021 a cifras proyectadas

	Real	Real	Real	Proy	Proy	Proy	Proy	Proy
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Colocaciones	71,5%	73,4%	73,4%	74,7%	75,2%	76,0%	76,9%	77,9%
Efectivo y depósitos en bancos	5,8%	4,0%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%
Instrumentos financieros no derivados	6,7%	8,4%	8,4%	8,0%	7,8%	7,6%	7,3%	7,0%
Instrumentos financieros derivados	9,1%	7,8%	7,8%	7,4%	7,2%	7,0%	6,7%	6,5%
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inversiones en sociedades y en sucursales en el exterior	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Activo fijo	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
Otros activos (1)	6,2%	5,8%	5,8%	5,5%	5,4%	5,2%	5,0%	4,8%
Activos Totales	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Capítulo VIII: Proyección del patrimonio y de los flujos de caja del patrimonio

Calculo de requerimiento de capital del Patrimonio.

Tal como fue indicado en el capítulo que describe la metodología de este trabajo de valoración, Damodaran plantea que el modelo del flujo de caja del accionista es el que mejor captura las variables específicas que generan valor en el negocio bancario y nos permite evaluar la gestión del manejo de políticas de riesgo, crecimiento de colocaciones asociados a una política de conservación o manejo de márgenes de solvencia y rentabilidad del banco⁴⁶. De esta forma Damodaran plantea que los principales retos para valorizar empresas de servicios financieros se deben a que en primer lugar la industria opera bajo regulaciones estrictas y poseen restricciones sobre cómo manejan sus negocios y cuánto capital necesitan para poder seguir operando.

En este contexto, y de acuerdo con la Ley General de Banco, Banco Santander debe mantener una **razón mínima de patrimonio efectivo a activos consolidados ponderados por riesgo de 8% neto de provisiones exigidas, y una razón mínima de capital básico a total de activos consolidados de 3%**, neto de provisiones exigidas⁴⁷. Este es un requerimiento de capital es regulatorio y está definido por la Ley General de Bancos, en su actualización de modelos de capital requerido de Basilea II a Basilea III para sustentar las operaciones del Banco. Como se observa, Basilea III introduce medidas para reforzar los requerimientos de capital por el riesgo de contraparte en operaciones bancarias buscando limitar el apalancamiento bancario en base a los activos ponderados por riesgo que el Banco posea. Las exposiciones se toman a valor contable netas de provisiones, excluyendo activos colaterales o garantías que no reduzcan el valor de exposición, generando una función de “BackStop” frente al riesgo de default y/o insolvencia.

El objetivo de Basilea es hacer que los bancos mantengan un nivel de capital por encima del mínimo, para lo cual deben aprovechar los momentos de ciclo al alza y acumular capital fruto de las utilidades. Cuando se presenta la fase a la baja del ciclo, el banco podría usar ese capital por encima del mínimo para enfrentar las pérdidas. También se trata de impedir la disminución indiscriminada de dividendos y recompra de acciones para aparentar fortaleza financiera, aun cuando el banco estaba con pérdidas o el sistema en su conjunto pasaba por un mal momento. El objetivo final

⁴⁶ Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managing the value of companies.

⁴⁷ Estados financieros consolidados de Banco Santander Chile, año 2016, disponible en Santander Investor Relations.

perseguido es reducir la prociclicidad en el requerimiento de capital, ya que con la exigencia de un colchón de capital se exige más en los buenos tiempos y menos en los malos. La exigencia del colchón de conservación de capital es de 2,5% formado por el capital ordinario (common equity) al mínimo establecido⁴⁸.

La implicancia de los requisitos de capital regulatorio regulados por la Ley General de Bancos de acuerdo a la actualización a Basilea III significa que en términos prácticos significa Banco Santander no puede crecer libremente y cada aumento en ingresos producidos por un mayor volumen de activos, generados principalmente por colocaciones bancarias, requiere un aumento en el nivel del patrimonio requerido que sea tal que permita que los porcentajes de solvencia se mantengan en niveles acordes a Basilea III, es decir, el patrimonio debe sustentar un 11% neto de provisiones exigidas.

Al respecto, y antes de entrar en cálculos, la visión que tiene la industria con respecto a los requerimientos de capital de la industria es favorable. En efecto Moody's publicó un informe donde abordó el impacto que está teniendo la modificación en la Ley General de Bancos migrando las normativas de requerimiento de capital de Basilea II a Basilea III⁴⁹. En el documento se detalla que Banco de Chile, Santander y Basilea satisfacen plenamente los requisitos de capital establecidos en el marco de Basilea III. Mientras que BBVA e ItaúCorpbanca deberían lograr cumplir los niveles establecidos en la nueva regulación de seguir introduciendo gradualmente las utilidades retenidas. Caso distinto sería con BancoEstado, el que debe recaudar los montos para llegar a los estándares internacionales. Esta misma visión es compartida por *Fitch* en su reporte de calificación titulado *Reporte de Revisión de los Cuatro Mayores Bancos Chileno*⁵⁰, en el cual se destaca que Banco Santander Chile, Banco de Chile, Banco del Estado de Chile y Banco de Crédito de inversiones, mantienen una administración de riesgos y liquidez sólida, provisionamiento adecuado y niveles de cartera vencida controlados bajo normas estrictas del regulador local. Los tres bancos privados (Santander, Banco de Chile y BCI) mantienen niveles adecuados de capital y lograrán alcanzar los requerimientos de capital mayores una vez que se adopten los estándares de Basilea III. Sin embargo, Banco Estado probablemente necesitará un significativo aporte de capital para alcanzar los nuevos requerimientos de Basilea III.

⁴⁸ Basilea, la Crisis Financiera y la Institucionalidad Regulatoria en Chile: Propuestas de Reforma. Autor: Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile S.A, 2015

⁴⁹ Diario Financiero: Solo Banco de Chile, Santander y BCI cumplen con Basilea III, edición 2 de octubre 2017

⁵⁰ Fitch: Revisión de los cuatro mayores bancos Chilenos, 19 de diciembre de 2016.

La siguiente figura contiene una tabla de requerimiento de capital exigido por Basilea III, cabe mencionar que el requerimiento de capital establece que se debe generar un aumento de capital en función de un 8% neto de provisiones exigidas sobre activos ponderados por riesgo y un 3% sobre el total de activos netos de provisiones.

Los activos ponderados por riesgo neto de provisiones son calculados en base al total de los activos del banco clasificados en distintas categorías de riesgo, a las cuales se le asigna un porcentaje de acuerdo al monto de capital necesario para respaldar cada uno de esos activos. Por ejemplo, el efectivo, depósitos en otros bancos y los instrumentos financieros emitidos por el Banco Central de Chile tienen 0% de riesgo, lo que significa que, conforme a la normativa vigente, no se requiere capital para respaldar estos activos. Los activos fijos tienen un 100% de riesgo, lo que significa que se debe tener un capital mínimo equivalente a 11% del monto de estos activos⁵¹, el detalle de los factores de riesgo de cada partida del balance está indicado a continuación y fue extraído de los estados financieros consolidados de cada año de Banco Santander Chile.

Para la proyección de factores de activos ponderados por riesgo sobre activos netos de provisiones se utilizó el del año 2017 debido a que este año refleja el estado más avanzado de las estrategias implementadas por Banco Santander Chile que fueron iniciadas el año 2014 y que fueron descritas en el capítulo descripción de la empresa del presente trabajo de tesis

Figura: Factores de activos ponderados por riesgo sobre activos neto de provisiones de riesgo utilizados para calcular las necesidades de aumento de capital

	Real 2015	Real 2016	Real 2017	Proy 2018	Proy 2019	Proy 2020	Proy 2021	Proy 2022
Activos de balance (netos de provisiones)								
Efectivo y depósitos en bancos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Operaciones con liquidación en curso	11,1%	16,3%	44,9%	44,9%	44,9%	44,9%	44,9%	44,9%
Instrumentos para negociación	17,8%	6,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	20,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Contratos de derivados financieros	36,1%	73,4%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%	70,8%
Adeudado por bancos	13,9%	29,4%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Creditos y cuentas por cobrar a clientes	87,5%	86,8%	86,4%	86,4%	86,4%	86,4%	86,4%	86,4%
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	10,9%	7,8%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Inversiones en sociedades	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Intangibles	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Activo fijo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Impuestos corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos diferidos	10,0%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Otros Activos	55,0%	77,3%	95,7%	95,7%	95,7%	95,7%	95,7%	95,7%
Otros activos fuera de balance			0,0%					
Colocaciones contingentes	55,5%	55,6%	57,1%	57,1%	57,1%	57,1%	57,1%	57,1%
Total activos ponderador por riesgo	67,5%	68,6%	72,1%	72,1%	72,1%	72,1%	72,1%	72,1%

Fuente: Notas sobre los requerimientos de capital de Basilea, Estados Financieros Banco Santander Chile disponibles en la sección Santander Investor Relations.

⁵¹ Banco Santander Chile, estados financieros consolidados al 30 de septiembre de 2016.

La siguiente tabla contiene el total de activos netos de provisiones de riesgo y el total de activos ponderados por riesgo del Banco Santander Chile, los datos entre los años 2012 a 2016 son reales⁵².

Figura: Calculo de las necesidades de aumento de capital económico de acuerdo a la normativa de solvencia de Basilea III

Periodo	Total activos netos de provisiones de riesgo	Total activos ponderados por riesgo neto de provisiones	8% neto de provisiones exigidas sobre activos ponderados por riesgo	3% sobre el total de activo neto de provisiones	Capital requerido tal que la solvencia sea igual a 11%	Capital antes de aumento de capital	Aumento de capital requerido	Capital después de aumento de capital	Ratio de solvencia	Índice de capital básico
Real 2012	1.208.860	873.162	69.853	26.195	96.048	81.791				7,8%
Real 2013	1.180.333	941.531	75.323	28.246	103.568	99.763				7,8%
Real 2014	1.337.457	972.353	77.788	29.171	106.959	105.977				7,8%
Real 2015	1.528.367	1.032.330	82.586	30.970	113.556	106.703				7,3%
Real 2016	1.514.383	1.038.649	83.092	31.159	114.251	110.510				7,2%
Real 2017	1.460.339	1.052.878	84.230	31.586	115.817	117.241	-	117.241	11%	7,9%
Proy 2018	1.495.239	1.078.040	86.243	32.341	118.584	117.241	1.343	118.584	11%	7,9%
Proy 2019	1.509.135	1.088.059	87.045	32.642	119.687	118.584	1.102	119.687	11%	7,9%
Proy 2020	1.526.166	1.100.338	88.027	33.010	121.037	119.687	1.351	121.037	11%	7,9%
Proy 2021	1.546.429	1.114.947	89.196	33.448	122.644	121.037	1.607	122.644	11%	7,9%
Proy 2022	1.570.040	1.131.970	90.558	33.959	124.517	122.644	1.873	124.517	11%	7,9%

Fuente:

-Total de activos netos de provisiones por riesgo y total activos ponderados por riesgo neto de provisiones extraído de las notas sobre los requerimientos de capital de Basilea, Estados Financieros Banco Santander Chile disponibles en la sección Santander Investor Relations.

- Proyección de capital requerido y cálculo de capital básico y aumento de capital de requerido, al igual que ratios de solvencia e índice de capital básico han sido elaborados en el desarrollo de esta tesis como parte de los requerimientos de capital de Basilea.

La tercera columna titulada “8% neto de provisiones exigidas sobre activos ponderados por riesgo” contiene un cálculo de Basilea III, el cual es una medida de solvencia del capital básico y requiere un 8% de provisiones sobre el total de dichos activos. La cuarta columna “3% sobre el total del activo neto de provisiones” es una medida de Basilea III de solvencia del stock sobre activos ponderados por riesgo y requiere que se considere un 3% sobre el total de dichos activos. La quinta columna “capital requerido tal que la solvencia sea igual a 11%” corresponde a la suma de las dos medidas de solvencias detalladas anteriormente y fue creada para no dejar ninguna duda en el cálculo de la solvencia.

En color verde se encuentra la columna capital real el cual corresponde al patrimonio atribuible a los controladores del banco y el capital requerido, el cual es el nivel de capital que requiere el Banco Santander para poder sustentar sus operaciones en base a las normas de Basilea III, numéricamente en la tabla se expresa como el máximo entre las columnas “capital real” y “el capital requerido tal que la solvencia sea igual a 11%”. Como se observa, un nivel de capital ratio de solvencia de 11% equivale a una solvencia de un 8% según su índice de capital básico. Estos ratios son congruentes ya que lo único que lo difiere es que el ratio de solvencia es calculado sobre

total de activos ponderados por riesgo mientras que el índice de capital básico utiliza el total de activos netos de provisiones de riesgo, como veremos más adelante en el estado de flujo de caja proyectado del patrimonio.

$$\text{Ratio solvencia} = \frac{\text{Capital básico requerido}}{\text{Activos ponderados por riesgo}}$$

$$\text{índice de capital básico} = \frac{\text{Capital básico requerido}}{\text{Activos totales netos de provisiones de riesgo}}$$

Utilizaremos el índice de capital básico para comparar los niveles de solvencia entre Banco Santander y la Industria Bancaria debido a que la SBIF en sus memorias anuales reporta para la industria los índices de capital básico para la banca siendo esta la mejor medida de comparación de solvencia entre un banco y otro. Como se observa en la siguiente figura, la solvencia proyectada del Banco Santander Chile es siempre superior al sistema Bancario Consolidado y se encuentra en línea con sus competidores más cercanos: Banco de Chile y Banco BCI. Cabe destacar que la solvencia de Banco Itau Corpbanca es una de las mayores de la industria por un requerimiento normativo de la fusión que tuvo banco Itau con banco Corpbanca.

Figura: Índices de solvencia reales entre 2013 a 2017 y proyectados entre 2018 a 2022 para Banci Santander Chile en función de la normativa de Basilea III

ÍNDICES DE SOLVENCIA										
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Banco Santander	7,8%	7,9%	7,3%	7,2%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Banco de Chile	7,6%	7,9%	7,5%	8,1%	8,4%	-	-	-	-	-
Banco BCI	7,1%	7,2%	6,3%	7,6%	7,6%	-	-	-	-	-
Banco Bice	6,7%	6,5%	6,6%	7,1%	6,9%	-	-	-	-	-
Banco Itau Corpbanca	7,6%	7,7%	8,1%	10,0%	10,5%	-	-	-	-	-
Banco Estado	3,9%	4,1%	4,3%	4,2%	4,1%	-	-	-	-	-
Banco BBVA	5,9%	5,4%	5,4%	5,7%	6,3%	-	-	-	-	-
Sistema Consolidado	7,1%	7,1%	6,7%	7,6%	7,7%	-	-	-	-	-

Patrimonio proyectado en base a aumentos de capital requerido de Banco Santander Chile

Los resultados obtenidos de la solvencia de Banco Santander generados por la normativa de Basilea III que fueron presentados en el capítulo anterior generan un patrimonio proyectado con el cual Banco Santander puede incrementar sus colocaciones bancarias cumpliendo con el nivel de solvencia requerido en su patrimonio. De esta forma se proyectó el patrimonio de Banco Santander Chile en la siguiente figura:

Figura: Proyección de las necesidades de aumento en el capital del patrimonio en base a la cuantificación de necesidades de aumento de capital para mantener la solvencia del Banco Santander Chile bajo estándares de Basilea III, cifras en miles de UF (MUF)

	Real	Real	Real	Proy	Proy	Proy	Proy	Proy
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Depositos a la vista	287.023	263.628	267.628	288.429	301.940	318.831	340.147	362.966
Depositos a plazo	475.351	500.559	508.153	547.650	573.304	605.375	645.849	689.176
Prestamos bancarios locales	-	-	-	-	-	-	-	-
Prestamos bancarios en el exterior	51.019	54.655	55.485	59.797	62.598	66.100	70.520	75.250
Otros prestamos	0	0	0	0	0	1	1	1
Letras de crédito	2.453	1.926	1.955	2.107	2.206	2.329	2.485	2.651
Bonos corrientes (ordinarios)	196.716	227.912	231.370	249.354	261.034	275.637	294.065	313.792
Bonos subordinados	29.069	28.907	29.346	31.627	33.108	34.960	37.298	39.800
Otros pasivos	233.256	210.803	214.001	230.635	241.439	254.945	271.990	290.236
Total Pasivos	1.274.888	1.288.390	1.307.938	1.409.600	1.475.629	1.558.179	1.662.354	1.773.873
Patrimonio	106.703	107.756	117.241	118.584	119.687	121.037	122.644	124.517
Total Pasivos y Patrimonio	1.381.591	1.396.146	1.425.180	1.528.184	1.595.315	1.679.216	1.784.998	1.898.390

Fuente:

-Datos comprendidos entre 2015 a 2017 corresponden a datos reales extraídos de los estados financieros de Banco Santander Chile, sección investor relations. Proyección del patrimonio elaborada en base a metodología descrita de proyección de patrimonio.

Proyección del flujo de caja del patrimonio de Banco Santander Chile entre los años 2018 a 2022.

Figura: Proyección del flujo de caja patrimonial de Banco Santander Chile en miles de UF (MUF). Cifras comprendidas entre 2012 a 2017 corresponden a valores reales, y entre 2018 a 2022 a valores proyectados según la metodología desarrollada en el presente trabajo de valoración.

Estado de Resultados proyectado de Banco Santander Chile									
	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos por intereses	65.854	81.392	81.491	77.648	84.710	89.096	94.715	101.945	109.728
Ingreso por comisiones	15.761	15.720	16.442	17.184	15.350	16.145	17.163	18.473	19.884
Total ingresos por intereses y comisiones	81.615	97.112	97.933	94.832	100.060	105.241	111.878	120.419	129.611
Gastos por intereses y reajustables	(22.057)	(32.416)	(32.629)	(27.603)	(29.125)	(30.633)	(32.564)	(35.050)	(37.726)
Gastos por comisiones	(3.477)	(6.449)	(6.740)	(6.658)	(7.025)	(7.388)	(7.854)	(8.454)	(9.099)
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	1.806	(17.866)	(13.996)	105	111	117	124	134	144
utilidad (pérdida) de cambio neta	2.667	23.543	19.348	4.789	5.053	5.315	5.650	6.081	6.545
Otros ingresos operacionales	2.218	610	698	3.288	3.469	3.649	3.879	4.175	4.494
Total ingresos operacionales	62.773	64.535	64.614	68.754	72.544	76.300	81.112	87.304	93.969
Provisiones por riesgo crédito	(13.169)	(16.142)	(13.090)	(11.286)	(11.909)	(12.525)	(13.315)	(14.332)	(15.426)
Total ingresos operacionales con riesgo crédito	49.604	48.394	51.523	57.468	60.635	63.775	67.797	72.973	78.543
Remuneraciones y gastos del personal	(11.664)	(15.103)	(15.067)	(14.974)	(15.395)	(16.192)	(17.213)	(18.527)	(19.941)
Gastos de administración	(6.867)	(8.605)	(8.634)	(8.680)	(8.821)	(9.278)	(9.863)	(10.616)	(11.426)
Depreciaciones y amortizaciones	(2.302)	(2.092)	(2.492)	(2.936)	(2.546)	(2.678)	(2.847)	(3.065)	(3.298)
Deterioro	(200)	(1)	(9)	(213)	(9)	(10)	(10)	(11)	(12)
Otros gastos operacionales	(2.580)	(2.115)	(3.249)	(3.622)	(3.319)	(3.491)	(3.711)	(3.995)	(4.300)
Total costos operacionales	(23.614)	(27.915)	(29.451)	(30.424)	(30.091)	(31.649)	(33.645)	(36.213)	(38.978)
Resultado operacional	25.990	20.479	22.072	27.043	30.545	32.126	34.152	36.759	39.566
Resultado por inversión en sociedades	55	101	115	149	117	123	131	141	152
Resultado antes de impuesto a la renta	26.045	20.580	22.187	27.193	30.662	32.250	34.283	36.901	39.718
Impuesto a la renta	(3.680)	(2.938)	(4.085)	(5.417)	(4.173)	(4.390)	(4.666)	(5.023)	(5.406)
Utilidad consolidada del ejercicio	22.365	17.642	18.102	21.775	26.488	27.860	29.617	31.878	34.312
Necesidades de aumento de capital					(1.343)	(1.102)	(1.351)	(1.607)	(1.873)
Flujo de caja patrimonial	22.365	17.642	18.102	21.775	25.145	26.758	28.266	30.271	32.439

Fuente: Elaboración propia. Necesidades de aumento de capital fueron calculadas en base a mantener un índice de solvencia de 11% descrito en la sección cálculo de necesidades de aumento de capital del presente capítulo de tesis.

Tal como fue indicado en el capítulo que describe la metodología de este trabajo de valoración, Damoradan plantea que el modelo del flujo de caja del accionista es el que mejor captura las variables específicas que generan valor en el negocio bancario y nos permite evaluar la gestión del manejo de políticas de riesgo, crecimiento de colocaciones asociados a una política de conservación o manejo de márgenes de solvencia y rentabilidad del banco⁵³. De esta forma Damodaran plantea que los principales retos para valorizar empresas de servicios financieros se deben a que en primer lugar la industria opera bajo regulaciones estrictas y poseen restricciones sobre cómo manejan sus negocios y cuánto capital necesitan para poder seguir operando.

De esta forma el valor del capital está dado por:

Resumen con cálculos de la valoración	
(1) Valor presente del capital flujos 2017-2022	117.637 MUF
(2) Valor presente flujo a perpetuidad	205.825 MUF
(1)+(2) Valor presente del capital	323.462 MUF
Numero Acciones (en miles de acciones)	188.446.127 MUF
Tasa Kp calculada a diciembre/2017	9,85%
Tasa WACC calculada a diciembre/2017	4,44%

$$Valor\ presente\ del\ capital = \sum_{t=2017}^{2022} \frac{FC_t}{(1 + K_p)^t} + \frac{FC_{2021}}{(K_p - g)}$$

Donde:

De esta forma el valor del capital está dado por:

$$Valor\ presente\ del\ capital = 117.637\ MUF + 205.825\ MUF$$

$$Valor\ presente\ del\ capital = 323.462\ MUF$$

Para obtener el precio de la acción, se obtuvo desde el IGPA el número de acciones del banco Santander que ascienden a 188.446.126.794.

Luego el precio de la acción está dado por

⁵³ Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managin the value of companies.

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Valor del capital (MUF)} * \text{Valor UF}_{31-12-2017}}{\text{Número de acciones (MUF)}}$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{323.462 \text{ M UF} * 26.510}{188.446.127 \text{ MUF}} = 45 \text{ pesos por acción}$$

Como se observa, el siguiente cuadro contiene el precio histórico de la acción del Banco Santander el cual se transa en el mercado al 31 de diciembre de 2017 a un precio de 45 pesos por acción, siendo el precio calculado por la metodología de flujos de caja del patrimonio detallada en esta tesis de 46,5 precios por acción.

A continuación se indican los resultados de la valoración utilizando los múltiplos precio utilidad y Price to book para tener una comprobación de la calidad de la valoración.

Verificación de la calidad de la proyección de Banco Santander en base al análisis de los indicadores financieros detallados

La calidad de la valoración se ha comprobado en base al cálculo de sus razones financieras entre el periodo de valoración comprendido entre 2017 a 2021. Como se observa el índice de solvencia calculado a través de las utilidades y patrimonio proyectado permanece en un 7,9%, lo cual indica que Banco Santander mantiene su nivel de solvencia exigido por Basilea III en el presente trabajo de valoración. Como se observa los indicadores de ROA permanecen en un 1,5%, el cual es consistente con sus valores históricos que se encuentran en la media de 1,52% y está sobre el ROA de la industria Bancaria. Con respecto al ROE este es de un 19% proyectado en la valoración siendo el ROE estando en línea con su promedio histórico de 18,4%.

	Real	Real	Real	Real	Real	Real	Proy	Proy	Proy	Proy	Proy
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
INDICES DE RENTABILIDAD											
Tasa de interés sobre activos	10,0%	8,9%	9,7%	8,2%	8,0%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Margen Neto Banco Santander	17,5%	20%	21%	18%	18%	23%	25%	25%	25%	25%	25%
Margen Neto (Industria)	21,6%	19%	20%	21%	19%	17%	-	-	-	-	-
Resultado sobre Activos (ROA) Banco Sar	1,6%	1,6%	1,8%	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Resultado sobre Activos (ROA) Industria	1,4%	1,1%	0,9%	1,2%	0,9%	1,0%	-	-	-	-	-
Resultado sobre Patrimonio (ROE) Banco S	18,1%	18,9%	21,0%	16,5%	16,80%	18,57%	22,36%	22,36%	23,35%	24,68%	24,68%
Resultado sobre Patrimonio (ROE) Indust	14,8%	17,2%	14,2%	11,0%	11,0%	12,0%	-	-	-	-	-
INDICES DE SOLVENCIA											
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Banco Santander		7,8%	7,9%	7,3%	7,2%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Banco de Chile		7,6%	7,9%	7,5%	8,1%	8,4%	-	-	-	-	-
Banco BCI		7,1%	7,2%	6,3%	7,6%	7,6%	-	-	-	-	-
Banco Bice		6,7%	6,5%	6,6%	7,1%	6,9%	-	-	-	-	-
Banco Itau Corpbanca		7,6%	7,7%	8,1%	10,0%	10,5%	-	-	-	-	-
Banco Estado		3,9%	4,1%	4,3%	4,2%	4,1%	-	-	-	-	-
Banco BBVA		5,9%	5,4%	5,4%	5,7%	6,3%	-	-	-	-	-
Sistema Consolidado		7,1%	7,1%	6,7%	7,6%	7,7%	-	-	-	-	-
INDICES DE ENDEUDAMIENTO											
	2013	2014	2015	2016	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
% Pasivos Corto Plazo	27%	30%	30%	28%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
% Pasivos Largo Plazo	73%	70%	70%	72%	73%	71%	71%	71%	71%	71%	71%
Cobertura resultado operacional sobre pas	7%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Razón Deuda Corto Plazo v/s Deuda Total	27%	30%	30%	28%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
Razón Deuda Largo Plazo v/s Deuda Total	73%	70%	70%	72%	73%	71%	71%	71%	71%	71%	71%
Deuda / Patrimonio contable	10,42	10,48	10,55	11,53	11,67	10,93	10,93	10,93	10,93	10,93	10,93

Figura: Ratios financieros históricos y proyectados en base a la metodología de valoración

Para complementar el presente trabajo de valoración, en el siguiente capítulo se realizará la valoración de Banco Santander Chile por medio de la metodología de valoración por múltiplos.

Capítulo X: Valoración por múltiplos.

El propósito de este capítulo es tener un elemento más para poder realizar una comprobación de la calidad de la valoración de Banco Santander Chile. A continuación se indica un resumen de las líneas de los estados de resultados de Banco Santander, Banco de Chile y Banco BCI entre los años 2015 y 2016, estos bancos fueron seleccionados para realizar la valoración por múltiplos, el principal criterio de selección para elegir estos bancos se debe a que en materia de solvencia Fitch destacó que “los tres bancos privados Santander, Banco de Chile y BCI lograrán alcanzar los requerimientos de capital mayores una vez que se adopten todos los estándares de Basilea III, los bancos mencionados mantienen una administración de riesgos y liquidez sólida, provisionamiento adecuado y niveles de cartera vencida controlados bajo normas estrictas del regulador local⁵⁴ .

En segundo criterio de selección de comparables, se consideró que los tres bancos señalados apuntan al mismo segmento objetivo con participaciones de mercado similares, como se indicó en el capítulo de análisis de la industria de la presente tesis, la participación calculada a septiembre 2016 de Banco Santander Chile es de un 17,6%, seguida de Banco de Chile con un 17,4% y Banco BCI con un 14,2%.

La siguiente tabla contiene los ingresos operacionales, resultados operacionales antes de impuesto, utilidad, capitalización bursátil, patrimonio y precio de acciones para los bancos anteriormente señalados con información de los periodos 2015 a 2016.

Figura: Información financiera extraída para las tres empresas comparables: Banco Santander, Banco de Chile y Banco BCI entre los periodos 2015 a 2017.

	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	Banco Santander			Banco de Chile			Banco BCI		
Ingresos operacionales (Miles de UF)	97.112	97.933	94.832	74.108	73.527	70.653	52.473	57.893	55.524
Utilidad (Miles de UF)	17.642	18.102	21.775	21.811	21.772	21.861	12.908	12.923	15.867
Capitalización Bursátil (miles de UF)	191.174	242.094	341.982	275.571	309.838	319.213	128.795	158.095	193.872
Nro Acciones (Miles de acciones)	188.446.127	188.446.127	188.446.127	96.129.146	97.624.347	96.648.104	122.650	123.564	123.564
Precio acción (UF)	0,00101	0,00128	0,00181	0,00287	0,00317	0,00330	1,05010	1,27946	1,56900
Utilidad por acción (UF)	0,00009	0,00010	0,00011	0,00023	0,00022	0,00021	0,10524	0,10458	0,10605
Precio acción (CLP)	28,00	33,69	48,00	73,47	83,23	87,36	26.913,00	33.553,00	35.549,00
Utilidad por acción (CLP)	2.399	2.519	2.860	5.815	5.848	5.510	2.697.293	2.742.590	2.805.000
Patrimonio (Miles de UF)	107.881	107.756	114.116	106.913	108.799	108.799	78.048	94.148	93.327

Fuente: Estados financieros Banco Santander, Banco de Chile y Banco BCI entre los años 2015, 2016 y 2017

⁵⁴ Reporte de Revisión de los Cuatro Mayores Bancos Chilenos, publicado el 19 de diciembre de 2016, Fitch Ratings

En base a la información anteriormente proporcionada, se calculan los múltiplos para cada año y banco de acuerdo a las siguientes formulas:

$$\text{Multiplo precio utilidad} = \frac{\text{Capitilizacion bursatil (miles de UF)}}{\text{Utilidad (miles de UF)}}$$

$$\text{Price to book} = \frac{\text{Patrimonio(miles de UF)}}{\text{Capitilización bursatil (miles de UF)}}$$

De esta forma se obtiene los siguientes múltiplos para Banco Santander, Banco de Chile y Banco BCI entre los años 2015 y 2016. Estos se consolidan en la columna Benchmark en función del peso de cada múltiplo en un promedio ponderado sobre la capitalización bursátil.

Figura: Multiplos para Banco Santander, Banco de Chile y Banco BCI para los años 2015, 2016 y 2017

	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	Banco Santander			Banco de Chile			Banco BCI		
Multiplo precio utilidad	10,84	13,37	15,71	12,63	14,23	15,89	9,98	12,23	10,64
Price to book Equity	1,77	2,25	3,00	2,58	2,85	2,91	1,65	1,68	1,62

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de los estados financieros entre los años 2015, 2016 y 2017.

La información de múltiplos de cada Banco entre los años 2015 y 2017 se consolida en la siguiente figura en base a su promedio ponderado en función del promedio ponderado de su capitalización bursátil.

Figura: Benchmark de múltiplos entre Banco Santander, Banco de Chile y Banco BCI entre los años 2015 a 2017.

	2015	2016	2017
	Benchmark		
Multiplo precio utilidad	11,48	13,49	14,66
Price to book Equity	2,12	2,38	2,65

Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de los estados financieros entre los años 2015, 2016 y 2017.

Luego el precio de la acción de Banco Santander Chile por medio de múltiplos ha sido calculado por las siguientes ecuaciones

$$\text{Precio según precio utilidad} = \text{Multiplo precio utilidad industria} \times \text{utilidad por acción}$$

$$\text{Precio según price to book} = \frac{\text{Multiplo price to book industria} \times \text{patrimonio Banco Santander}}{\text{Numero de acciones Banco Santander}}$$

En base las ecuaciones anteriormente planteadas, se obtuvieron los siguientes precios de acción para Banco Santander Chile.

Figura: Precio obtenido por múltiplo para Banco Santander Chile, cifras en pesos por acción

Precio por multiplos Banco Santander, precios en CLP			
	2015	2016	2017
Precio según Multiplo precio/utilidad (PE)	27,55	33,99	42,02
Price to book Equity	31,08	35,73	42,58

Fuente: Elaboración propia

Capítulo XI: Conclusiones

Los resultados obtenidos en esta valoración por medio del flujo de caja del patrimonio indican que el precio de la acción al 31 de diciembre de 2017 se encuentra prácticamente en línea con el observado por el mercado. En efecto, el precio de la acción obtenido mediante la valoración es de 46,5 pesos por acción siendo el precio vigente en el periodo de valoración al 31 de diciembre de 2017 de 45 pesos. De manera complementaria se han calculado los precios de los múltiplos *price to book* y *price to equity*, los cuales generaron un valor de 42 pesos por acción. La tasa de costo del patrimonio real a la cual fue valorada Banco Santander Chile es de 9,85% real.

Resumen con cálculos de la valoración	
(1) Valor presente del capital flujos 2017-2022	117.637 MUF
(2) Valor presente flujo a perpetuidad	205.825 MUF
(1)+(2) Valor presente del capital	323.462 MUF
Numero Acciones (en miles de acciones)	188.446.127 MUF
Valor acción a diciembre/2017 obtenida por metodología de valoración	45 pesos por acción
Tasa Kp calculada a diciembre/2017	9,85%
Tasa WACC calculada a diciembre/2017	4.44%
Precio acción diciembre/2017 obtenido por multiplo precio utilidad	42 pesos por acción
Precio acción diciembre/2017 obtenido por multiplo Price to book	42.5 pesos por acción

La calidad de la valoración se ha comprobado en base al cálculo de sus razones financieras entre el periodo de valoración comprendido entre 2017 a 2021. Como se observa el índice de solvencia calculado a través de las utilidades y patrimonio proyectado permanece en un 4.49%, lo cual indica que Banco Santander mantiene su nivel de solvencia exigido por Basilea III en el presente trabajo de valoración.

La siguiente tabla contiene un resumen de las razones financieras históricas y proyectadas de la valoración, como se observa los indicadores de ROA permanecen en un 1,6%, el cual es consistente con sus valores históricos que se encuentran en la media de 1,52% y está sobre el ROA de la industria Bancaria. Con respecto al ROE este es de un 22% proyectado en la valoración siendo el ROE estando en línea con su promedio histórico de 18,4%.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ÍNDICES DE RENTABILIDAD									
Tasa de interés sobre activos	9,7%	8,2%	8,0%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Margen Neto Banco Santander	21%	18%	18%	23%	25%	25%	25%	25%	25%
Margen Neto (Industria)	20%	21%	19%	17%	-	-	-	-	-
Resultado sobre Activos (ROA) Banco Santander	1,8%	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Resultado sobre Activos (ROA) Industria	0,9%	1,2%	0,9%	1,0%	-	-	-	-	-
Resultado sobre Patrimonio (ROE) Bano Santander	21,0%	16,5%	16,80%	18,57%	22,36%	22,36%	23,35%	24,68%	24,68%
Resultado sobre Patrimonio (ROE) Industria	14,2%	11,0%	11,0%	12,0%	-	-	-	-	-
ÍNDICES DE SOLVENCIA									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Banco Santander	7,9%	7,3%	7,2%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Banco de Chile	7,9%	7,5%	8,1%	8,4%	-	-	-	-	-
Banco BCI	7,2%	6,3%	7,6%	7,6%	-	-	-	-	-
Banco Bice	6,5%	6,6%	7,1%	6,9%	-	-	-	-	-
Banco Itau Corpbanca	7,7%	8,1%	10,0%	10,5%	-	-	-	-	-
Banco Estado	4,1%	4,3%	4,2%	4,1%	-	-	-	-	-
Banco BBVA	5,4%	5,4%	5,7%	6,3%	-	-	-	-	-
Sistema Consolidado	7,1%	6,7%	7,6%	7,7%	-	-	-	-	-
ÍNDICES DE ENDEUDAMIENTO									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
% Pasivos Corto Plazo	30%	28%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	
% Pasivos Largo Plazo	70%	72%	73%	71%	71%	71%	71%	71%	
Cobertura resultado operacional sobre pasivo corto	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
Razón Deuda Corto Plazo v/s Deuda Total	30%	28%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	
Razón Deuda Largo Plazo v/s Deuda Total	70%	72%	73%	71%	71%	71%	71%	71%	
Deuda / Patrimonio contable	10,55	11,53	11,67	10,93	10,93	10,93	10,93	10,93	

Para finalizar, en el presente trabajo de titulación se agrega un capítulo adicional que contiene el aporte realizado por la presente tesis al curso de valoración de empresas. Este aporte se realiza debido a que una empresa de servicios financieros, en este caso una entidad bancaria, está sujeta a una serie de normativas de crecimiento y solvencia que la entidad debe cumplir para poder realizar sus operaciones, cada unidad adicional de colocaciones bancarias debe estar respaldada por un nivel adicional de capital para mantener la solvencia dentro de los estándares regulatorios⁵⁵. Esta exigencia obliga a que la institución no pueda ser valorizada por el método de valoración por flujo de caja descontado sino que se requiere realizar un análisis del punto de vista del patrimonio a través de la metodología de valoración de flujo de caja del patrimonio el cual debe tener como requisito que todas las proyecciones de resultados realizadas como los resultados obtenidos deben mantener los niveles de solvencia exigido por las normativas de Basilea III que regulan la actividad bancaria en nuestro país a través de la SBIF⁵⁶.

⁵⁵ Damodaran. A (2013). Valuing Financial Service Firms.

⁵⁶ Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managin the value of companies.

Capítulo XII: Aportes del presente trabajo de tesis al curso de valoración de empresas.

Metodología desarrollada para valorizar Banco Santander Chile.

a) Se recomienda revisar el siguiente documento el cual contiene los conceptos básicos para valorizar una empresa a través de la metodología de valoración de flujo de caja del patrimonio:

1. Se analizó la metodología de valoración de instituciones financieras, esta información fue extraída del paper de Damodaran: Valuing Financial Service Firms (2013).

b) Se debe extraer las siguiente información de la Industria Bancaria consolidada:

2. Se consolidó la información de mercado de los estados de resultados y balances históricos del Sistema Bancario consolidado desde el año 2012 a 2016, esta información se encuentra disponible mensualmente en la SBIF, para lo cual se utilizó como fecha de corte el 31/diciembre de cada año y fueron convertidas a UF para no considerar el efecto de inflación en los cálculos.
3. A partir de la información extraída de la SBIF se analizaron las colocaciones del sistema bancario para obtener la participación de mercado de cada Banco por año, esta participación de mercado fue calculada en base a colocaciones bancarias medidas en UF.
4. Utilizando la información de colocaciones bancarias de la SBIF se calculó el crecimiento de colocaciones bancarias anuales. Esta información fue resumida anualmente en conjunto con la variación del PIB anual para generar correlaciones entre crecimiento del PIB y crecimiento de colocaciones bancarias. Se utilizaron dos metodologías para calcular el crecimiento, la primera es generar una correlación considerando variaciones porcentuales de PIB y colocaciones, y la segunda utilizando los montos totales de PIB y de colocaciones. Como medida de crecimiento se utilizó el promedio de los dos cálculos para determinar el crecimiento de las colocaciones bancarias.

5. El modelo de crecimiento obtenido permitió calcular la sensibilidad de la variación de colocaciones bancarias por cada punto que varía el PIB, con esta información se realizó un supuesto de crecimiento en términos reales desde el año 2018 a 2022 para calcular el crecimiento de colocaciones bancarias para el periodo mencionado.
6. Una vez obtenido el aumento de colocaciones bancarias entre los años 2018 a 2022, se procedió a proyectar las colocaciones bancarias para el Banco Santander. Las colocaciones bancarias del banco son producto de proyectar las colocaciones del sistema bancario consolidado utilizando el modelo de crecimiento detallado en el punto anterior. Una vez proyectada las colocaciones del sistema bancario se utiliza un vector de participación de mercado de Banco Santander para determinar en función de su participación las colocaciones del Banco Santander.
7. Las colocaciones del Banco Santander permiten obtener dos cifras claves en la valoración. La primera de ella permite calcular las necesidades de aumento de capital del patrimonio, estas necesidades de aumento son determinadas porque cada UF adicional de incremento de colocaciones bancarias requiere como contraparte un mayor nivel de capital regulatorio. El segundo que se da a las colocaciones bancarias es que permiten calcular los ingresos del Banco Santander, para ello se requiere calcular la tasa de intereses y comisiones, dicha tasa de intereses y comisiones es producto de dividir los ingresos del banco Santander por sus colocaciones. Como medida de calibración de la valoración, esta tasa también fue calculada con el sistema bancario consolidado para poder tener una referencia de que la tasa utilizada en la valoración sea similar a la tasa del sistema bancario consolidado.
8. Las necesidades de aumento de capital detalladas en el punto de anterior se calcularon abriendo el estado de resultados del Banco Santander en función de los activos ponderados por riesgo. Los activos ponderados por riesgo están definidos según Basilea III en función del grado de exposición de no cumplimiento financiero o insolvencia de cada línea de los activos del banco, asignando un porcentaje de riesgo financiero, los porcentajes varían de 0% a 100%, siendo 0% los bonos emitidos por el banco central que no tienen riesgo de default. Esta información se extrae de la memoria anual de los estados de resultados de Banco Santander.

9. Una vez obtenido los activos ponderados por riesgo, se aplica por normativa de Basilea un requerimiento de capital equivalente a un 8% neto de provisiones exigidas sobre activos ponderados por riesgo más un 3% sobre el total de activo neto de provisiones. Este cálculo determina el capital regulatorio que debe poseer el banco para cumplir con los estándares internacionales de Basilea III. Es por ello que la proyección del estado de las colocaciones Bancarias debe cumplir con el ratio de solvencia, el cual debe ser de un 11% durante todo el periodo de proyección para cumplir con el capital regulatorio.

10. Una vez obtenido los ratios de solvencia, se procedió a comparar el ratio de solvencia obtenido con el ratio de solvencia de la industria bancaria, se generó el check de que el ratio de solvencia de 11% sea mayor al de la industria bancaria debido a que la normativa de Basilea III comenzó a ser implementada gradualmente por la industria. Sin embargo, se comparó el ratio de solvencia con las compañías similares del banco Santander, en este caso Banco de Chile y Banco BCI (similares en participación de mercado y en segmento de mercado objetivo)

c) Se debe extraer la siguiente información de los estados financieros de Banco Santander:

11. Se consolidaron los estados de resultados y los balances históricos del Banco desde el año 2013 a 2017, estos datos fueron extraídos de la sección Investor Relations de Banco Santander y fueron convertidas a UF para no considerar el efecto de inflación en los cálculos.

12. La tasa de costo de patrimonio fue determinada en función de la tasa de deuda, premio por riesgo de mercado, tasa libre de riesgo, la estructura de deuda patrimonio utilizando la deuda y el patrimonio a valores de mercado. Cabe mencionar que en el caso de un banco la estructura objetivo coincide con la estructura actual al momento de valoración ya que la proporción deuda patrimonio actual contiene el capital regulatorio necesitado para solventar las operaciones del banco en el mismo periodo.

13. La tasa de costo de deuda del banco Santander fue determinada en función de la tir de los bonos de la empresa en UF, se utilizó un terminal bloomberg para obtener la tir de mercado generando una muestra del 85% de las colocaciones bancarias del banco. El beta apalancado a la estructura actual fue determinado usando una correlación entre el beta de la

acción y el IGPA, este beta fue desapalancado de su estructura histórica y apalancado a la estructura actual. Como supuesto, para determinar el beta de la deuda de Banco Santander se utilizó como supuesto que la deuda a la que el Banco emite su deuda es libre de riesgo.

14. Como ejercicio para complementar el trabajo de tesis, se calculó la tasa real WACC, sin embargo, la estructura de proporción deuda y patrimonio sobre el valor de la empresa fue calculado usando el patrimonio y la deuda a valores de mercado.

15. Una vez proyectados los ingresos del banco Santander, se procedió a calcular las líneas de costos del estado de resultados en función de participación histórica para generar la proyección de la utilidad del banco después de impuesto. Lo mismo se realizó con la proyección de los pasivos y activos del banco y patrimonio. En particular el patrimonio se incrementó en función de las necesidades de aumento de capital calculadas según Basilea III, mientras que activos y pasivos fueron proyectados utilizando su estructura histórica.

d) Consolidación y uso de la información anteriormente recopilada para realizar la valoración:

16. Para comenzar con la valoración, el primer check realizado para determinar la calidad de la valoración es comprobar que el nivel de ratios financieros proyectado sea consistente con la proyección de razones financieras de la industria. Para ello se analizaron las razones financieras: tasa de interés sobre activos, resultado operacional sobre venta, margen neto de banco Santander y de la industria bancaria consolidada, ROA del banco Santander y de la industria bancaria consolidada y ROE del banco Santander y de la industria bancaria consolidada. Estas cifras mostraron consistencia tanto en la proyección como en el benchmark con los resultados de la industria. En particular los índices de solvencia de Basilea III que reflejan la calidad de la proyección de las necesidades de aumento de capital del patrimonio fueron contrastadas con Banco de Chile, Bice, BBVA, Consorcio, BCI, Banco Estado y Security. Los índices de endeudamiento de corto plazo y largo plazo también se revisaron para que sean consistente con la historia del Banco Santander.

17. Luego de ello se confeccionó el flujo de caja del patrimonio, para lo cual se utilizó el estado de resultados proyectados del banco Santander. Esta proyección fue realizada agregando las necesidades de aumento de capital.

18. Posteriormente se utilizó el cálculo del valor presente del capital de acuerdo a la siguiente fórmula.

$$\text{Valor del capital} = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1 + K_p)^t}$$

19. Finalmente, una vez obtenida el valor presente del capital se dividió por el número de acciones del Banco para poder determinar el valor de la acción. Se aplicó una tasa de crecimiento a perpetuidad del último flujo en función del PIB proyectado.

20. Para determinar la calidad de la valoración del precio de la acción, se realizó un análisis de múltiplos, utilizando múltiplo precio utilidad y Price to book entre un benchmark conformado entre Banco de Chile, banco Santander y Banco BCI.

21. Por último, toda la valoración realizada fue fundamentada con un capítulo de análisis macroeconómico de la industria en la cual se cubrieron los puntos de percepción de agencias clasificadoras de riesgos (Swiss, Fitch, Moody's), expectativas de la industria bancaria desarrolladas en el Informe de Estabilidad del Banco Central, IpoM del Banco Central y noticias extraídas de la prensa acerca de la industria Bancaria y de Banco Santander.

Capítulo XIII: Bibliografía

- Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managing the value of companies.
- Damodaran. A (2013). Valuing Financial Service Firms.
- Fernández, Pablo. Valoración de empresas, tercera edición (20015)
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, teoría y práctica.
- Deev, O (2011) Methods of Banks Valuation: A critical overview.
- European Banking Authority: Regulation of Basilea II and III
- Marco regulatorio actual y mejores prácticas aplicadas en la gestión de riesgos (2012). Dirección Nacional de Riesgos, SBIF.
- Observatorio económico en Chile. BBVA Research, diciembre 2016.
- Banco de Chile Q4Webcast 2016, 2015 y 2014. Financial Results of Banco de Chile.
- Feller Rate: Informe de clasificación de Banco Santander Chile, febrero 2017.
- Credit suisse mejora a neutral su visión para el mercado bancario Chileno. Diciembre/2016.
- Moody's confirma calificaciones de depósitos y deuda del Banco Santander Chile. Diciembre/2016
- Fitch publica reporte especial sobre la revisión de los cuatro mayores bancos chilenos. Fitch Ratings. Diciembre/2016.
- Informe de política monetaria (IPom), Banco Central de Chile, diciembre 2016.
- Estados Financieros de Banco Santander Chile, Santander Investor Relations
- Basilea, la crisis financiera y la Institucionalidad regulatoria en Chile, propuestas de reforma. Christian Larraín.
- Informe estabilidad financiera 2016, Banco Central de Chile
- Reporte de información financiera mensual, SBIF
- Informe anual SBIF 2014
- Informe anual SBIF 2015
- Informe anual SBIF 2016

ANEXOS

Anexo I: Estructura de la propiedad de Banco Santander Chile

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.

A continuación se indica la cantidad de acciones, medida en miles de acciones, del Banco Santander con la evolución histórica de sus controladores. La cantidad de acciones indicadas corresponde al total de acciones suscritas y pagadas, todas ellas son ordinarias, sin valor nominal ni preferencias.

Como se observa, la política del banco en tanto a su patrimonio ha sido mantener constante el control del patrimonio administrado por las razones sociales Santander Chile Holding S.A y Teatinos Siglo XXI Inversiones Limitadas. El número de acciones totales también se ha mantenido fijo, y lo que varía es la distribución de los accionistas minoritarios (Bancos por cuentas de terceros, AFP por cuentas de tercero, Corredoras de bolsa por cuenta de terceros, otros accionistas minoritarios) y los ADR (compuestos por BNP Paribas, MBI Arbitrage y JP Morgan).

Cantidad de acciones Banco Santander					
	30-09-2016	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013	31-12-2012
Santander Chile Holding S.A	66.822.519.695	66.822.519.695	66.822.519.695	66.822.519.695	66.822.519.695
Teatinos Siglo XXI Inversiones Limitada	59.770.481.573	59.770.481.573	59.770.481.573	59.770.481.573	59.770.481.573
The Bank of New Yor Mellon	32.516.063.671	34.424.066.871	-	-	-
BNP Paribas Arbitrage	-	-	-	-	35.111.060.871
MBI Arbitrage Fondo de Inversion	-	-	-	-	173.328.889
JP Morgan Chase Bank	-	-	31.370.004.471	30.087.328.471	495.766.248
Bancos por cuentas de terceros	11.878.070.560	12.359.323.984	10.949.884.423	12.264.223.820	12.473.837.817
AFP por cuentas de terceros	8.887.560.424	7.374.349.514	10.082.508.540	4.412.572.678	6.346.809.483
orredoras de bolsa por cuenta de tercerc	3.460.285.074	3.044.182.332	-	-	-
Otros accionistas minoritarios	5.111.145.797	4.651.202.825	9.450.728.092	15.089.000.557	7.252.322.218
Total	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794

Figura: Número de acciones de Banco Santander Chile.

Fuente: Estados financieros consolidados del Banco Santander Chile, disponible en Santander Accionistas – Investor Relations. Cifras en miles de UF

Anexo II: Emisión de bonos de Banco Santander Chile

Serie	Moneda	Monto emisión	Plazo Origina (anual)	Tasa de Emisión anual	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento
R1	UF	15.000.000	5,5	2,50%	28-01-2016	01-03-2021
R2	UF	10.000.000	7,5	2,60%	28-01-2016	01-03-2023
R3	UF	10.000.000	10,5	3,00%	28-01-2016	01-03-2026
R5	UF	7.000.000	7,0	2,55%	07-04-2016	01-12-2022
R6	UF	7.000.000	9,0	2,65%	07-04-2016	01-12-2024
T1	UF	7.000.000	4,0	2,20%	11-08-2016	01-02-2020
T2	UF	5.000.000	4,5	2,25%	11-08-2016	01-08-2020
T3	UF	5.000.000	5,0	2,30%	11-08-2016	01-12-2020
T4	UF	8.000.000	5,5	2,35%	11-08-2016	01-08-2021
T5	UF	5.000.000	6,0	2,40%	11-08-2016	01-02-2022
T6	UF	5.000.000	6,5	2,45%	11-08-2016	01-08-2022
T7	UF	5.000.000	7,0	2,50%	11-08-2016	01-02-2023
T8	UF	8.000.000	7,5	2,55%	11-08-2016	01-08-2023
T9	UF	5.000.000	8,0	2,60%	11-08-2016	01-02-2024
T10	UF	5.000.000	8,5	2,60%	11-08-2016	01-08-2024
T11	UF	5.000.000	9,0	2,65%	11-08-2016	01-02-2025
T12	UF	5.000.000	9,5	2,70%	11-08-2016	01-08-2025
T13	UF	5.000.000	10,0	2,75%	11-08-2016	01-02-2026
T14	UF	18.000.000	11,0	2,80%	11-08-2016	01-02-2027
T15	UF	5.000.000	12,5	3,00%	11-08-2016	01-08-2028
Total	UF	145.000.000				
R4	CLP	100.000.000.000	5,0	5,50%	28-01-2016	01-03-2021
T16	CLP	100.000.000.000	5,5	5,20%	11-08-2016	01-08-2021
Total	CLP	200.000.000.000				
DN	USD	10.000.000	5,0	Libor-USD 3M+1,05%	02-06-2016	09-06-2021
DN	USD	10.000.000	5,0	Libor-USD 3M+1,22%	17-06-2016	17-06-2021
DN	USD	10.000.000	5,0	Libor-USD 3M+1,20%	16-08-2016	16-08-2021
Total	USD	30.000.000				
JPY	JPY	3.000.000.000	5,0	0,115%	29-06-2016	29-06-2021
Total	JPY	3.000.000.000				
EUR	EUR	20.000.000	8,0	0,80%	17-08-2016	17-08-2028
EUR	EUR	54.000.000	12,0	1,307%	19-08-2016	19-08-2028
Total	EUR	74.000.000				

Figura: Estados financieros Banco Santander Chile al 30 de septiembre de 2016

Fuente: Santander Investor Relations.

Anexo III: Estimación de la tasa del costo del patrimonio y de la estructura de capital de Banco Santander Chile a valores contables

Determinación de la estructura de capital histórica y objetivo de la empresa

Se descargaron los estados financieros consolidados del Banco Santander a Septiembre/2016 junto a los estados de los últimos 4 años cerrados al 31/diciembre con el fin de analizar la estructura de los pasivos desde el año 2012 a 2016 y determinar la deuda financiera de la empresa. Los estados financieros de cada año fueron convertidos y presentado a miles de UF de cada año con el objetivo de hacerlos comparables. Los pasivos del Banco Santander extraídos de sus estados financieros y aperturados en pasivo de corto plazo y pasivo de largo plazo se encuentran en la siguiente figura:

Pasivos Historicos de Banco Santander Chile aperturados por Pasivo Corto Plazo y Pasivo Largo Plazo (Cifras en miles de UF)						
Clasificación según notas EE.FF	Pasivos	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Pasivo corto plazo	Depositos y otras obligaciones a la vista	217.630	241.110	263.146	287.023	263.628
Pasivo corto plazo	Operaciones con liquidacion en curso	12.478	11.856	11.421	18.033	22.090
Pasivo corto plazo	Contratos de retrocompra y prestamos de valores	13.317	8.964	15.923	5.607	2.380
Pasivo largo plazo	Depositos y otras captaciones a plazo	399.011	415.034	422.867	475.351	500.559
Pasivo largo plazo	Contratos derivados financieros	50.189	55.770	104.007	111.694	101.030
Pasivo largo plazo	Obligaciones con bancos	62.968	72.168	50.010	51.019	54.656
Pasivo corto y largo plazo	Instrumentos de deuda emitidos	200.170	223.004	234.909	232.436	262.725
Pasivo largo plazo	Otras obligaciones financieras	8.434	8.141	8.329	8.605	8.193
Pasivo largo plazo	Impuestos corrientes	23	2.155	44	694	360
Pasivo largo plazo	Impuestos diferidos	418	1.076	310	152	482
Pasivo largo plazo	Provisiones	9.681	10.133	12.612	12.842	10.115
Pasivo corto y largo plazo	Otros pasivos financieros	14.944	8.527	8.968	40.808	31.183
Total pasivos		989.263	1.057.938	1.132.545	1.244.263	1.257.400
Total Patrimonio contable		94.936	100.986	107.320	107.881	107.756
Total Pasivos y Patrimonio contable		1.084.198	1.158.924	1.239.866	1.352.144	1.365.156

Figura: Total de Pasivos de Banco Santander Chile, cifras en miles de UF

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados del Banco Santander Chile, disponible en Santander Accionistas – Investor Relations.

Como se observa, algunas partidas de los pasivos (destacados en amarillo) contienen proporciones de corto plazo y de largo plazo, la clasificación de pasivos de corto plazo se resume en la siguiente figura:

Calculo deuda financiera, cifras en miles de UF					
Deuda Financiera	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
(+) Prestamos que devengan interes (corto plazo)	243.425	261.930	290.489	310.662	288.098
(+) Otros pasivos financieros (corto plazo)	28.395	57.142	53.095	37.640	48.023
Total deuda financiera (corto plazo)	271.820	319.072	343.585	348.303	336.120
(+) Prestamos que devengan intereses (largo plazo)	520.602	551.113	585.213	646.669	664.437
(+) Otros pasivos financieros (largo plazo)	196.841	187.753	203.747	249.292	256.842
Total deuda financiera (largo plazo)	717.443	738.866	788.961	895.961	921.279
(=)Deuda financiera consolidada (corto plazo y largo plazo)	989.263	1.057.938	1.132.545	1.244.263	1.257.400
Patrimonio	94.936	100.986	107.320	107.881	107.756
Total pasivos y patrimonio	94.936	100.986	107.320	107.881	107.756

Figura: Total de Pasivos de Banco Santander Chile, cifras en miles de UF.

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados del Banco Santander Chile, disponible en Santander Accionistas – Investor Relations.

En base a la apertura realizada, se considera la siguiente clasificación de deuda financiera de corto plazo y deuda financiera de largo plazo, lo que nos da origen a la proporción de deuda de corto plazo y largo plazo indicada en la siguiente tabla.

Clasificación de deuda financiera en deuda corto plazo y largo plazo (Cifras en miles de UF)					
Proporción deuda	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	30-09-2016
Total deuda financiera (corto plazo)	271.820	319.072	343.585	348.303	336.120
Total deuda financiera (largo plazo)	717.443	738.866	788.961	895.961	921.279
Deuda financiera consolidada (corto plazo y largo plazo)	989.263	1.057.938	1.132.545	1.244.263	1.257.400
% Deuda corto plazo	27,5%	30,2%	30,3%	28,0%	26,7%
% Deuda largo plazo	72,5%	69,8%	69,7%	72,0%	73,3%

Figura: Resumen deuda financiera de Banco Santander Chile, cifras en miles de UF.

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros consolidados del Banco Santander Chile, disponible en Santander Accionistas – Investor Relations.

Anexo IV: Beta de la acción de Banco Santander Chile calculado por diferentes fuentes del mercado.

La primera gráfica contiene el beta patrimonial del Banco Santander calculado por bloomberg, como se observa en la imagen, en la sección Corporate Info, el cálculo de beta de la acción es de 1,04. El cálculo del beta realizado anteriormente en este capítulo IV de la tesis el cálculo por correlación lineal es 1,219.

La segunda gráfica contiene el beta patrimonial del Banco Santander calculado por bloomberg, como se observa en la imagen, el cálculo de beta de la acción es de 1,19.



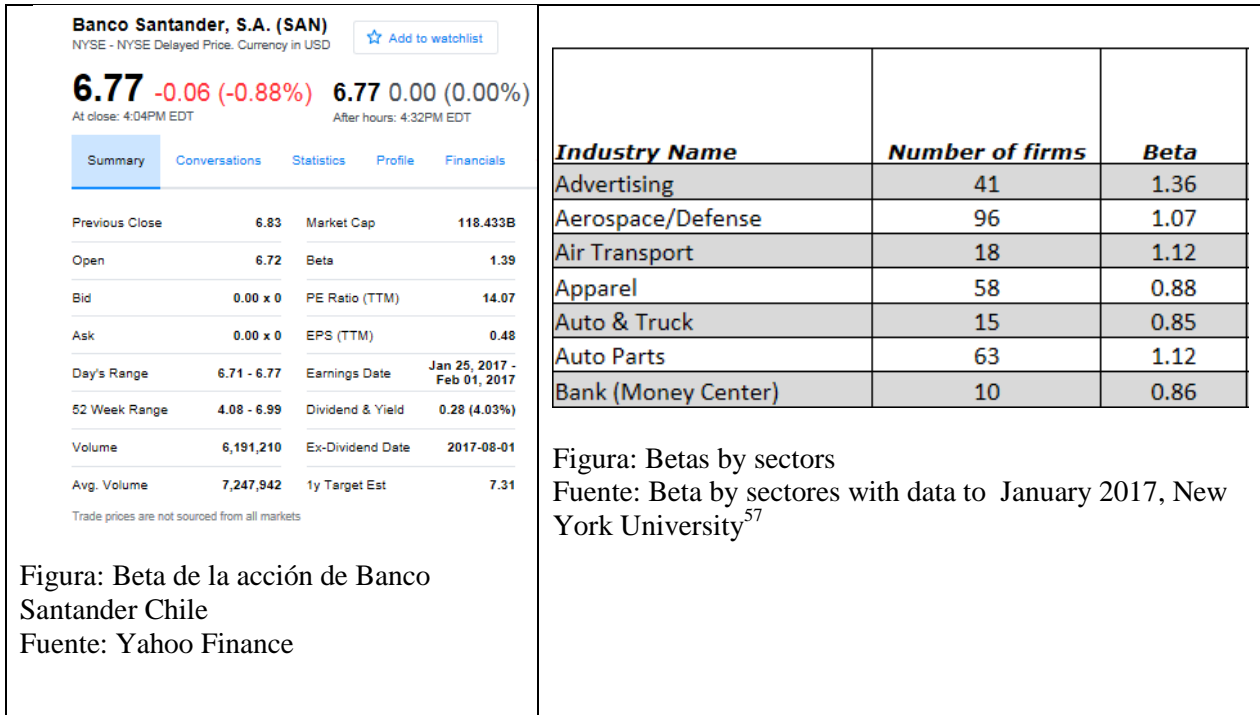
Figura: Beta de la acción de Banco Santander Chile
Fuente: Bloomberg



Figura: Beta de la acción de Banco Santander Chile
Fuente: Investing

La tercera gráfica contiene el cálculo del beta de la acción según yahoo Finance, el cual es de 1,39. El cálculo del beta realizado anteriormente en este capítulo IV de la tesis el cálculo por correlación lineal es 1,219.

Por último, la cuarta gráfica contiene el Beta calculado para un Banco en Estados Unidos según la literatura proporcionada por Damodaran.



⁵⁷, disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Anexo V: Implementación de Basilea III en Banco Santander Chile, evidencia empírica.

En consideración a que el Grupo Santander es regulado por diversas entidades europeas como el Banco de España y el Banco Central Europeo que tienen las funciones de banco central y de supervisión o la European Banking Authority (EBA) y el propio Comité de Basilea, y que, además Banco Santander Chile consolida su capital con los de la matriz europea, localmente el banco se ha adherido al “Proyecto Basilea Corporativo” que busca adaptarse a las exigencias del Marco de Capital Basilea III.

Las autoridades chilenas anunciaron que durante el año 2015 se presentará al Congreso un proyecto que modifica la Ley General de Bancos. Esto constituirá un paso concreto para avanzar hacia Basilea III, más allá del cumplimiento regulatorio, para integrar en la cultura de la organización los cambios en la gestión del capital y en la medición de los riesgos que trae el nuevo Marco de Capital Basilea III.

En relación al Pilar I del Acuerdo de Basilea III, que considera el capital mínimo exigido por el regulado para afrontar al menos los riesgos de riesgo de crédito, mercado y operacional, Banco Santander Chile ha puesto. En relación al anteriormente mencionado, y considerando pilar II de revisión supervisora de nivel de adecuación de capital y nivel III de pilar de información al mercado, Banco Santander Chile ha logrado avanzar de manera sólida en gestión de riesgos, especialmente en el riesgo de crédito implementando modelos de scorings, ratings y de decisión para gran parte de las carteras y haciendo una estimación de parámetros de riesgo para prácticamente todas las carteras de créditos, su estructura de gobierno corporativo se ha adaptado al más alto nivel trabajando en reporting institucional con la casa matriz trabajando en reportes de Comprehensive Assessment, Asset Quality Review, Stress Test, Risk Data Aggregation y Credit Risk Reports para efectos de preparar el informe de autoevaluación de capital de acuerdo a la adaptación de Basilea III.

Anexo VIII: Reporte de clasificación: Fitch Ratifica Clasificaciones de Banco Santander Chile



Fitch Ratifica Clasificaciones de Banco Santander Chile

Fitch Ratings - Santiago - (Noviembre 8, 2016): Fitch Ratings ratificó las clasificaciones nacionales e internacionales de Banco Santander Chile (BSC). El detalle de la acción de clasificación se presenta al final de este comunicado.

FACTORES CLAVE DE LAS CLASIFICACIONES

IDRs, VR, Bonos Senior, Soporte, Piso de Soporte y Clasificaciones Nacionales:

Las clasificaciones IDR (*issuer default rating*) y nacional de largo plazo de BSC se fundamentan en su clasificación de viabilidad de 'a+' y no contempla ningún soporte extraordinario de parte de su matriz aunque, en opinión de Fitch, es una subsidiaria estratégica de Banco Santander (España).

La clasificación de viabilidad (VR, por sus siglas en inglés) de BSC refleja su franquicia local sólida que lo posiciona como uno de los líderes en el mercado. A junio de 2016, BSC era el principal banco en Chile en préstamos y depósitos, con participaciones de mercado de 19,5% y 19,0%, respectivamente.

La clasificación de BSC también refleja el entorno operativo benigno en Chile, que sostiene su calidad de activos buena, rentabilidad robusta, fondeo diversificado y niveles de capital adecuados.

BSC ha mantenido un desempeño robusto y estable a través de los ciclos económicos, con un retorno sobre activos (ROA) operativo promedio de 1,9% entre 2011 y 2015. La rentabilidad del banco se mantuvo en niveles adecuados a pesar de la desaceleración de la economía, que implicó menor crecimiento de las colocaciones y una presión moderada en los márgenes. Fitch considera que BSC tiene una capacidad de generación de ingresos sólida y espera que su rentabilidad permanezca saludable, aunque en el largo plazo quizás se mantenga por debajo de sus niveles históricos debido a los costos de una regulación más pesada y probablemente menores márgenes por la fuerte competencia.

El manejo crediticio adecuado ha sustentado los ratios de calidad de activos de BSC. Dichos indicadores son apropiados y muestran una mejora sostenida desde 2012 dada la estrategia de concentrarse en segmentos de menor riesgo. A junio de 2016, los préstamos vencidos representaron 2,16% de los préstamos brutos promedio (3,17% en diciembre de 2012) y la cobertura con provisiones aumentó al 140,7%.

El fondeo de BSC es independiente de su matriz, en línea con las políticas del grupo Santander para sus subsidiarias y se beneficia de una base de depositantes estable y bien diversificada. El banco es activo en emisión de bonos locales e internacionales y cuenta con significativas líneas aprobadas de bancos locales y extranjeros. En los últimos años diversificó el fondeo del exterior por tipo de inversionista y geográficamente. Además, BSC cuenta con niveles de liquidez elevados.

Fitch considera que el nivel de capitalización de BSC es adecuado para su nivel de clasificación y compara bien con el de sus pares locales y regionales. A junio de 2016, contaba con un indicador de Capital Base según Fitch (Fitch Core Capital o FCC, por sus siglas en inglés) de 10,0%. Si bien este indicador es menor al de la mediana de sus pares latinoamericanos (11,5% a diciembre de 2015) y de los bancos comerciales con clasificación de viabilidad 'a+' (11,3%), esto es compensado por las normas de ponderación de activos más estrictas en Chile y por su saludable generación interna de capital. Según estimaciones del banco, el indicador de capital base según normas de Basilea III sería de 12% a septiembre de 2016.

Anexo IX: Reporte de clasificación: Fitch publica reporte especial sobre la revisión de los cuatro mayores bancos chilenos.

Fitch Ratings - Santiago - (Diciembre 19, 2016): Fitch Ratings publicó el reporte especial sobre la revisión de los cuatro mayores bancos chilenos, que incluyó a Banco Santander Chile (BSC), Banco de Chile (BCH), Banco del Estado de Chile (Banco Estado) y Banco de Crédito e Inversiones (BCI).

Esta revisión de pares de bancos chilenos comprende los cuatro mayores actores del sistema, que representaron, a junio de 2016, 64,9% de las colocaciones, excluidas las inversiones de la banca chilena en el exterior. Sus activos –entre USD55 mil millones y USD45 mil millones– están básicamente concentrados en el mercado doméstico.

En el marco de esta revisión, se afirmaron las clasificaciones de todas las entidades, considerando su posición competitiva dominante y el ambiente operativo estable, así como su calidad de activos y rentabilidad adecuadas. La Perspectiva de la clasificación Issuer Default Rating (IDR) y nacional de largo plazo de BCI se mantiene Positiva. La Perspectiva de la clasificación IDR de Banco Estado y BSC se revisó a Negativa desde Estable el 15 de diciembre de 2016 como consecuencia de la misma acción sobre la clasificación soberana anunciada por Fitch el 13 de diciembre pasado.

Desde 2014 la economía chilena ha atravesado por un período de crecimiento bajo, con una expansión del producto interno bruto (PIB) del 2% anual en promedio, que se tradujo en un crecimiento menor de las colocaciones. Pese a lo anterior, los mayores bancos chilenos han demostrado resultados consistentes a lo largo de los ciclos económicos, sorteando la volatilidad internacional, con niveles de rentabilidad, generación interna de capital y calidad de cartera más predecibles que sus pares regionales.

Los bancos chilenos mantienen una administración de riesgos sólida, provisionamiento adecuado, niveles de cartera vencida controlados y las normas estrictas del regulador local. Las concentraciones de cartera se ajustan a la realidad de un mercado pequeño, relativamente concentrado, donde estas entidades son clave en la cadena de financiamiento, pero sin llegar a niveles excesivos.

Fitch estima que los mayores bancos locales gozan de una administración de liquidez sólida, diversificación adecuada de fuentes de financiamiento y estable base de depósitos de clientes. Su participación de mercado elevada refleja una franquicia robusta y la confianza de los depositantes, incluso en períodos de estrés de los mercados financieros. Además, la profundidad del mercado de capitales doméstico les da acceso a abundante financiamiento de largo plazo.

En opinión de Fitch, los tres principales bancos privados tienen niveles adecuados de capital y lograrán alcanzar los requerimientos de capital mayores una vez que se adopten los estándares de Basilea III. Banco Estado probablemente necesitará un significativo aporte de capital para alcanzar los nuevos requerimientos. El sistema continúa desafiado por incrementar su capital base para sostener el crecimiento futuro en un contexto de rentabilidad menor y probablemente mayores requisitos bajo Basilea III. El reemplazo de instrumentos de capital complementario que actualmente no absorben pérdidas antes de que la entidad llegue a su punto de no viabilidad, será un factor determinante del análisis de Fitch.

Anexo X: Reporte de clasificación: Moody's asigna clasificación Aa3 a Banco



Rating Action: Moody's assigns Aa3 to Banco Santander-Chile's Swiss franc fixed rate senior notes

Global Credit Research - 17 Nov 2016

New York, November 17, 2016 -- Moody's Investors Service today assigned a long-term foreign currency senior unsecured debt rating of Aa3 to Banco Santander-Chile's (Santander) CHF125 million issuance of 8.5 year fixed-rate senior unsecured notes, maturing on 30 May 2025. The rating is under review for downgrade, in line with the review that was initiated on Santander's currently outstanding debt and deposit ratings on 25 August 2016.

The following rating was assigned to Santander's 8.5 year CHF125 million fixed-rate senior unsecured notes, due 30 May 2025: Long-term foreign currency senior unsecured debt rating: Aa3, on review for downgrade

RATINGS RATIONALE

Santander's ratings are on review for downgrade to consider the effects that Chile's decelerating economic growth and shifts in the regulatory, market and credit conditions may have on the bank's historically strong asset quality and robust core profitability. Both asset quality and earnings generation have historically been key strengths of the bank.

The ratings nevertheless continue to be supported by the bank's diversified revenue base, low operating costs, and deep access to inexpensive core deposit funding, as well as Moody's assessment of a very high probability of support from the Chilean government in case of need, given the bank's large deposit and loan franchise. The Chilean government's bond rating is Aa3, with a stable outlook.

However, these credit strengths are counterbalanced by the bank's moderate levels of tangible capitalization, low liquid assets, and high use of market funding relative to global peers.

During the review period, Moody's is evaluating the bank's ability to stem the increase in asset risk and sustain earnings generation within the country's less favorable operating environment, as well as its plans to boost capitalization to meet the proposed changes to the General Banking Law that will align Chilean norms to those of Basel III. Moody's is also evaluating how the bank will manage its funding and liquidity as competition heats up for more stable, retail deposits, and how this may affect funding costs following the introduction of Basel III liquidity minimum requirements.

Anexo XI: Reporte de clasificación: Moody's confirma clasificación de depósitos e índices de deuda de Banco Santander Chile y Banco de Chile.



Rating Action: Moody's confirms Banco Santander-Chile and Banco de Chile's deposit and debt ratings, and downgrades BCAs to a3

Global Credit Research - 12 Dec 2016

New York, December 12, 2016 -- Moody's Investors Service today confirmed the deposit and debt ratings of Banco Santander-Chile (Santander) and Banco de Chile and downgraded their respective baseline credit assessments (BCAs). Both banks' outlooks are stable. These actions conclude the reviews for possible downgrade that were initiated on both banks on 25 August 2016.

The following ratings for Santander have been confirmed: long-term global local and foreign currency deposit ratings at Aa3, long-term global local and foreign currency senior unsecured debt ratings at Aa3, and long-term foreign currency MTN program rating for senior unsecured notes at (P)Aa3. The following ratings for Banco de Chile have been confirmed: its long-term global local and foreign currency deposit ratings at Aa3, long-term foreign currency senior unsecured debt rating at Aa3, and long-term global local and foreign currency MTN program rating senior unsecured notes at (P)Aa3. Moody's also confirmed the long-term foreign currency counterparty risk assessment at Aa3(cr) assigned to both Santander and to Banco de Chile.

At the same time, Moody's downgraded Santander's BCA and adjusted BCA to a3, from a2. Moody's also downgraded Banco de Chile's BCA and adjusted BCA to a3, from a2, and the bank's global local and foreign currency MTN program rating for subordinated notes to (P)Baa1 from (P)A3. No subordinated issuances under Banco de Chile's MTN program are rated by Moody's.

A detailed list of affected ratings and assessments is provided below.

RATINGS RATIONALE

Notwithstanding the downgrades of the banks' BCAs, Moody's confirmed their deposit and senior unsecured debt ratings at Aa3 to reflect the very high probability that the banks' bondholders and depositors will receive government support in a situation of financial stress because of the banks' very large deposit and loan franchises and the material systemic consequences of an unsupported failure. The ratings now benefit from three notches of uplift from the banks' a3 BCAs and they remain at the same level as Moody's Aa3 government bond rating for Chile, with a stable outlook.

Moody's downgrade of the baseline credit assessments of Santander and Banco de Chile incorporates the increased risks to the banks' earnings and asset quality stemming from prospects of continued slowdown in Chile's economy and relevant market shifts that have changed the competitive landscape. Notwithstanding these challenges, the banks continue to be the most highly rated in Latin America because they benefit from Chile's still solid macro fundamentals and institutional framework, as well as diversified loan portfolios, solid risk management and leading market shares that continue to sustain ample margins.

Profitability has fallen since 2013 as a result of declining loan growth, introduction of lending rate caps and more stringent provisioning requirements in Chile. Going forward, the combination of lower policy rates and gradually increasing taxes until 2018, and an expected decrease in inflation, will limit banks' earnings generation capacity in Chile. Santander's net income to tangible assets decreased to 1.4% as of September 2016, from 1.8% as of year-end 2014, while Banco de Chile's declined to 1.8%, from 2.1%.

Although Santander and Banco de Chile continue to enjoy good access to stable, core funding, Moody's expects funding costs to increase going forward, as a result of the introduction of Basel III liquidity requirements. The banks will face stiff competition for retail deposits from each other and other large banks in the system, as well as from pension and mutual funds, which have traditionally attracted the bulk of savings in Chile. Despite the weaker earnings generation, both banks will remain highly profitable compared to global peers.

While the derisking strategies adopted by both banks have helped contain asset quality deterioration despite the deceleration in Chile's economy, they have limited capacity to expand these strategies without further impairing earnings generation. Chile's economic growth will remain subdued for the next several years because of low copper prices and a weakened labor market, coupled with low business and consumer confidence, all of which will negatively affect borrowers' repayment capacity over the coming years. Of particular concern is the asset risk in the banks' commercial portfolios, and specifically in industries related to mining, homebuilding, non-bank financial services and the fishing industry.

Banco de Chile's MTN program rating for subordinated notes, which is not likely to benefit from government support in Moody's view, was downgraded in line with the BCA. The sub debt is notched down from the BCA to reflect lower expected recovery in the event of a bank failure because of its lesser priority of claim. No subordinated issuances under Banco de Chile's MTN program are rated.

The stable outlook considers the banks' strong risk management and efficient operations that will allow the banks to maintain robust intrinsic financial fundamentals through the outlook period, despite the expected deterioration in profitability and asset quality.

Anexo XII: Reporte de clasificación: Moody's confirma clasificación de depósitos e índices de deuda de Banco Santander Chile y Banco de Chile.

FellerRate

Clasificadora
de Riesgo

	Ago. 2016	Ene. 2017
Solvencia	AAA	AAA
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Resumen financiero

En miles de millones de pesos cada período

	Dic.14	Dic. 15	Dic.16
Activos totales	29.920	33.930	36.511
Colocaciones totales netas	22.179	24.535	26.113
Pasivos exigibles	25.985	28.915	31.608
Patrimonio	2.643	2.765	2.898
Ingreso Operac. Total (IOT)	1.599	1.600	1.609
Provisiones netas	314	414	343
Gtos. de apoyo a la gestión	625	661	687

Result.	antes	Impto.	(RAI)
			6
02			5
27			5

82 Fuente: Información financiera elaborada por Feller Rate en base a reportes SBIF, a menos que se indique otra cosa.

Fundamentos

Las clasificaciones de Banco Santander-Chile (Santander Chile) se fundamentan en un perfil de negocios, una capacidad de generación y un fondeo y liquidez muy fuerte. El banco también tiene un fuerte perfil de riesgos, junto a un adecuado respaldo patrimonial.

Santander Chile tiene un sólido posicionamiento en todos los negocios y segmentos del sistema bancario, con una presencia importante en sectores retail (alrededor del 68% de sus colocaciones en personas y PYMEs). La institución es líder en la industria, con un 19% de las colocaciones totales (excluidas filiales en el exterior). Su estrategia considera un crecimiento selectivo en segmentos rentables y con un menor riesgo relativo, junto a una mejora en la vinculación con los clientes y en la calidad del servicio.

Los márgenes operacionales del banco son altos, beneficiados por la diversificación de los negocios y el acceso a fuentes de financiamiento de bajo costo. Con todo, en 2016 éstos exhibieron una leve tendencia decreciente debido al menor ritmo de expansión de las colocaciones -en línea con el comportamiento de la industria- y a la menor inflación del período (4,6% de ingreso operacional total sobre activos totales promedio).

Los niveles de gastos administrativos y por provisiones se mantienen controlados, destacando en 2016 la disminución del gasto por riesgo luego de que éste se incrementara al cierre de 2015 debido a los cambios normativos para la cartera hipotecaria, lo que permitió compensar el descenso del margen financiero. Así, al término de 2016 la rentabilidad del banco se mantenía elevada, con un resultado antes de impuesto sobre activos totales promedio de 1,6%, comparado con un 1,2% del sistema de bancos.

La entidad exhibe un buen control del riesgo de su cartera de créditos, con un gasto en provisiones moderado, pese a tener una exposición más alta que otros actores en

segmentos minoristas que pueden conllevar a un mayor riesgo relativo. El cambio de foco hacia clientes de mejor perfil crediticio iniciado en 2012 y el fortalecimiento de los modelos de provisiones, admisión y seguimiento significó una mejora en la calidad de la cartera. A diciembre de 2016, el portafolio con mora mayor a 90 días mantenía una tendencia favorable representando un 2,1% de las colocaciones totales, con una cobertura de provisiones de 1,5 veces (1,9% y 1,3 veces, respectivamente, para la industria).

La base de fondeo es altamente diversificada, con un importante componente de depósitos minoristas atomizados y acceso a los mercados de deuda tanto local como internacional. En 2016 el banco tomó ventaja de la coyuntura de tasas y de su fuerte posición de liquidez, para disminuir su costo de financiamiento y mejorar el calce de sus operaciones, especialmente para la cartera hipotecaria.

A noviembre de 2016, los índices de capital básico y patrimonio efectivo sobre activos ponderados por riesgo eran de 10,4% y 13,3%, respectivamente, y se ubicaban en el rango del promedio del sistema. La retención de un porcentaje de las utilidades (en niveles de 30% y 25% en los últimos dos años) ha permitido sostener la base de capital y acompañar adecuadamente el crecimiento.

Banco Santander-Chile es controlado por Banco Santander S.A. con un 67,2% de la propiedad. El banco local se beneficia del acceso a clientes globales, marco de gestión de riesgo y la plataforma operacional de su controlador.

La institución tiene una alta estabilidad en su perfil competitivo y capacidad de generación, junto a sanos ratios de calidad de cartera. Su adecuada gestión de liquidez y de capital debiera permitirle ajustarse, sin problemas, a los cambios normativos y regulatorios previstos. Esto, en un escenario económico menos expansivo.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- ↳ Líder en colocaciones totales de la industria.
- ↳ Base muy diversificada de ingresos y de fuentes

Riesgos

- ↳ Mantiene un énfasis en segmentos minoristas, con un perfil de riesgo superior al promedio, y

	Jun.2001	Dic. 2001	Abril. 2007	Nov. 2007	31 Ene. 13	31 May.13	30 Dic.14	30 Ene.15	29 Ene.16	29 Jul.16	31 Ene.17
Solvencia	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
DP hasta 1 año	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+	Nivel 1+
DP más de 1 año	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Letras de crédito	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Bonos /Línea de bonos	AA+	AA+	AA+	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Línea Bonos Hipot.	-	-	-	-	-	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Bonos sub. / Línea sub.	AA	AA	AA	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Acciones	1ª Clase N2	1ª Clase N2	1ª Clase N1	1ª Clase N1	1ª Clase N1	1ª Clase N1	1ª Clase N1	1ª Clase N1	1ª Clase N1	1ª Clase N1	1ª Clase N1

Títulos

TÍTULOS DE DEUDA

El banco emite títulos de deuda en el mercado local como depósitos a plazo en moneda nacional reajutable, no reajutable y moneda extranjera, letras de crédito, bonos, bonos hipotecarios y bonos subordinados. Todos los títulos son emitidos sin garantías adicionales a la solvencia del emisor. Dadas las condiciones de mercado y las características de estos instrumentos, presentan una buena liquidez.

ACCIONES

La clasificación de las acciones del banco en "Primera Clase Nivel 1" refleja una combinación entre su posición de solvencia y factores como la liquidez de los títulos, aspectos de gobiernos corporativos, de transparencia y de disponibilidad de información del emisor.

El patrimonio del banco está dividido en 188.446.126.794 acciones de serie única, sin preferencias de ningún tipo. Estos títulos tienen una buena liquidez, transándose en el mercado chileno y en NYSE (ADR), con una presencia bursátil de un 100% en los últimos 5 años. Al 31 de diciembre de 2016, la rotación de era de 9,16%.

El banco ha adoptado diversas medidas para promover un buen gobierno, manteniendo elevados estándares de gobierno corporativo. Su directorio está compuesto por 11 miembros, con mayoría independientes, que participan activamente en los comités más importantes de la entidad. Adicionalmente, el banco ha demostrado un compromiso con la transparencia de la información, y su disponibilidad para el público, a través de su departamento de relación con inversionistas. Publica reportes trimestrales de resultados detallados a través de su página web, realiza presentaciones al público a través de conference calls, y su actividad es monitoreada ampliamente por analistas locales e internacionales.

Resumen estados de situación financiera y de resultados

En millones de pesos de cada período

	Banco Santander-Chile					Sistema	
	Dic. 2012	Dic. 2013	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2015	Dic. 2016
Estado de situación							
Activos totales ⁽¹⁾	24.241.360	26.379.715	29.920.213	33.929.584	36.511.362	200.392.081	209.292.554
Fondos disponibles	1.250.414	1.571.811	1.608.888	2.064.806	2.279.389	14.200.203	14.742.610
Colocaciones totales netas ⁽²⁾	18.325.957	20.293.982	22.179.938	24.535.201	26.113.485	138.561.097	145.779.665
Provisiones por riesgo de crédito	550.122	608.291	700.768	754.679	820.139	3.408.947	3.776.742
Inversión en instrumentos no derivados	2.171.438	2.006.029	2.426.413	2.371.145	3.792.629	23.700.120	26.999.997
Inversión en instrumentos derivados	1.293.212	1.494.018	2.727.563	3.205.926	2.500.782	10.891.940	8.516.369
Pasivos exigibles	20.773.109	22.642.161	25.984.556	28.915.415	31.607.721	173.009.861	179.510.251
Depósitos vista netos	4.734.705	5.293.065	6.230.383	7.093.757	7.332.505	40.826.319	40.578.534
Depósitos a plazo	9.008.902	9.567.855	10.303.168	12.065.696	13.031.319	72.952.391	77.370.571
Letras de crédito	128.085	101.668	81.510	62.859	46.251	1.633.099	1.429.107
Bonos corrientes	3.717.214	4.261.256	4.977.686	5.149.217	6.520.456	27.542.211	31.947.703
Obligaciones con bancos	1.438.003	1.682.377	1.231.601	1.307.574	1.916.368	10.754.201	10.304.227
Obligaciones con bancos del país	0	500	66.006	0	365.436	807.024	1.183.810
Obligaciones con bancos del exterior	1.437.605	1.681.657	1.165.501	1.307.570	1.550.925	9.945.435	9.118.448
Obligaciones con el Banco Central	398	220	94	4	7	1.742	1.969
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	304.117	208.972	392.126	143.689	212.437	2.663.813	3.185.864
Obligaciones en instrumentos financieros derivados	1.146.161	1.300.109	2.561.384	2.862.606	2.292.161	10.556.256	8.218.517
Provisiones	220.993	236.232	310.592	329.118	308.982	2.553.756	2.477.501
Bonos subordinados	725.990	835.734	725.916	745.019	759.665	5.549.780	5.569.475
Patrimonio	2.169.925	2.354.182	2.642.979	2.764.880	2.898.047	15.412.496	17.802.959
Estado de resultados							
Ingreso operacional total	1.350.258	1.380.868	1.599.002	1.599.777	1.609.249	8.595.132	8.558.318
Ingreso (pérdida) por intereses y reajustes netos	1.042.734	1.076.762	1.317.104	1.255.206	1.281.366	6.152.502	6.207.199
Ingreso neto por comisiones netas	270.572	229.836	227.283	237.627	254.424	1.504.339	1.573.966
Utilidad (pérdida) de operaciones financieras neta	-64.079	-28.613	-151.323	-457.897	-367.034	46.441	575.456
Utilidad (pérdida) de cambio (neta)	146.378	144.726	272.212	603.396	507.392	929.849	365.962
Otros ingresos netos ⁽³⁾	-45.347	-41.843	-66.274	-38.555	-66.899	-37.999	-164.265
Gasto por provisiones de riesgo de crédito netas	366.702	364.031	374.431	413.694	343.286	1.634.424	1.623.171
Ingreso operacional neto	983.556	1.016.837	1.224.571	1.186.083	1.265.963	6.960.708	6.935.147
Gastos de apoyo a la gestión	540.136	557.853	624.873	661.229	687.139	4.280.783	4.508.463
Resultado operacional	443.420	458.984	599.698	524.854	578.824	2.679.925	2.426.684
Resultado antes de impuesto a la renta	443.687	538.528	601.863	527.442	581.836	2.704.535	2.457.536
Impuesto a la renta	-51.095	-94.467	-45.552	-75.301	-107.120	-517.405	-491.441
Utilidad consolidada del ejercicio	392.592	444.061	556.311	452.141	474.716	2.187.130	1.966.095

Fuente: Información financiera elaborada por Feller Rate sobre la base de reportes SBIF, a menos que se indique otra cosa. (1) No se consideran operaciones con liquidaciones en curso; (2) Créditos y cuentas por cobrar a clientes netos de provisiones; (3) Incluye otros ingresos operacionales y otros gastos operacionales.

Indicadores de rentabilidad, gastos operacionales y respaldo patrimonial

Banco Santander-Chile						Sistema	
	Dic. 2012	Dic. 2013	Dic. 2014	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2015	Dic. 2016
Márgenes y rentabilidad							
Ingresos netos intereses y reajustes / Activos totales ⁽¹⁾	4,3%	4,3%	4,7%	3,9%	3,7%	3,3%	3,1%
Ingresos netos comisiones / Activos totales	1,1%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
Otros ingresos operacionales netos / Activos totales	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,5%	0,4%
Utilidad (pérdida) operaciones financieras netas / Activos totales	-0,3%	-0,1%	-0,5%	-1,4%	-1,1%	0,0%	0,3%
Utilidad de cambio neta / Activos totales	0,6%	0,6%	1,0%	1,9%	1,5%	0,5%	0,2%
Ingresos operacional total / Activos totales	5,5%	5,5%	5,7%	5,0%	4,6%	4,6%	4,2%
Gasto por provisiones netas / Activos Totales	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,0%	0,9%	0,8%
Ingreso operacional neto / Activos totales	4,0%	4,0%	4,3%	3,7%	3,6%	3,7%	3,4%
Gastos apoyo / Activos totales	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,0%	2,3%	2,2%
Resultado operacional / Activos totales	1,8%	1,8%	2,1%	1,6%	1,7%	1,5%	1,2%
Resultado antes de impuesto / Activos totales	1,8%	2,1%	2,1%	1,6%	1,6%	1,5%	1,2%
Resultado antes de impuesto / Patrimonio ⁽²⁾	21,3%	24,2%	24,3%	19,8%	20,8%	18,3%	14,4%
Gastos operacionales							
Gastos de apoyo / Ingreso operacional total	40,0%	40,4%	39,1%	41,3%	42,7%	49,6%	52,7%
Gastos de apoyo / Ingreso operacional neto	54,9%	54,9%	51,0%	55,8%	54,3%	61,2%	65,0%
Gastos de personal / Activos totales	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,2%	1,2%
Gastos de administración / Activos totales	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,9%	0,9%
Respaldo patrimonial							
Endeudamiento económico (Pasivo exigible / Patr. Efectivo)	7,6 vc	7,5 vc	7,7 vc	8,2 vc	8,7 vc ⁽³⁾	8,6 vc	8,1 vc ⁽³⁾
Capital básico / Activos totales	7,7%	7,8%	7,9%	7,3%	7,3%	6,7%	7,6%
Capital básico / Activos Ponderados por riesgo de crédito	10,7%	10,7%	10,9%	10,3%	10,4%	9,4%	10,8%
Patr. Efectivo / Activos ponderados por riesgo de crédito	13,7%	13,8%	14,0%	13,4%	13,3%	12,6%	13,7%
Patr. Efectivo / Activos pond. riesgo de crédito y estimación riesgo de mercado	12,6%	12,6%	12,5%	12,0%	12,1%	11,7%	12,9%

(1) Índices sobre activos totales promedio; (2) Índices sobre patrimonio promedio; (3) Últimos índices de capital a noviembre de 2016.