



## **“Valoración de Banco Santander Chile”**

**Tesis de grado para optar al grado de  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Juan Carlos Barahona Chomalí  
Profesor Guía: Máximo Errázuriz**

**Santiago, Enero de 2020**

## **Dedicatoria**

Para mi suegra, por su amor, apoyo y confianza incondicional. Sé que siempre estarás con nosotros.

## **Agradecimientos**

Agradecer a mi familia, por su apoyo incondicional entregado en este largo proceso.

También muy especialmente a mi profesor guía, Máximo Errázuriz, por su constante dedicación, orientación y por sobre todo su compromiso.

¡Muchas Gracias!

## Tabla de Contenido

1. Introducción .....	10
1.1 Alcances .....	10
1.2 Metodología .....	10
1.2.1 Principales Métodos de Valoración .....	10
1.2.2 Modelo de descuento de dividendos .....	11
1.2.3 Método de Flujos de Caja Descontados .....	11
1.2.4 Método de múltiplos .....	14
1.2.5 Método de Flujos de Caja Descontado de los accionistas .....	15
1.2.6 Determinación de la tasa de descuento según Flujo de Caja .....	16
2. Descripción de la empresa e industria .....	17
2.1 Historia de la empresa .....	17
2.2 Modelo de negocios .....	17
2.3 Áreas de negocio .....	18
2.4 Estructura accionaria .....	20
2.5 Ficha de la empresa .....	21
2.6 Cifras relevantes .....	21
2.7 Análisis de la industria .....	21
2.8 Empresas comparables .....	24
3. Descripción del Financiamiento de la Empresa .....	28
4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa .....	32
5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa .....	33
5.1 Estimación del beta patrimonial .....	33
5.2 Costo de la deuda .....	34
5.3 Beta de la deuda .....	34
5.4 Beta patrimonial sin deuda .....	35
5.5 Beta patrimonial con deuda .....	35

5.6 Costo patrimonial (CAPM).....	36
5.7 Costo de capital promedio ponderado (WACC).....	36
6. Análisis Operacional del Negocio e Industria .....	37
6.1 Proyección de crecimiento de la industria bancaria.....	37
6.2 Proyección de colocaciones.....	39
6.3 Proyección de ingresos operacionales.....	39
7. Proyección de Estados Financieros .....	41
7.1 Proyección de Estado de Resultados.....	41
7.2 Proyección Balance .....	43
7.3 Razones financieras Banco Santander Chile e Industria.....	45
7.4 Razones financieras proyectadas .....	45
8. Proyección Flujos de Caja de los Accionistas .....	47
8.1 Definiciones .....	47
8.2 Requerimiento de capital regulatorio.....	47
8.3 Resultado de las proyecciones .....	49
9. Valoración Económica por Flujos de Caja Descontados de los Accionistas .....	50
10. Valoración por Múltiplos .....	51
11. Conclusiones .....	52
12. Bibliografía.....	53
13. Anexos.....	54
13.1 Construcción del modelo de valorización .....	54
13.2 Recopilación Actualizada de Normas (R.A.N 12-1) .....	58
13.3 Detalle de bonos vigentes.....	61

## Índice de tablas

Tabla N°1: Flujos y tasas de descuento .....	16
Tabla N°2: Ficha Banco Santander Chile .....	21
Tabla N°3: Cifras relevantes Banco Santander Chile .....	21
Tabla N°4: Ficha Banco de Chile .....	24
Tabla N°5: Ficha Banco BCI.....	25
Tabla N°6: Ficha Banco Itaú – Corpbanca.....	26
Tabla N°7: Principales variables comparativas.....	27
Tabla N°8: Balance Consolidado .....	28
Tabla N°9: Deuda Financiera .....	29
Tabla N°10: Instrumentos de deuda emitidos.....	29
Tabla N°11: Plazo al vencimiento letras hipotecarias.....	30
Tabla N°12: Plazo al vencimiento bonos corrientes.....	30
Tabla N°13: Bonos colocados al 30 de junio de 2019 .....	30
Tabla N°14: Plazo al vencimiento de bonos colocados .....	31
Tabla N°15: Detalle Bonos hipotecarios.....	31
Tabla N°16: Detalle Bonos subordinados .....	31
Tabla N°17: Patrimonio Económico .....	32
Tabla N°18: Valor Económico.....	32
Tabla N°19: Estructura de capital histórica.....	32
Tabla N°20: Estructura de capital objetivo.....	32
Tabla N°21: Resultados estimación beta de la acción.....	33
Tabla N°22: Detalle bono subordinado de referencia .....	34
Tabla N°23: Market Share industria bancaria.....	37
Tabla N°24: Variación PIB y colocaciones.....	37
Tabla N°25: Resultados estimación elasticidad PIB/Colocaciones.....	38

Tabla N°26: Proyección PIB y crecimiento colocaciones .....	39
Tabla N°27: Proyección de colocaciones.....	39
Tabla N°28: Proyección ingresos operacionales .....	39
Tabla N°29: Tasa de colocación y TPM histórica .....	39
Tabla N°30: Tasa de colocación e ingresos por intereses proyectados.....	40
Tabla N°31: Distribución de ingresos históricos.....	40
Tabla N°32: Ingresos por intereses y comisiones proyectados.....	40
Tabla N°33: Estructura del Estado de Resultados.....	41
Tabla N°34: Estado de Resultado proyectado .....	42
Tabla N°35: Estructura del Balance .....	43
Tabla N°36: Balance proyectado.....	44
Tabla N°37: Razones financieras Banco Santander e Industria .....	45
Tabla N°38: Razones financieras Banco Santander proyectadas .....	46
Tabla N°39: Adecuación consolidada de capital.....	48
Tabla N°40: Indicador regulatorio de solvencia y endeudamiento.....	48
Tabla N°41: Indicador regulatorio de solvencia y endeudamiento proyectado.....	49
Tabla N°42: Aumentos de capital proyectados.....	49
Tabla N°43: Flujo de caja de los accionistas.....	49
Tabla N°44: Resultado valoración económica por flujo de caja.....	50
Tabla N°45: Información participantes de la industria.....	51
Tabla N°46: Resultado valoración por múltiplos.....	51

## Resumen Ejecutivo

Mediante el siguiente informe, se presentarán los resultados de la valoración económica de Banco Santander Chile al 30 de junio de 2019, utilizando la metodología de valoración llamada Flujo de Caja Descontado de los Accionistas y el método de múltiplos.

Producto de la particularidad de las empresas que se desarrollan en el mercado financiero y en específico Bancos, estas deben valorizarse mediante las metodologías anteriormente descritas y utilizando como tasa de descuento la tasa de costo de capital  $K_p$ , calculada mediante CAPM (Capital Asset Pricing Model), por lo que en este caso no se utilizara la tasa de descuento WACC (Weighted Average Cost of Capital).

El Flujo de Caja de los accionistas, se construyo utilizando la información de los Estados Financieros públicos de Banco Santander Chile, desde el 31 de diciembre de 2015 hasta el 30 de junio de 2019. Lo anterior, de la mano de el análisis de cifras macroeconómicas y de la industria bancaria, producto se que se proyectaron los ingresos en función de la elasticidad PIB / Colocaciones, que determinan los ingresos operacionales de la empresa. Posterior a los pasos previamente descritos, se construye el Flujo de Caja de los accionistas mediante la utilidad menos los aumentos de capital realizado en cada periodo hasta el año 2023.

Para estimar la tasa de descuento mediante el modelo CAPM, se utilizo la tasa de libre de riesgo de 1,06% representada por un BCU-30 y un premio por riesgo de mercado (PRM) de 6,96%. En cuanto al beta patrimonial, se estimó mediante el modelo de mercado, utilizando dos años de retornos semanales con un 5% de significancia, siendo los resultados estadísticamente significativos. Con lo anterior, se obtuvo una tasa de descuento ( $K_p$ ) de 7,23%.

Finalmente, se obtuvo un valor patrimonial al 30 de junio de 2019 de 370.137 en miles de UF, equivalente a un valor de 54,8 CLP por acción, valor que es un 8,5% superior al precio real de la acción a esa fecha de 50,5 CLP.

Respecto a los resultados obtenidos mediante el método de múltiplos (principalmente Precio/Utilidad), se obtuvo un valor patrimonial de 405.765 en miles de UF, equivalente a un valor de 60,1 CLP por acción, valor que es un 19,0% superior al precio real de la acción.

Con lo anterior, se puede establecer que el valor de mercado de la acción de Banco Santander Chile estimado al 30 de junio de 2019, se encuentra dentro de los rangos transados en el mercado, y mediante ambos métodos levemente inferior, por lo que se podría realizar una recomendación de inversión en acciones de Banco Santander Chile.

<b>Resumen valoración Banco Santander Chile</b>	<b>Unidad</b>	<b>Valor</b>
Patrimonio Bursátil	Miles de UF	341.054
Valor acción al 30 de junio de 2019	CLP	50,5
Valor patrimonial por Flujo de Caja de los Accionistas	Miles de UF	370.137
Valor acción por Flujo de Caja de los Accionistas	CLP	54,8
Valor patrimonial por Múltiplos	Miles de UF	405.765
Valor acción por Múltiplos	CLP	60,1

# 1. Introducción

## 1.1 Alcances

En el presente proyecto, se pretende valorizar mediante distintas metodologías detalladas en los siguientes capítulos la empresa Banco Santander Chile.

Para el desarrollo de lo anterior, se procederá a realizar un estudio de la empresa y la industria, junto con detallar los distintos pasos de la construcción del modelo de valorización, para posteriormente analizar los resultados y contrastarlo con el patrimonio bursátil de la compañía.

## 1.2 Metodología

### 1.2.1 Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero 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 fondos<sup>1</sup>. 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 comparables<sup>2</sup>.

Nos 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.

---

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

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

### 1.2.2 Modelo de descuento de dividendos

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

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

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

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

Donde:

DPA= Dividendo por acción

K<sub>p</sub>= rentabilidad exigida a las acciones.

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

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

Donde DPA<sub>1</sub> son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

### 1.2.3 Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro

---

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

método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.<sup>4</sup>

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, éste valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

---

<sup>4</sup> Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

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

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

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

### 1.2.4 Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación algunos de ellos<sup>5</sup>:

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

---

<sup>5</sup> Maqueira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.

riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio.

Múltiplos de Valor Libro:

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

Múltiplos de Ventas:

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

Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m<sup>2</sup> construido en retail)

### 1.2.5 Método de Flujos de Caja Descuento de los accionistas

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

$$\text{Flujo de caja de los accionistas (FCA)} = \text{Utilidad} - \text{aumentos de capital}$$

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

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

Donde:

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

VT: Valor terminal de la empresa en el año n

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

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

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

Finalmente, el valor de la acción se determinará cómo:

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

### 1.2.6 Determinación de la tasa de descuento según Flujo de Caja

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

Tabla N°1: Flujos y tasas de descuento

Tipo de flujo	Tasa de descuento
Flujo de caja de los accionistas	Kp: Rentabilidad exigida a los accionistas
Flujo de caja de la deuda	Kd: Rentabilidad exigida a la deuda
Flujo de caja libre	WACC: Costo promedio ponderado de los recursos

Fuente: *Métodos de valoración de empresas, documento de investigación DI-771, IESE Business School*

## 2. Descripción de la empresa e industria

### 2.1 Historia de la empresa

El Banco Santander Chile, es una filial del Banco Santander España, uno de los mayores grupos financieros del mundo. La filial chilena del grupo fue fundada el 23 de octubre de 1978, posteriormente en 1982 adquirió el Banco Español Chile, lo que fue el inicio de un proceso de expansión de sus operaciones dentro del país, adquiriendo el nombre de dicho banco hasta 1989, fecha en que recuperó el nombre de Banco Santander.

En el año 2000 se incorporó al Grupo el Banco Santiago, de esta manera se consolidó la posición del grupo como primera franquicia financiera en Latinoamérica, para luego dos años después adquirir el 35% de las acciones de Banco Santiago, que se encontraban bajo control del Banco Central de Chile, esto generó que el grupo controlara el 79% de la propiedad que en el futuro generaría la fusión de ambas entidades, resultando en el nuevo Banco Santander Chile, una de las instituciones más importantes y rentables en América Latina.

Actualmente es el banco más grande del país, con más 370 sucursales en todo el territorio nacional, 42.000.000 MM CLP en activos y utilidad anual aproximada de 600.000 MM CLP<sup>6</sup>, siendo sus principales competidores Banco de Chile, BCI, el recién fusionado Scotiabank e Itaú Corpbanca.

### 2.2 Modelo de negocios

El Banco Santander define su modelo de negocios como uno centrado en el cliente, lo que le permite cumplir con la misión de contribuir al progreso de las personas<sup>7</sup>.

El modelo se basa en seis pilares fundamentales:

1. Parte del grupo Santander: Banco Santander Chile es parte del Grupo Santander, su principal accionista, por lo que sus lineamientos se encuentran basados en un marco regulatorio robusto que tiene límites estrictos en operaciones con entidades relacionadas, y un sólido gobierno corporativo.

---

<sup>6</sup> Información pública en base a las publicaciones de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

<sup>7</sup> Información corporativa Banco Santander Chile ([www.santander.cl](http://www.santander.cl))

2. Un banco universal: Atiende las necesidades de todo tipo de clientes, es decir, personas con niveles de ingreso diferentes, empresas con distintos tamaños, corporaciones e instituciones públicas. Su cartera de préstamos está ampliamente diversificada en múltiples sectores de la economía, enfocándose en vivienda y consumo. Lo anterior sumado a una gran gama de productos y una amplia red de distribución.
3. Foco en banca de clientes: Basa su actividad en Banca Comercial, que genera alrededor del 65% del resultado operacional neto. Es un banco con alta presencia en el segmento retail y que lidera el mercado en créditos de consumo e hipotecarios. Encabeza el ranking en número de cuentas corrientes, tarjetas bancarias y depósitos.
4. El mejor equipo humano: Con más de 11.000 colaboradores, el banco busca contribuir al progreso de las personas y de las empresas, donde el recurso humano asegura la sostenibilidad de la empresa a través de un clima interno con elevados niveles de satisfacción, una alta tasa de promoción y una amplia cobertura en formación.
5. Asignación eficiente de los recursos: En constante búsqueda para realizar una asignación óptima de los recursos para satisfacer las necesidades de los clientes, a través de una organización simple.
6. Fortaleza de balance y prudencia en riesgos: Perfil de riesgos medio-bajo y predecible de todos los riesgos que enfrenta. Se distingue por su diversificación de fondos, una sólida base de capital, un balance comercial bien financiado y alta rentabilidad. Cuenta con un avanzado modelo de riesgos y principios de gestión prudentes.

### **2.3 Áreas de negocio**

Banca Comercial: La estrategia de esta división es mantener al cliente como centro de su oferta, poniendo mayor énfasis en los ingresos libres de riesgos y en la gestión de gastos. La Banca Comercial representa alrededor del 46% de los ingresos netos del Banco y cuenta con una oferta de valor diferenciada para los segmentos de Individuos y Pymes. El primero abarca personas de rentas altas, medias y masivas. Pymes atiende a empresas pequeñas y medianas con ventas inferiores a \$1.200 millones anuales. Para establecer con los clientes una relación transaccional de largo plazo ha estructurado una variedad de productos y servicios como préstamos de consumo e hipotecarios, tarjetas de crédito y débito, cuentas corrientes y vista, productos de

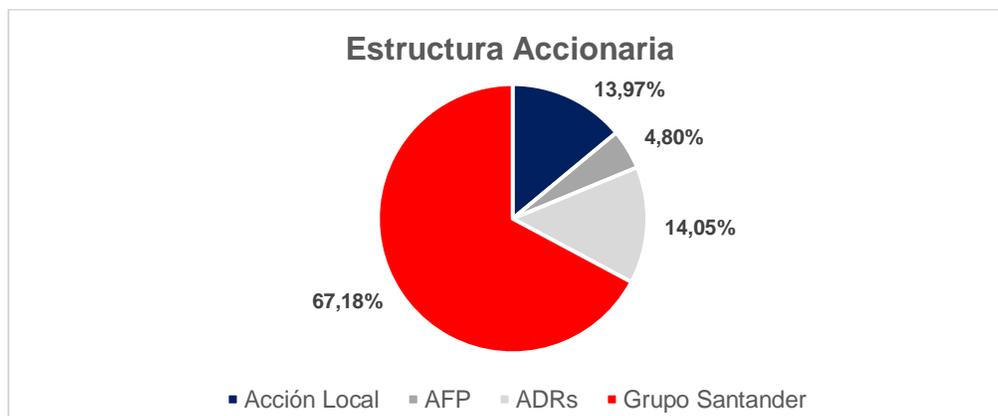
ahorro e inversión y seguros. Además, ofrece préstamos especializados para capital de trabajo y comercio exterior, créditos con garantía estatal, leasing y factoring.

Banca Empresas e Instituciones: Esta división reúne a los clientes de empresas medianas con ventas anuales entre \$1.200 y \$10.000 MM CLP, grandes empresas con ventas sobre \$10.000 MM CLP e inmobiliarias que incluye a todas las compañías del rubro que realizan proyectos para vender a terceros, así como a las constructoras con ventas anuales superiores a \$800 MM CLP. También, atiende al segmento instituciones, que corresponde a organizaciones como universidades y organismos gubernamentales. Oferta una amplia variedad de productos, incluyendo préstamos comerciales, leasing, factoring, comercio exterior e hipotecarios, tarjetas de crédito, cuentas corrientes, servicios transaccionales y de tesorería, consultoría financiera y banca de inversión, productos de ahorro e inversión y seguros.

Santander Global Banking & Markets: Orientada al negocio de la banca de inversión, Corporate & Investment Banking, su objetivo es ofrecer un asesoramiento integral a clientes corporativos e institucionales que requieren servicios a medida o productos mayoristas de alto valor añadido. Está presente en 22 países donde atiende todas las necesidades de financiación, inversión y cobertura de riesgos de clientes institucionales y corporativos chilenos con operaciones en el extranjero o bien de clientes extranjeros con operaciones en Chile.

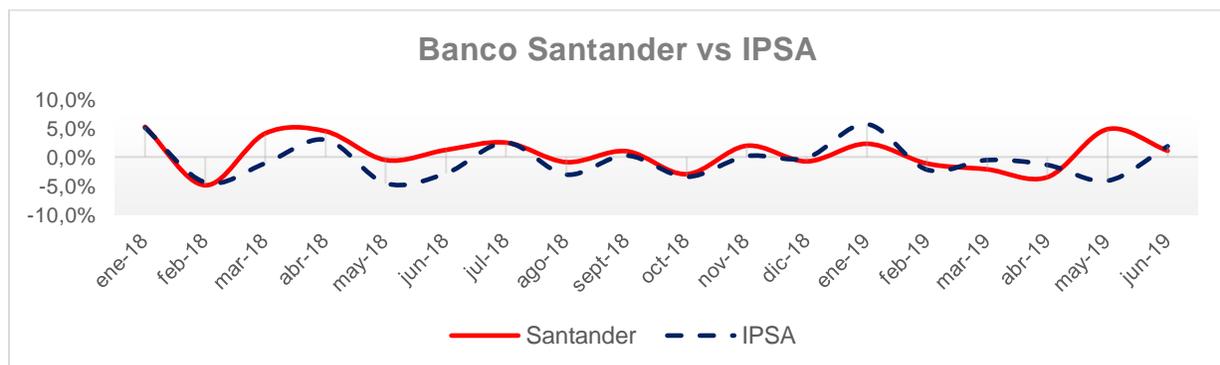
## 2.4 Estructura accionaria

El capital básico del Banco Santander Chile al 31 de junio de 2019 se encuentra representado por un total de 188.446.126.794 acciones de serie única, es decir, no existe series preferentes de ningún tipo. Las acciones se transan en la Bolsa de Comercio de Santiago y en el New York Stock Exchange (NYSE) como ADRs (American Depositary Receipts). El principal accionista es Grupo Santander, que controla un 67,18% de la propiedad a través de las sociedades Santander Chile Holding S.A. y Teatinos Siglo XXI Ltda. El resto de los accionistas incluye a las Administradoras de Fondos de Pensión (AFP) y a otros accionistas minoritarios. Entre estos últimos se incluyen a inversionistas que son tenedores de ADRs, lo que se detalla a continuación:



Fuente: Elaboración propia a partir de Memoria financiera Banco Santander, diciembre 2018

Durante el año 2018, las acciones de Santander Chile aumentaron 7,3% su precio, creando valor para los accionistas, lo que sumado al dividendo pagado durante el año (pay-out 75%), generó un retorno total percibido por los accionistas de 12,0%. En términos de valorización, el Banco se encuentra dentro de los más valorados, transándose a una relación P/BV de 3,0x.



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

## 2.5 Ficha de la empresa

Tabla N°2: Ficha Banco Santander Chile

Ficha de Banco Santander Chile	
Razón Social	Banco Santander-Chile
Rut	97.036.000-K
Nemotécnico	BSANTANDER
Industria	Bancaria
Regulación	Ley General de Bancos / Comisión para el Mercado Financiero
Tipo de operación	Actividades Bancarias
Filiales	Santander Corredora de Seguros Ltda. Santander S.A. AG De Valores Soc. Interbancaria de Depósito de Valores S.A. Santander Investment S.A. Corredores de Bolsa Santander S.A.Soc. Securitizadora
Mayores accionistas	Grupo Santander (67,18%), mediante Santander Chile Holding S.A. (35,5%) y Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A. (31,7%)

## 2.6 Cifras relevantes

Tabla N°3: Cifras relevantes Banco Santander Chile

Cifras relevantes Banco Santander Chile <sup>8</sup>	
Clientes	3,5 millones
Cuentas corrientes	1.021.280
Colaboradores	11.305
Sucursales y ATM's	380 y 910 respectivamente
Activos Totales	42.031.951 MM CLP
Patrimonio	3.331.446 MM CLP
Clasificación Solvencia	A

## 2.7 Análisis de la industria

La industria bancaria tiene como fin, captar dinero del público con el objeto de darlo en préstamo, descontar documentos, realizar inversiones, proceder a la intermediación financiera y hacer rentar ese capital. En Chile está compuesta por 18 bancos, algunos establecidos y otros operando en el país. De este grupo de bancos, hay 13 que se consideran “establecidos”, que son el Banco de Chile, Banco Internacional, Scotiabank Chile, BCI, Banco Bice, HSBC Bank, Banco Santander-Chile, Itaú-Corpbanca, Banco Security, Banco Falabella, Banco Ripley, Banco Consorcio y Banco BTG Pactual y 4 sucursales de bancos extranjeros, que son el Banco do Brasil S.A., JP Morgan Chase Bank, China Construction Bank y Bank Of China.

Finalmente, existe un Banco Estatal, que es el Banco del Estado de Chile y el Banco Central de Chile, este último no es fiscalizado por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y que es un organismo autónomo que tiene como objetivo velar por la estabilidad de la moneda,

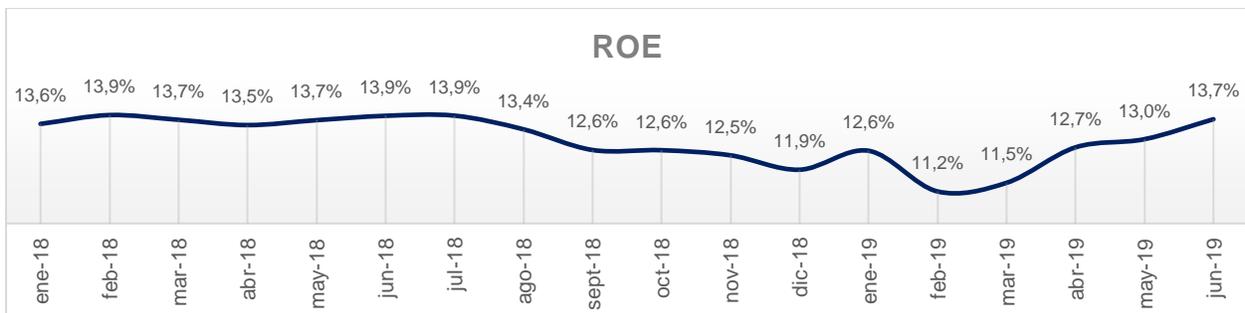
<sup>8</sup> Información a junio de 2019, en base a información pública de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) – Fichas Bancarias

manteniendo la inflación baja y estable en el tiempo, promoviendo la estabilidad y eficacia del sistema financieros, para velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

El sistema bancario tiene un total de activos de 370.000 MM USD aproximadamente y genera utilidades anuales de 3.380 MM USD, por lo que se caracteriza por su alta rentabilidad y leverage, como parte del negocio de captación y colocación de flujos de efectivo.

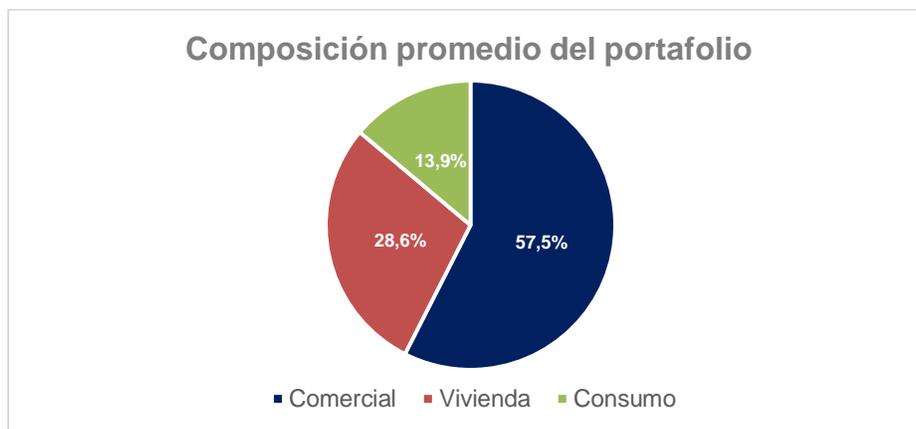


Fuente: Elaboración propia a partir de información pública de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)



Fuente: Elaboración propia a partir de información pública de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

A nivel sistema, el portafolio de créditos explica aproximadamente el 70% del total de activos, y que se encuentra compuesto por un mix promedio desde enero de 2018 a junio de 2019 como:



Fuente: Elaboración propia a partir de información pública de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Lo anterior, acompañado de un crecimiento sostenido en los últimos años, como se detalla en el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia a partir de información pública de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

Actualmente, existe una leve desaceleración que ha impactado en el crecimiento del portafolio de créditos de la banca, en particular a junio de 2019, las colocaciones se incrementaron en 7,0% en los últimos doce meses, menor al 9,43% registrado a mayo de 2019. Esto se explica principalmente por una menor expansión en créditos comerciales y de personas, esto debido a una desaceleración de los préstamos en el país y menor crecimiento en préstamos de consumo y vivienda, no obstante, durante junio las utilidades de la banca alcanzaron los 2.000 MM USD aproximadamente, con una variación de los últimos doce meses de 8,25%. Estas mayores utilidades se explican por un crecimiento en el margen de intereses (spread) y menor gasto en provisiones.

A pesar de lo anterior, en cuanto al resultado de operaciones financieras (ROF), este disminuyó por lo que fue compensado por los mejores resultados originados por spread de colocaciones, lo que se tradujo en un ROE (sobre patrimonio promedio) a junio de 2019 de 13,7% y un ROA (sobre activos promedio) de 1,1%:



Fuente: Elaboración propia a partir de información pública de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF)

## 2.8 Empresas comparables

En cuanto a las empresas comparables, se seleccionó Banco de Chile, BCI e Itaú Corpbanca, esto ya que en su conjunto explican el 59,8% del total de activos del sistema, y el 65,2% de las utilidades a junio de 2019.

Tabla N°4: Ficha Banco de Chile

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

El Banco de Chile fue fundado en 1893, siendo de los principales líderes de la industria bancaria, destacándose por su amplia gama de productos y servicios de crédito y no crediticios. Actualmente el banco cotiza en bolsas locales como en la Bolsa de Nueva York, y realiza sus servicios mediante cuatro segmentos de negocios:

- Banca Minorista
- Banca Mayorista
- Tesorería
- Filiales

Las operaciones se organizan en torno a seis principales divisiones comerciales, que son operaciones de grandes corporaciones, de pequeñas y medianas empresas, mercado de personas, mercado de consumo, actividades bancarias internacionales y operaciones del mercado de valores.

Tabla N°5: Ficha Banco BCI

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

El Banco fue fundado en 1937 por Juan Yarur Lolas y un grupo de emprendedores, con el fin de apoyar a las pequeñas y medianas empresas de Chile. Durante toda su historia, el banco se ha caracterizado por la innovación en sus servicios y por el uso de la tecnología.

Hoy BCI es uno de los bancos más importantes del país, con numerosas sociedades filiales que complementan y apoyan su giro, con más de 300 puntos de contacto en el país, oficinas en el extranjero, miles de clientes provenientes de diferentes mercados, con alrededor de 10.500 colaboradores que responsablemente ayudan a mantener el Banco como uno de los principales actores del concierto bancario nacional, y con el control accionario en manos de las mismas raíces familiares que han conducido la empresa desde su nacimiento.

El Banco apunta a satisfacer y resolver las necesidades financieras de personas y empresas, ofreciendo una amplia gama de productos y servicios bancarios, buscando constantemente mejoras en sus operaciones, productos y servicios, con procesos de alta eficiencia operacional y excelencia en la calidad, de innovación tecnológica, prudentes políticas de administración de riesgos y exigentes estándares éticos.

Tabla N°6: Ficha Banco Itaú – Corpbanca

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

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

Modelo Gestión de Itaú:

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

Transformación Digital:

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

Crecimiento Comercial en Minorista:

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

Satisfacción del Cliente:

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

A continuación, se presenta una tabla comparativa de las principales variables analizadas en la industria bancaria para medir los resultados obtenidos por los bancos a junio de 2019:

Tabla N°7: Principales variables comparativas

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	ITCB	Sistema
NIM	4,6%	4,8%	4,3%	3,9%	4,7%
Comisiones	0,9%	1,6%	1,1%	0,8%	1,2%
Costo de crédito	1,0%	1,1%	1,3%	1,0%	1,2%
Eficiencia	43,3%	46,0%	50,1%	64,4%	49,1%
Utilidades FYF'19	21.264	21.049	16.586	5.796	99.156

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	ITCB	Sistema
Activos	1.506.343	1.335.135	1.544.283	1.118.210	9.200.829
Pasivos	1.386.951	1.213.549	1.416.079	989.037	8.437.721
Patrimonio	119.393	121.586	128.203	129.173	763.108
Apalancamiento	11,6	10,0	11,0	7,7	11,1

Rentabilidad	Santander	B.Chile	BCI	ITCB	Sistema
ROA	1,5%	1,6%	1,1%	0,5%	1,1%
ROE	18,6%	17,9%	14,4%	4,6%	13,7%

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	ITCB	Sistema
Mix Colocaciones <sup>(1)</sup>	1.114.073	1.033.348	819.278	601.304	6.047.052
<i>Comercial</i>	553.317	567.644	465.242	393.923	3.330.593
<i>Vivienda</i>	381.953	306.020	220.016	141.231	1.804.074
<i>Consumo</i>	178.803	159.684	134.020	66.150	912.385
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<i>Comercial</i>	49,7%	54,9%	56,8%	65,5%	55,1%
<i>Vivienda</i>	34,3%	29,6%	26,9%	23,5%	29,8%
<i>Consumo</i>	16,0%	15,5%	16,4%	11,0%	15,1%
Market Share	19,2%	17,9%	13,1%	9,9%	100,0%

<sup>(1)</sup> Considera colocaciones en Chile

Cifras en miles de UF	Santander	B.Chile	BCI	ITCB	Sistema
Patrimonio Efectivo	148.274	150.868	155.248	123.678	925.800
APR	1.129.331	1.102.987	1.207.045	854.340	6.988.033
<b>Í. Reg. De Solvencia (IRS)</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,7%</b>	<b>12,9%</b>	<b>14,5%</b>	<b>13,3%</b>

Mediante el análisis de las principales variables comparativas de la industria bancaria, podemos destacar la participación de Banco Santander Chile de 19,2%, siendo esta, la más relevante en el mercado, con un mix de colocaciones equilibrado, y con el ROE más alto de la plaza. Sumado a eso, cuenta con índices de eficiencia bajo el sistema y un nivel de apalancamiento y solvencia dentro de los márgenes permitidos por el regulador.

### 3. Descripción del Financiamiento de la Empresa

Tabla N°8: Balance Consolidado

<b>Cifras en miles de UF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>jun-19</b>
<b>Activos</b>	<b>1.352.140</b>	<b>1.404.534</b>	<b>1.336.073</b>	<b>1.421.957</b>	<b>1.506.343</b>
Efectivo y depósitos en bancos	80.565	86.511	54.217	74.928	69.513
Operaciones con liquidación en curso	28.269	18.798	24.933	12.833	18.349
Instrumentos para negociación	12.652	15.067	18.126	2.795	5.848
Contratos de retrocompra	96	256	-	-	-
Contratos de derivados financieros	125.089	94.914	83.537	112.481	150.373
Adeudado por bancos	424	10.347	6.068	547	308
Colocaciones comerciales	519.970	526.320	519.015	552.847	553.317
Colocaciones para vivienda	304.843	327.135	339.460	368.246	381.953
Colocaciones de consumo	161.952	168.772	170.075	176.896	178.803
Provisiones constituidas	(29.446)	(31.127)	(30.438)	(28.897)	(28.574)
Instrumentos para la venta (AFS)	79.769	128.621	96.072	86.858	103.867
Instrumentos hasta el vencimiento	-	-	-	-	-
Inversiones en sociedades	792	903	1.029	1.171	354
Intangibles	1.995	2.205	2.359	2.428	2.271
Activo fijo	9.390	9.768	9.051	9.199	7.101
Impuestos corrientes	-	-	-	-	-
Impuestos diferidos	12.943	14.145	14.389	13.892	14.033
Otros activos	42.835	31.900	28.180	35.732	41.802
<b>Pasivos</b>	<b>1.244.259</b>	<b>1.294.543</b>	<b>1.220.093</b>	<b>1.302.761</b>	<b>1.386.951</b>
Depósitos a la vista	287.022	286.144	289.877	317.111	319.303
Operaciones con liquidación en curso	18.033	10.949	18.163	5.915	14.064
Contratos de retrocompra	5.606	8.063	10.003	1.761	4.791
Depósitos a plazo	475.349	499.154	444.581	474.059	470.285
Contratos de derivados financieros	111.694	86.996	79.837	91.335	137.259
Obligaciones con bancos	51.019	72.733	63.376	64.886	65.774
Instrumentos de deuda emitidos	232.435	278.062	264.707	294.395	320.237
Otras obligaciones financieras	8.605	9.109	9.032	7.814	7.523
Impuestos corrientes	694	1.112	240	294	168
Impuestos diferidos	152	292	361	558	1.407
Provisiones	12.842	11.727	12.103	11.969	7.598
Otros pasivos	40.808	30.203	27.814	32.664	33.110
<b>Patrimonio</b>	<b>107.881</b>	<b>109.991</b>	<b>115.981</b>	<b>119.195</b>	<b>119.393</b>
Patrimonio de los propietarios	106.703	108.878	114.418	117.521	117.723
Interés no controlador	1.178	1.114	1.563	1.675	1.670
<b>Total Pasivos + Patrimonio</b>	<b>1.352.140</b>	<b>1.404.534</b>	<b>1.336.073</b>	<b>1.421.957</b>	<b>1.506.343</b>

Fuente: A partir de EE.FF publicados por la Comisión para el Mercado Financiero, junio 2019

Tabla N°9: Deuda Financiera

<b>Cifras en miles de UF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>jun-19</b>
<b>Depósitos a la vista</b>	<b>287.022</b>	<b>286.144</b>	<b>289.877</b>	<b>317.111</b>	<b>319.303</b>
<i>Cuentas corrientes</i>	229.270	233.213	234.071	246.470	252.017
<i>Otros depósitos y cuentas a la vista</i>	22.517	21.442	22.025	25.746	26.646
<i>Otras obligaciones a la vista</i>	35.235	31.489	33.782	44.895	40.640
<b>O. Con liquidación en curso</b>	<b>18.033</b>	<b>10.949</b>	<b>18.163</b>	<b>5.915</b>	<b>14.064</b>
<b>Contratos de retrocompra</b>	<b>5.606</b>	<b>8.063</b>	<b>10.003</b>	<b>1.761</b>	<b>4.791</b>
<b>Depósitos a plazo</b>	<b>475.349</b>	<b>499.154</b>	<b>444.581</b>	<b>474.059</b>	<b>470.285</b>
<i>Depósitos a plazo</i>	470.781	494.585	440.048	469.598	465.781
<i>Cuentas de ahorro a plazo</i>	4.431	4.420	4.335	4.302	4.341
<i>Otros saldos acreedores a plazo</i>	137	149	198	159	163
<b>Contratos de derivados financieros</b>	<b>111.694</b>	<b>86.996</b>	<b>79.837</b>	<b>91.335</b>	<b>137.259</b>
<i>Derivados para negociación</i>	108.667	82.995	72.540	88.193	130.332
<i>Derivados de coberturas contables</i>	3.026	4.001	7.298	3.142	6.927
<b>Obligaciones con bancos</b>	<b>51.019</b>	<b>72.733</b>	<b>63.376</b>	<b>64.886</b>	<b>65.774</b>
<i>Bancos del país</i>	-	13.870	18	-	-
<i>Bancos del exterior</i>	51.019	58.863	63.358	64.886	65.774
<i>Banco Central de Chile</i>	-	-	0	-	-
<b>Instrumentos de deuda emitidos</b>	<b>232.435</b>	<b>278.062</b>	<b>264.707</b>	<b>294.395</b>	<b>320.237</b>
<i>Letras de crédito</i>	2.453	1.755	1.287	925	782
<i>Bonos corrientes</i>	196.715	243.521	230.865	261.152	287.263
<i>Bonos subordinados</i>	29.069	28.832	28.852	28.875	28.881
<i>Bonos hipotecarios</i>	4.198	3.954	3.703	3.443	3.311
<b>Otras obligaciones financieras</b>	<b>8.605</b>	<b>9.109</b>	<b>9.032</b>	<b>7.814</b>	<b>7.523</b>
<i>Obligaciones con el sector público</i>	2.494	2.334	2.219	1.177	1.137
<i>Otras obligaciones en el país</i>	5.940	6.643	6.545	6.356	5.975
<i>Obligaciones el exterior</i>	170	133	268	281	412
<b>Total Deuda Financiera (B)</b>	<b>1.189.763</b>	<b>1.251.210</b>	<b>1.179.575</b>	<b>1.257.276</b>	<b>1.339.236</b>

Fuente: A partir de EE.FF publicados por la Comisión para el Mercado Financiero, junio 2019

Parte del financiamiento que utiliza el Banco Santander es mediante instrumentos de deuda emitidos, que se clasifican en letras hipotecarias, bonos corrientes, hipotecarios y subordinados:

Tabla N°10: Instrumentos de deuda emitidos

<b>Cifras en miles de UF</b>	<b>Corto Plazo</b>	<b>Largo Plazo</b>	<b>Total</b>
Letras hipotecarias	226	557	782
Bonos corrientes	45.771	241.492	287.263
Bonos hipotecarios	178	3.132	3.311
Bonos subordinados	-	28.881	28.881
<b>Total</b>	<b>46.175</b>	<b>274.062</b>	<b>320.237</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

Las letras hipotecarias son utilizadas para financiar préstamos hipotecarios. Los principales montos de éstas son amortizados trimestralmente y se encuentran indexadas a la UF.

Tabla N°11: Plazo al vencimiento letras hipotecarias

Cifras en miles de UF	
Vence dentro de 1 año	226
Vence dentro de 1 y 2 años	198
Vence dentro de 2 y 3 años	162
Vence dentro de 3 y 4 años	118
Vence dentro de 4 y 5 años	62
Vence posterior a 5 años	17
<b>Total</b>	<b>782</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

Tabla N°12: Plazo al vencimiento bonos corrientes

Cifras en miles de UF	
Bonos Santander en UF	173.035
Bonos Santander en USD	46.463
Bonos Santander en CHF	17.489
Bonos Santander en \$	41.679
Bonos corrientes en AUD	1.249
Bonos corrientes en JPY	2.569
Bonos corrientes en EUR	4.778
<b>Total bonos corrientes</b>	<b>287.263</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

Al 30 de junio de 2019 Banco Santander ha colocado bonos por 24 MM UF, 75.000 MM CLP, 30 MM EUR, 22 MM AUD y 150 MM CHF:

Tabla N°13: Bonos colocados al 30 de junio de 2019

Serie	Moneda	Colocado	Tasa	Emisión	Vencimiento	Emitido
T7	UF	5.000.000	2,50%	01-02-2016	01-02-2023	5.000.000
T8	UF	5.000.000	2,50%	01-02-2016	01-08-2023	8.000.000
T14	UF	6.000.000	2,80%	01-02-2016	01-02-2027	18.000.000
T6	UF	3.000.000	1,70%	01-11-2018	02-05-2029	5.000.000
T10	UF	5.000.000	2,60%	01-02-2016	01-08-2024	5.000.000
U9	CLP	75.000.000.000	ICP + 0,80%	01-11-2018	19-11-2021	75.000.000.000
EUR	EUR	30.000.000	1,10%	01-02-2019	07-02-2026	40.000.000
AUD	AUD	22.000.000	3,65%	20-05-2019	20-05-2034	22.000.000
CHF	CHF	150.000.000	0,38%	12-03-2019	27-09-2024	150.000.000

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

Tabla N°14: Plazo al vencimiento de bonos colocados

<b>Cifras en miles de UF</b>	
Vence dentro de 1 año	45.771
Vence dentro de 1 y 2 años	52.498
Vence dentro de 2 y 3 años	37.701
Vence dentro de 3 y 4 años	36.565
Vence dentro de 4 y 5 años	25.889
Vence posterior a 5 años	88.840
<b>Total</b>	<b>287.263</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

Tabla N°15: Detalle Bonos hipotecarios

<b>Cifras en miles de UF</b>	
Bonos hipotecarios	3.311
<b>Total</b>	<b>3.311</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

<b>Cifras en miles de UF</b>	
Vence dentro de 1 año	178
Vence dentro de 1 y 2 años	286
Vence dentro de 2 y 3 años	296
Vence dentro de 3 y 4 años	305
Vence dentro de 4 y 5 años	315
Vence posterior a 5 años	1.930
<b>Total</b>	<b>3.311</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

Tabla N°16: Detalle Bonos subordinados

<b>Cifras en miles de UF</b>	
CLP	-
USD	-
UF	28.881
<b>Total</b>	<b>28.881</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

<b>Cifras en miles de UF</b>	
Vence dentro de 1 año	-
Vence dentro de 1 y 2 años	-
Vence dentro de 2 y 3 años	-
Vence dentro de 3 y 4 años	-
Vence dentro de 4 y 5 años	-
Vence posterior a 5 años	28.881
<b>Total</b>	<b>28.881</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de EE.FF trimestrales Banco Santander, junio 2019

#### 4. Estimación de la Estructura de Capital de la Empresa

Tabla N°17: Patrimonio Económico

Patrimonio Económico (Bursátil)	2015	2016	2017	2018	jun-19
Número de acciones (Millones)	188.446	188.446	188.446	188.446	188.446
Precio de la acción (CLP)	31,79	37,26	48,19	51,69	50,50
Valor UF/CLP	25.629,09	26.347,98	26.798,14	27.565,79	27.903,30
Precio de la acción (UF)	0,001240	0,001414	0,001798	0,001875	0,001810
Patrimonio Económico (CLP)	5.990.702	7.021.503	9.081.219	9.740.780	9.516.529
<b>P. Económico (P) (en miles de UF)</b>	<b>233.746</b>	<b>266.491</b>	<b>338.875</b>	<b>353.365</b>	<b>341.054</b>
<b>P/BV</b>	<b>2,17x</b>	<b>2,42x</b>	<b>2,92x</b>	<b>2,96x</b>	<b>2,86x</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de información de Bloomberg

Tabla N°18: Valor Económico

Cifras en miles de UF	2015	2016	2017	2018	jun-19
Deuda Financiera (B)	1.189.763	1.251.210	1.179.575	1.257.276	1.339.236
P. Económico (P)	233.746	266.491	338.875	353.365	341.054
<b>Valor de los Activos (V)</b>	<b>1.423.509</b>	<b>1.517.701</b>	<b>1.518.450</b>	<b>1.610.641</b>	<b>1.680.290</b>

Fuente: Elaboración propia

Tabla N°19: Estructura de capital histórica

Razones Financieras	2015	2016	2017	2018	jun-19
Endeudamiento (B/V)	0,84	0,82	0,78	0,78	0,80
Patrimonio a valor (P/V)	0,16	0,18	0,22	0,22	0,20
Deuda a patrimonio (B/P)	5,09	4,70	3,48	3,56	3,93

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, la estructura de capital objetivo (estimada) es la siguiente:

Tabla N°20: Estructura de capital objetivo

Estructura de capital objetivo	Promedio
Endeudamiento (B/V)	0,80
Patrimonio a valor (P/V)	0,20
Deuda a patrimonio (B/P)	4,15

## 5. Estimación del Costo Patrimonial de la Empresa

### 5.1 Estimación del beta patrimonial

Para la estimación se utilizaron precios de cierre semanales de la acción de Banco Santander, desde el 1 de julio de 2015 al 30 de junio de 2019, luego el modelo utilizado fue el de mercado, expresado como:

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

Donde:

- $R_{it}$  : Retorno semanal del precio de la acción de Banco Santander
- $\alpha$  : Término constante del valor i (retorno de la acción de Banco Santander)
- $R_{mt}$  : Retorno semanal del índice de mercado (IPSA)
- $\beta_i$  : Pendiente del valor i de la regresión
- $\varepsilon$  : Término de error del modelo

Para todo lo anterior, se utilizaron dos años de retornos semanales, es decir, aproximadamente 104 retornos para el cálculo realizado de cada año. Al realizar la regresión lineal basada en lo anterior, se obtuvieron los siguientes resultados:

Tabla N°21: Resultados estimación beta de la acción

Resultados	2017	2018	2019
Beta de la acción	1,031	0,958	0,892
p-value (significancia)	6E-13	9E-15	2E-16
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia a partir de la modelación e información de la Bolsa de Comercio de Santiago

En cuanto a los resultados obtenidos, el beta de la acción demostró ser estadísticamente significativo en la determinación del retorno semanal del precio de la acción de Banco Santander, lo que es predecible, producto de que Banco Santander ha tenido y tiene presencia bursátil de un 100% en los años analizados.

Dado lo anterior, para efectos del cálculo del costo de capital de Banco Santander, se utilizará el Beta con deuda del último año (2019) equivalente a 0,892.

## 5.2 Costo de la deuda

Para estimar el costo de la deuda se utilizó como referencia el bono de más largo plazo que tiene Banco Santander, en base a la información pública de mercado. Dicho lo anterior, el bono seleccionado fue un bono subordinado con plazo de 30 años, con las siguientes características:

Tabla N°22: Detalle bono subordinado de referencia

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

Fuente: Elaboración propia a partir de la información de mercado

## 5.3 Beta de la deuda

Mediante CAPM, se procederá a calcular el beta de la deuda  $\beta_b$ , utilizando la tasa de mercado del bono, o tasa transada:

$$K_b = r_f + \beta_b * \text{Premio Riesgo de Mercado (PRM)}$$

$$\beta_b = \frac{K_b - r_f}{PRM}$$

$$\beta_b = \frac{3,84\% - 1,06\%}{6,96\%}$$

$$\beta_b = 0,400$$

#### 5.4 Beta patrimonial sin deuda

En función del resultado obtenido para el beta de la deuda, se calculará mediante la fórmula de Rubinstein, el beta patrimonial sin deuda  $\beta_p^{S/D}$ , para esto se utilizará la estructura de capital a junio de 2019 y la tasa de impuestos corporativos promedio, en línea con los datos utilizados para el cálculo del beta:

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

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

$$\beta_p^{S/D} = \frac{0,892 + (1 - 21,73\%) * 3,927 * 0,400}{1 + (1 - 21,73\%) * 3,927}$$

$$\beta_p^{S/D} = 0,520$$

#### 5.5 Beta patrimonial con deuda

Con los resultados obtenidos, junto con la estructura de capital objetivo y utilizando la tasa de impuestos de largo plazo, se procederá a apalancar el beta mediante la fórmula de Rubinstein:

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

$$\beta_p^{C/D} = [1 + (1 - 27,0\%) * 4,150] * 0,520 - (1 - 27,0\%) * 4,150 * 0,400$$

$$\beta_p^{C/D} = 0,886$$

## 5.6 Costo patrimonial (CAPM)

Con los datos obtenidos anteriormente y la fórmula de CAPM se realizará el cálculo de la tasa de costo de capital  $K_p$ , esta es la que se utilizará para valorizar mediante flujo de caja del accionista, la cual se encuentra expresada en UF, producto de que se utilizó un BCU:

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

$$K_p = 1,06\% + 0,886 * 6,96\%$$

$$K_p = 7,229\%$$

## 5.7 Costo de capital promedio ponderado (WACC)

Mediante la fórmula del WACC se procederá a calcular el costo de capital promedio ponderado para Banco Santander, utilizando para esto una tasa de impuestos del 27%:

$$K_0(WACC) = K_p * \frac{P}{V} + K_b * (1 - Tc) * \frac{B}{V}$$

$$K_0(WACC) = 7,229\% * 0,197 + 3,84\% * (1 - 27,0\%) * 0,803$$

$$K_0(WACC) = 3,68\%$$

De acuerdo a los cálculos realizados, es importante destacar que, para efectos de la valorización, ésta se realizará por flujo de caja descontado del accionista, por lo que la tasa de descuento a utilizar es la tasa de costo patrimonial  $K_p$  estimada mediante el modelo CAPM en el punto 5.6.

## 6. Análisis Operacional del Negocio e Industria

### 6.1 Proyección de crecimiento de la industria bancaria

Para realizar la proyección de los EE.FF de Banco Santander Chile, es necesario realizar la proyección de la industria bancaria, mediante el análisis de su composición (*market share*) o cuota de mercado, de manera de conocer la participación de cada Banco y estimar el crecimiento de la industria en función de sus colocaciones y el PIB del país. Con lo anterior, a junio de 2019 la industria bancaria en Chile cuenta con un volumen de colocaciones de 5.790.612 en miles de UF, donde Banco Santander tiene un 19,2% de participación de mercado:

Tabla N°23: Market Share industria bancaria

Market share	2015	2016	2017	2018	jun-19	Proy.
Banco Santander-Chile	19,6%	19,9%	19,4%	19,3%	19,2%	19,2%
Banco de Chile	19,1%	18,8%	18,0%	17,9%	17,9%	17,9%
Banco de Crédito e Inversiones	12,2%	12,7%	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%
Itaú Corpbanca	12,0%	11,0%	10,4%	9,9%	9,9%	9,9%
Banco del Estado de Chile	13,8%	14,2%	14,9%	14,4%	14,3%	14,3%
Scotiabank	12,8%	12,8%	13,6%	14,0%	14,0%	14,0%
Otros Bancos	10,5%	10,7%	10,7%	11,3%	11,6%	11,6%
<b>Total sistema bancario</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la Comisión del Mercado Financiero

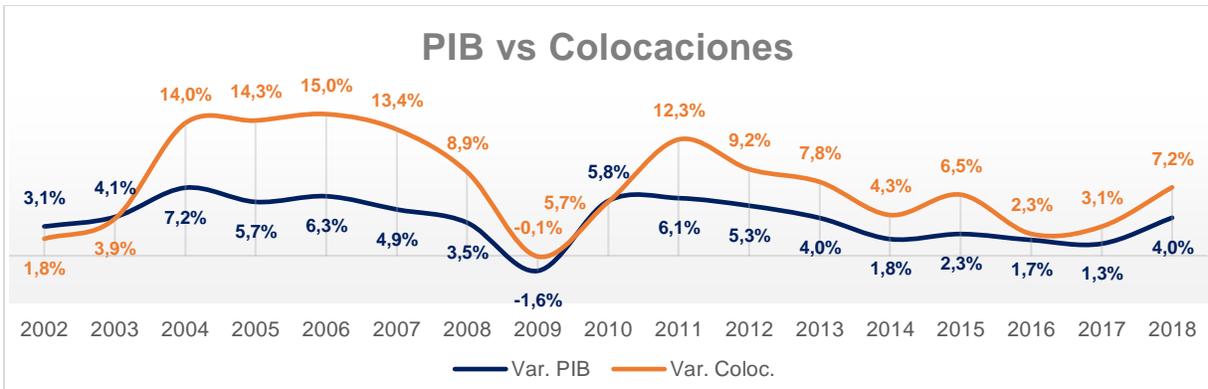
La estimación anterior considera una proforma para Itaú Corpbanca y Scotiabank, producto de la fusión entre Itaú – Corpbanca y Scotiabank – BBVA respectivamente. Dicho lo anterior, se procederá a calcular la elasticidad colocaciones / PIB, para de esta manera estimar el crecimiento de las colocaciones del sistema y en función del market share estimar Banco Santander:

Tabla N°24: Variación PIB y colocaciones

Año	Variación PIB	Variación Coloc.
2002	3,1%	1,8%
2003	4,1%	3,9%
2004	7,2%	14,0%
2005	5,7%	14,3%
2006	6,3%	15,0%
2007	4,9%	13,4%
2008	3,5%	8,9%
2009	-1,6%	-0,1%
2010	5,8%	5,7%
2011	6,1%	12,3%
2012	5,3%	9,2%
2013	4,0%	7,8%
2014	1,8%	4,3%
2015	2,3%	6,5%
2016	1,7%	2,3%
2017	1,3%	3,1%
2018	4,0%	7,2%

Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la CMF y el Banco Central de Chile

Las variaciones anteriores se encuentran en términos reales, ya que se están realizando las proyecciones en UF.



Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la CMF y el Banco Central de Chile

De acuerdo con el análisis realizado, el comportamiento de la variación del PIB versus la variación de las colocaciones del sistema bancario en términos reales, muestra un movimiento similar, por lo que procederemos a estimar la elasticidad (beta) mediante una regresión lineal para luego determinar mediante este modelo el crecimiento de las colocaciones. Para lo anterior, se utilizaron variaciones del PIB y crecimiento de colocaciones de 8 años, desde el 31 de diciembre de 2011 al 31 de diciembre de 2019, luego el modelo utilizado se expresa como:

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

Donde:

- $\Delta Colocaciones$  : Variación de colocaciones
- $\alpha$  : Término constante del valor i (variación de colocaciones)
- $\Delta PIB$  : Variación PIB
- $\beta_i$  : Pendiente del valor i de la regresión
- $\varepsilon$  : Término de error del modelo

Al realizar la regresión lineal basada en lo anterior, se obtuvieron los siguientes resultados:

Tabla N°25: Resultados estimación elasticidad PIB/Colocaciones

Parámetros	Resultados
Elasticidad colocaciones (beta)	1,74x
p-value (significancia)	0,00002
R <sup>2</sup>	76,65%

Significancia del 5%

En cuanto a los resultados obtenidos, el beta demostró ser estadísticamente significativo en la determinación del crecimiento de las colocaciones del sistema bancario, por lo que ahora se procede a estimar el crecimiento anual de las colocaciones de acuerdo con el crecimiento estimado del PIB por el Fondo Monetario Internacional (FMI):

Tabla N°26: Proyección PIB y crecimiento colocaciones

Año	Variación PIB	Variación Coloc.
2019	2,5%	4,3%
2020	3,0%	5,2%
2021	3,2%	5,6%
2022	3,2%	5,6%
2023	3,2%	5,6%

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

## 6.2 Proyección de colocaciones

Luego de obtener el crecimiento de colocaciones proyectado para la industria bancaria, se procederá a proyectar las colocaciones de Banco Santander Chile en función del *market share* o cuota de mercado estimada anteriormente de 19,2%.

Tabla N°27: Proyección de colocaciones

Cifras en miles de UF	2019	2020	2021	2022	2023
Crecimiento colocaciones	4,3%	5,2%	5,6%	5,6%	5,6%
Colocaciones Sistema	5.962.881	6.273.499	6.622.084	6.990.038	7.378.437
Market Share Santander	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Colocaciones Santander	1.145.693	1.205.374	1.272.350	1.343.048	1.417.674

Fuente: Elaboración propia a partir del modelo de regresión obtenido

## 6.3 Proyección de ingresos operacionales

De manera de determinar los ingresos operacionales de Banco Santander Chile, primero se estimará la tasa de interés de la industria, la cual será el precio establecido o tasa de colocación.

Tabla N°28: Proyección ingresos operacionales

Cifras en miles de UF	2015	2016	2017	2018	jun-19
Ing. Por intereses y reaj.	81.391	81.108	76.813	81.417	40.743
Colocaciones (brutas)	986.765	1.022.227	1.028.550	1.097.989	1.114.073
Tasa de colocación	8,2%	7,9%	7,5%	7,4%	7,3%

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

Posteriormente, se analiza el comportamiento de la tasa de colocación y la tasa de política monetaria (TPM), de manera de sensibilizar la tasa en función de la TPM proyectada.

Tabla N°29: Tasa de colocación y TPM histórica

En porcentaje %	2015	2016	2017	2018	jun-19
Tasa de colocación	8,2%	7,9%	7,5%	7,4%	7,3%
TPM	3,5%	3,5%	2,5%	2,8%	2,5%



*Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la CMF y el Banco Central de Chile*

Con lo anterior, se logra apreciar un efecto en el comportamiento de la TPM sobre la tasa de colocación, donde aproximadamente el 34% del efecto en el movimiento de la TPM es capturado por la tasa de colocación, por lo que, la tasa de colocación y los ingresos proyectados para Banco Santander Chile son los siguientes:

Tabla N°30: Tasa de colocación e ingresos por intereses proyectados

Cifras en miles de UF	2019	2020	2021	2022	2023
Ing. Por intereses y reaj.	80.910	83.099	87.716	92.590	97.735
Colocaciones (brutas)	1.145.693	1.205.374	1.272.350	1.343.048	1.417.674
Tasa de interés	7,1%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%

*Fuente: Elaboración propia a partir de estimaciones anteriores*

Luego de obtener los ingresos por intereses y reajustes, se estimarán los ingresos operacionales, los cuales se definen como los ingresos por intereses y reajustes más los ingresos por comisiones y servicios, esto mediante datos históricos con los cuales se establecerá la estructura de ingresos de Banco Santander Chile.

Tabla N°31: Distribución de ingresos históricos

Distribución de ingresos	2015	2016	2017	2018	jun-19	Proy.
Ing. Por intereses y reaj.	83,81%	83,21%	81,88%	82,25%	82,29%	82,69%
Ing. Comisiones y serv.	16,19%	16,79%	18,12%	17,75%	17,71%	17,31%

*Fuente: Elaboración propia a partir de información publicada por la CMF*

Con los datos anteriores, observamos la baja variabilidad en la estructura de ingresos de Banco Santander Chile, por lo que se estimará bajo la estructura de 82,69% y 17,31% de ingresos por intereses y reajustes e ingresos por comisiones y servicios respectivamente.

Tabla N°32: Ingresos por intereses y comisiones proyectados

Cifras en miles de UF	2019	2020	2021	2022	2023
Ing. Por intereses y reaj.	80.910	83.099	87.716	92.590	97.735
Ing. Comisiones y serv.	16.941	17.399	18.366	19.387	20.464
<b>Total</b>	<b>97.851</b>	<b>100.498</b>	<b>106.082</b>	<b>111.976</b>	<b>118.198</b>

*Fuente: Elaboración propia a partir de estimaciones anteriores*

## 7. Proyección de Estados Financieros

### 7.1 Proyección de Estado de Resultados

Luego de obtener los ingresos operacionales, se estimará el Estado de Resultados de Banco Santander Chile, esto mediante la proporción y estructura de este sobre ingresos operacionales, dado que la estructura es relativamente similar en el tiempo, como se muestra a continuación:

Tabla N°33: Estructura del Estado de Resultados

<b>EE.RR Banco Santander</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>jun-19</b>	<b>Proy.</b>
Ing. Por intereses y reaj.	85,9%	83,8%	83,2%	81,9%	82,2%	82,3%	82,4%
G. Por intereses y reaj.	-35,1%	-33,4%	-33,3%	-29,1%	-30,4%	-32,1%	-32,1%
<b>Ing. Neto (Int. + Reaj.)</b>	<b>50,8%</b>	<b>50,4%</b>	<b>49,9%</b>	<b>52,8%</b>	<b>51,8%</b>	<b>50,2%</b>	<b>51,5%</b>
Ing. Comisiones y serv.	14,1%	16,2%	16,8%	18,1%	17,8%	17,7%	17,6%
G. Comisiones y serv.	-5,4%	-6,6%	-6,9%	-7,0%	-7,1%	-7,7%	-7,0%
<b>Ing. Neto (comisiones)</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,9%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,6%</b>
Ut. neta (Op. Fin.)	-5,8%	-18,4%	-14,3%	0,1%	1,9%	1,7%	-4,1%
Ut. (pérdida) cambio neta	10,5%	24,2%	19,8%	5,0%	1,9%	4,7%	8,9%
Otros ingresos op.	0,6%	0,6%	0,7%	3,5%	1,4%	0,7%	1,9%
<b>Total ingresos op.</b>	<b>64,8%</b>	<b>66,5%</b>	<b>66,0%</b>	<b>72,5%</b>	<b>67,8%</b>	<b>67,3%</b>	<b>68,8%</b>
Provs. Riesgo de crédito	-14,4%	-16,6%	-13,4%	-11,9%	-11,9%	-11,0%	-12,4%
<b>Ing. Operacional neto</b>	<b>50,3%</b>	<b>49,8%</b>	<b>52,6%</b>	<b>60,6%</b>	<b>55,9%</b>	<b>56,2%</b>	<b>56,4%</b>
Remuneraciones y gastos	-13,1%	-15,6%	-15,4%	-15,8%	-14,6%	-14,4%	-15,2%
Gastos de administración	-7,9%	-8,9%	-8,8%	-9,2%	-9,0%	-8,7%	-9,0%
Dep. Y amortizaciones	-1,7%	-2,2%	-2,5%	-3,1%	-2,9%	-3,7%	-2,8%
Deteriores	-1,4%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,0%	-0,1%
Otros gastos op.	-3,1%	-2,2%	-3,3%	-3,8%	-1,7%	-2,2%	-2,9%
<b>Resultado op. (neto)</b>	<b>23,1%</b>	<b>21,1%</b>	<b>22,5%</b>	<b>28,5%</b>	<b>27,7%</b>	<b>27,1%</b>	<b>26,3%</b>
Resultado inv. En soc.	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,0%	0,2%
<b>Resultado antes de imp.</b>	<b>23,2%</b>	<b>21,2%</b>	<b>22,7%</b>	<b>28,7%</b>	<b>27,9%</b>	<b>27,1%</b>	<b>26,4%</b>
Impuestos	-1,8%	-3,0%	-4,2%	-5,7%	-6,1%	-5,7%	-5,3%
<b>Op. Contínuas</b>	<b>21,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>18,5%</b>	<b>23,0%</b>	<b>21,9%</b>	<b>21,4%</b>	<b>21,1%</b>
Op. Descontinuadas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Utilidad (pérdida) cons.</b>	<b>21,4%</b>	<b>18,2%</b>	<b>18,5%</b>	<b>23,0%</b>	<b>21,9%</b>	<b>21,5%</b>	<b>21,1%</b>
Resultado Propietarios	21,2%	18,0%	18,4%	22,5%	21,7%	21,5%	20,8%
Interés no controlador	0,2%	0,1%	0,1%	0,5%	0,2%	0,0%	0,2%

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

Con lo anterior, se procede a proyectar y estimar el EE.RR para Banco Santander Chile:

Tabla N°34: Estado de Resultado proyectado

<b>Cifras en miles de UF</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Ing. Por intereses y reaj.	80.910	83.099	87.716	92.590	97.735
G. Por intereses y reaj.	(31.431)	(32.281)	(34.075)	(35.968)	(37.967)
<b>Ing. Neto (Int. + Reaj.)</b>	<b>49.479</b>	<b>50.817</b>	<b>53.641</b>	<b>56.621</b>	<b>59.768</b>
Ing. Comisiones y serv.	16.941	17.399	18.366	19.387	20.464
G. Comisiones y serv.	(6.849)	(7.034)	(7.425)	(7.837)	(8.273)
<b>Ing. Neto (comisiones)</b>	<b>10.092</b>	<b>10.365</b>	<b>10.941</b>	<b>11.549</b>	<b>12.191</b>
Ut. neta (Op. Fin.)	(3.990)	(4.097)	(4.325)	(4.565)	(4.819)
Ut. (pérdida) cambio neta	8.712	8.947	9.444	9.969	10.523
Otros ingresos op.	1.836	1.885	1.990	2.101	2.217
<b>Total ingresos op.</b>	<b>66.129</b>	<b>67.918</b>	<b>71.692</b>	<b>75.675</b>	<b>79.880</b>
Provs. Riesgo de crédito	(12.030)	(11.451)	(12.087)	(12.759)	(13.610)
<b>Ing. Operacional neto</b>	<b>54.099</b>	<b>56.467</b>	<b>59.604</b>	<b>62.916</b>	<b>66.270</b>
Remuneraciones y gastos	(14.121)	(14.153)	(14.940)	(15.770)	(16.646)
Gastos de administración	(8.252)	(8.271)	(8.731)	(9.216)	(9.728)
Dep. Y amortizaciones	(2.464)	(2.469)	(2.607)	(2.751)	(2.904)
Deteriores	(53)	(53)	(56)	(59)	(62)
Otros gastos op.	(2.520)	(2.526)	(2.666)	(2.815)	(2.971)
<b>Resultado op. (neto)</b>	<b>26.689</b>	<b>28.994</b>	<b>30.605</b>	<b>32.306</b>	<b>33.959</b>
Resultado inv. En soc.	151	155	163	172	182
<b>Resultado antes de imp.</b>	<b>26.839</b>	<b>29.149</b>	<b>30.768</b>	<b>32.478</b>	<b>34.141</b>
Impuestos	(5.207)	(5.347)	(5.645)	(5.958)	(6.289)
<b>Op. Contínuas</b>	<b>21.633</b>	<b>23.801</b>	<b>25.124</b>	<b>26.520</b>	<b>27.851</b>
Op. Descontinuadas	-	-	-	-	-
<b>Utilidad (pérdida) cons.</b>	<b>21.633</b>	<b>23.801</b>	<b>25.124</b>	<b>26.520</b>	<b>27.851</b>
Resultado Propietarios	21.591	23.756	25.076	26.469	27.798
Interés no controlador	41	45	48	51	53

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

## 7.2 Proyección Balance

Luego de obtener el Estado de Resultado y por consecuencia la utilidad, procederemos a estimar el Balance proyectado, esto mediante la proporción y estructura de este sobre total de activos, dado que la estructura es relativamente similar en el tiempo, como se muestra a continuación:

Tabla N°35: Estructura del Balance

<b>Balance Banco Santander</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>jun-19</b>	<b>Proy.</b>
<b>Activos</b>	<b>100,0%</b>						
Efectivo y depósitos	5,3%	6,0%	6,2%	4,1%	5,3%	4,6%	5,2%
Op. Con liquidación en curso	1,7%	2,1%	1,3%	1,9%	0,9%	1,2%	1,4%
Inst. Para negociación	2,5%	0,9%	1,1%	1,4%	0,2%	0,4%	0,9%
Contratos de retrocompra	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Contratos de derivados	8,9%	9,3%	6,8%	6,3%	7,9%	10,0%	7,0%
Adeudado por bancos	0,0%	0,0%	0,7%	0,5%	0,0%	0,0%	0,4%
Colocaciones comerciales	40,4%	38,5%	37,5%	38,8%	38,9%	36,7%	38,4%
Colocaciones para vivienda	21,7%	22,5%	23,3%	25,4%	25,9%	25,4%	24,9%
Colocaciones de consumo	12,8%	12,0%	12,0%	12,7%	12,4%	11,9%	12,4%
Colocaciones brutas	74,9%	73,0%	72,8%	77,0%	77,2%	74,0%	75,7%
Provisiones constituidas	-2,3%	-2,2%	-2,2%	-2,3%	-2,0%	-1,9%	-2,2%
Disponibles para la venta	5,4%	5,9%	9,2%	7,2%	6,1%	6,9%	7,5%
Inst. Hasta el vencimiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Inversiones en sociedades	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%
Intangibles	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Activo fijo	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,5%	0,7%
Bienes en arrendamiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,0%
Impuestos corrientes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos diferidos	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%	1,0%	0,9%	1,0%
Otros activos	1,6%	3,2%	2,3%	2,1%	2,5%	2,8%	2,3%
<b>Pasivos</b>	<b>91,3%</b>	<b>92,0%</b>	<b>92,2%</b>	<b>91,3%</b>	<b>91,6%</b>	<b>92,1%</b>	<b>91,7%</b>
Depósitos vistas	21,2%	21,2%	20,4%	21,7%	22,3%	21,2%	21,5%
Op. Con liquidación en curso	0,9%	1,3%	0,8%	1,4%	0,4%	0,9%	0,9%
Contratos de retrocompra	1,3%	0,4%	0,6%	0,7%	0,1%	0,3%	0,5%
Depósitos a plazo	34,1%	35,2%	35,5%	33,3%	33,3%	31,2%	34,1%
Contratos de derivados	8,4%	8,3%	6,2%	6,0%	6,4%	9,1%	6,2%
Obligaciones con bancos	4,0%	3,8%	5,2%	4,7%	4,6%	4,4%	4,8%
Inst. De deuda emitidos	18,9%	17,2%	19,8%	19,8%	20,7%	21,3%	20,1%
Otras obligaciones	0,7%	0,6%	0,6%	0,7%	0,5%	0,5%	0,6%
Contratos de arrendamiento	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
Impuesto corrientes	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos diferidos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Provisiones	1,0%	0,9%	0,8%	0,9%	0,8%	0,5%	0,9%
Otros pasivos	0,7%	3,0%	2,2%	2,1%	2,3%	2,2%	2,2%
<b>Patrimonio</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,3%</b>
Pat. De los propietarios	8,5%	7,9%	7,8%	8,6%	8,3%	7,8%	8,2%
Interés no controlador	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>100,0%</b>						

Con lo anterior, se procede a proyectar y estimar el Balance para Banco Santander Chile, tomando como punto de partida las colocaciones estimadas en el punto 6.2:

Tabla N°36: Balance proyectado

<b>Cifras en miles de UF</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Activos</b>	<b>1.515.723</b>	<b>1.595.605</b>	<b>1.684.342</b>	<b>1.778.009</b>	<b>1.876.782</b>
Efectivo y depósitos	78.170	82.242	86.812	91.635	96.727
Op. Con liquidación en curso	20.730	21.810	23.022	24.301	25.651
Inst. Para negociación	13.255	13.945	14.720	15.538	16.401
Contratos de retrocompra	92	97	102	108	114
Contratos de derivados	105.597	111.097	117.271	123.787	130.665
Adeudado por bancos	6.205	6.528	6.891	7.274	7.678
Colocaciones comerciales	581.469	611.759	645.751	681.632	719.507
Colocaciones para vivienda	376.525	396.139	418.151	441.385	465.910
Colocaciones de consumo	187.698	197.476	208.448	220.031	232.257
Colocaciones brutas	1.145.693	1.205.374	1.272.350	1.343.048	1.417.674
Provisiones constituidas	(32.943)	(34.659)	(36.585)	(38.618)	(40.764)
Disponibles para la venta	113.350	119.255	125.881	132.876	140.259
Inst. Hasta el vencimiento	-	-	-	-	-
Inversiones en sociedades	1.129	1.188	1.254	1.324	1.397
Intangibles	2.545	2.678	2.827	2.984	3.150
Activo fijo	10.195	10.726	11.322	11.952	12.616
Bienes en arrendamiento	-	-	-	-	-
Impuestos corrientes	-	-	-	-	-
Impuestos diferidos	15.451	16.256	17.159	18.112	19.119
Otros activos	36.255	39.069	41.317	43.690	46.095
<b>Pasivos</b>	<b>1.388.607</b>	<b>1.460.943</b>	<b>1.542.119</b>	<b>1.627.807</b>	<b>1.718.255</b>
Depósitos vistas	324.911	341.836	360.830	380.879	402.043
Op. Con liquidación en curso	12.896	13.568	14.322	15.117	15.957
Contratos de retrocompra	7.302	7.682	8.109	8.559	9.035
Depósitos a plazo	515.619	542.479	572.621	604.439	638.024
Contratos de derivados	93.847	98.736	104.222	110.013	116.126
Obligaciones con bancos	73.114	76.922	81.197	85.708	90.471
Inst. De deuda emitidos	304.434	320.292	338.089	356.875	376.705
Otras obligaciones	9.460	9.952	10.505	11.089	11.705
Contratos de arrendamiento	-	-	-	-	-
Impuesto corrientes	594	625	660	697	736
Impuestos diferidos	439	462	488	515	544
Provisiones	13.035	13.714	14.476	15.281	16.130
Otros pasivos	32.957	34.674	36.600	38.634	40.781
<b>Patrimonio</b>	<b>127.116</b>	<b>134.663</b>	<b>142.223</b>	<b>150.202</b>	<b>158.526</b>
Pat. De los propietarios	125.400	132.901	140.413	148.342	156.613
Interés no controlador	1.716	1.761	1.809	1.860	1.913
<b>Total pasivo y patrimonio</b>	<b>1.515.723</b>	<b>1.595.605</b>	<b>1.684.342</b>	<b>1.778.009</b>	<b>1.876.782</b>

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

### 7.3 Razones financieras Banco Santander Chile e Industria

Tabla N°37: Razones financieras Banco Santander e Industria

<b>Índices de rentabilidad</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>jun-19</b>
Ing. Op. / Activos – Santander	7,2%	6,9%	7,0%	7,0%	6,6%
R. Op. / Ing. Op. (ROS) – Santander	21,1%	22,5%	28,5%	27,7%	27,1%
M. Neto (Ut. / Ventas) - Santander	18,0%	18,4%	22,5%	21,7%	21,5%
M. Neto (Ut. / Ventas) - Industria	15,9%	14,2%	15,8%	15,5%	16,2%
ROA - Santander	1,4%	1,3%	1,5%	1,6%	1,5%
ROA - Industria	1,1%	0,9%	1,0%	1,0%	1,1%
ROE - Santander	16,3%	16,5%	18,7%	18,3%	17,1%
ROE - Industria	14,1%	11,6%	12,0%	11,8%	12,7%
<b>Índice de solvencia regulatoria</b>					
Í. Reg. De Solvencia - Santander	13,4%	13,4%	13,9%	13,4%	13,1%
Í. Reg. De Solvencia - Industria	12,6%	13,8%	13,8%	13,3%	13,2%
<b>Índices de endeudamiento</b>					
Í. Reg. De Endeudamiento - Santander	7,3%	7,2%	7,9%	7,7%	7,5%
Í. Reg. De Endeudamiento - Industria	6,7%	7,6%	7,7%	7,6%	7,6%
Pasivos C.P / Pasivo total - Santander	26,8%	25,3%	27,8%	26,5%	25,6%
Pasivos L.P / Pasivo total - Santander	73,2%	74,7%	72,2%	73,5%	74,4%
Resultado Op / Pasivo C.P - Santander	6,2%	6,7%	7,9%	8,0%	3,8%
Pasivo / Patrimonio - Santander	11,5	11,8	10,5	10,9	11,6
<b>Otras mediciones</b>					
Utilidad por Acción (EPS) – Santander	0,000093	0,000095	0,000112	0,000114	0,000113
Crecimiento de Coloc. - Santander	6,2%	3,6%	0,6%	6,8%	1,5%
Crecimiento de Coloc. - Industria	8,4%	2,5%	2,9%	10,0%	2,1%

Al analizar las razones financieras presentadas, podemos destacar cómo Banco Santander Chile, supera en muchas de estas al sistema bancario, como por ejemplo, en el mejor margen de ventas que tiene, donde desde 2015 ha ido superando al sistema de manera constante.

Por otro lado, en cuanto a los indicadores de rentabilidad, estos también superan al sistema y es el resultado, de la mejora en el margen de venta y el crecimiento de colocaciones.

En cuanto a las razones de endeudamiento, Banco Santander Chile, ha aumentado levemente su nivel de apalancamiento regulatorio pero menor al sistema.

## 7.4 Razones financieras proyectadas

Tabla N°38: Razones financieras Banco Santander proyectadas

<b>Índices de rentabilidad</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Ing. Op. / Activos – Santander	6,5%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
R. Op. / Ing. Op. (ROS) – Santander	27,3%	28,9%	28,9%	28,9%	28,7%
M. Neto (Ut. / Ventas) - Santander	22,1%	23,6%	23,6%	23,6%	23,5%
ROA - Santander	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
ROE - Santander	17,5%	18,1%	18,1%	18,1%	18,0%
<b>Índice de solvencia regulatoria</b>					
Í. Reg. De Solvencia - Santander	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%
<b>Índices de endeudamiento</b>					
Í. Reg. De Endeudamiento - Santander	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Pasivos C.P / Pasivo total - Santander	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Pasivos L.P / Pasivo total - Santander	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%
Resultado Op / Pasivo C.P - Santander	7,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,4%
Pasivo / Patrimonio - Santander	10,9	10,8	10,8	10,8	10,8
<b>Otras mediciones</b>					
Utilidad por Acción (EPS) – Santander	0,000115	0,000126	0,000133	0,000140	0,000148
Crecimiento de Coloc. - Santander	4,3%	5,2%	5,6%	5,6%	5,6%

De manera de verificar las proyecciones realizadas, se procede analizar los principales indicadores de salud financiera de la industria, respecto a la rentabilidad, niveles de solvencia regulatoria, endeudamiento y otras métricas.

La rentabilidad proyectada de Banco Santander Chile, se encuentra dentro de los niveles que ha alcanzado en los últimos años, que se explica por un mejor margen de ventas, de la mano de mejor índices de eficiencia.

Por otro lado, el índice de solvencia regulatorio cumple con el mínimo establecido por la Ley General de Bancos de 8%.

## 8. Proyección Flujos de Caja de los Accionistas

### 8.1 Definiciones

El método seleccionado para realizar la valoración económica de Banco Santander es mediante el Flujo de Caja Patrimonial, el cual se define de la siguiente forma:

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

Donde:

$K_p$ : Es la tasa de descuento patrimonial determinada en los capítulos anteriores de 7,23%

$\text{Flujo de caja de los accionistas}_t$ : Utilidad – aumentos de capital

### 8.2 Requerimiento de capital regulatorio

Producto de que la regulación bancaria exige niveles mínimos de capital, se procede a determinar el capital regulatorio proyectado, de manera de verificar el cumplimiento regulatorio de la LGB. Lo descrito anteriormente se realizará de la siguiente manera:

1. Se realiza una estimación de los Activos Ponderados por Riesgo (APR), según lo establecido en la actual normativa de la CMF (R.A.N 12-1)<sup>9</sup>, para lo anterior:
  - a. Se obtienen los APR históricos
  - b. Se calcula un promedio del Indicador Reglamentario de Solvencia (IRS) y el Indicador Reglamentario de Endeudamiento (IRE)
2. Finalmente, posterior a obtener los indicadores de solvencia regulatoria proyectados, definidos como Indicador Reglamentario de Endeudamiento (IRE) e Indicador Reglamentario de Solvencia (IRS), se calcularán los cambios patrimoniales entre los años proyectados, estos resultados serán los aumentos de capital necesario para cumplir con los requerimientos del regulador según la Ley General de Bancos (LGB).

---

<sup>9</sup> Recopilación Actualizada de Normas 12-1; Patrimonio para efectos legales y reglamentarios - CMF

A continuación, se presenta la Adecuación Consolidada de Capital histórica:

Tabla N°39: Adecuación consolidada de capital

Cifras en miles de UF	2015	2016	2017	2018	jun-19
Capital Básico	106.703	108.878	114.418	117.521	117.723
Activos totales para capital	1.458.942	1.507.252	1.444.638	1.521.730	1.563.028
Patrimonio Efectivo	138.055	138.823	144.833	148.795	148.274
Act. Ponderados por Riesgo (APR)	1.032.327	1.033.773	1.041.559	1.110.078	1.129.331
<b>Ind. Reg. De Solvencia (IRS)</b>	<b>13,37%</b>	<b>13,43%</b>	<b>13,91%</b>	<b>13,40%</b>	<b>13,13%</b>
<b>Ind. Reg. De Endeudamiento (IRE)</b>	<b>7,31%</b>	<b>7,22%</b>	<b>7,92%</b>	<b>7,72%</b>	<b>7,53%</b>

Fuente: Adecuación Consolidada de Capital - Comisión para el Mercado Financiero

Donde:

- Indicador Reglamentario de Solvencia (IRS): Patrimonio Efectivo / Activos Ponderados por Riesgo
- Indicador Reglamentario de Endeudamiento (IRE): Capital Básico / Activos Totales

Finalmente, la Ley General de Bancos exige un IRS mínimo de 8% y un IRE mínimo de 3%.

Luego para proyectar los indicadores de capital y el aumento de capital requerido para cumplir con la regulación, se establecen algunos supuestos:

- La densidad de Activos Ponderados por Riesgo (APR) sobre Total de Activos se mantiene fija en el tiempo, dada su estabilidad en los datos históricos, este indicador se establece en 71,33% (promedio de últimos 5 años)
- Los indicadores de solvencia y endeudamiento, IRS e IRE respectivamente, se mantendrán fijos en el tiempo producto de su poca volatilidad en los últimos 5 años

Tabla N°40: Indicador regulatorio de solvencia y endeudamiento

Indicadores	2015	2016	2017	2018	jun-19	Proy.
Densidad APR	70,76%	68,59%	72,10%	72,95%	72,25%	71,33%
Ind. Reg. De Solvencia (IRS)	13,37%	13,43%	13,91%	13,40%	13,13%	13,45%
Ind. Reg. De Endeudamiento (IRE)	7,31%	7,22%	7,92%	7,72%	7,53%	7,54%

Fuente: Adecuación Consolidada de Capital - Comisión para el Mercado Financiero

A continuación, se presentan los resultados de las proyecciones de los indicadores reglamentarios de solvencia y endeudamiento, de acuerdo con los supuestos establecidos.

Tabla N°41: Indicador regulatorio de solvencia y endeudamiento proyectado

Cifras en miles de UF	2019	2020	2021	2022	2023
Capital Básico	125.399	132.901	140.413	148.342	156.613
Activos totales para capital	1.662.593	1.762.053	1.861.647	1.966.775	2.076.431
Patrimonio Efectivo	159.483	169.023	178.577	188.661	199.180
Act. Ponderados por Riesgo (APR)	1.185.910	1.256.854	1.327.893	1.402.879	1.481.096
Ind. Reg. De Solvencia (IRS)	13,45%	13,45%	13,45%	13,45%	13,45%
Ind. Reg. De Endeudamiento (IRE)	7,54%	7,54%	7,54%	7,54%	7,54%

Fuente: Elaboración propia a partir de las proyecciones realizadas

Una vez obtenidos estos valores, podemos decir que Banco Santander cumple con los mínimos regulatorios establecidos en la Ley General de Bancos, por lo que, se puede estimar los cambios patrimoniales de manera de obtener el flujo de caja de los accionistas.

### 8.3 Resultado de las proyecciones

A continuación, se presentan las variaciones patrimoniales, que explican los aumentos de capital de los accionistas y que conformaran el flujo de caja estimado para realizar la valoración:

Tabla N°42: Aumentos de capital proyectados

Cifras en miles de UF	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio t-1	119.393	127.115	134.663	142.222	150.202
Patrimonio t	127.115	134.663	142.222	150.202	158.526
<b>Aumentos de capital</b>	<b>7.723</b>	<b>7.547</b>	<b>7.560</b>	<b>7.980</b>	<b>8.324</b>

Fuente: Elaboración propia

Dicho lo anterior, se procede a estimar el flujo de caja patrimonial, restando a la utilidad proyectada los aumentos de capital. Destacar que para el año 2019, sólo se considerará el segundo semestre estimado anteriormente:

Tabla N°43: Flujo de caja de los accionistas

Cifras en miles de UF	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad (pérdida) del ejercicio	10.960	23.756	25.076	26.469	27.798
Aumentos de capital	(3.803)	(7.547)	(7.560)	(7.980)	(8.324)
<b>Flujo de caja de los accionistas</b>	<b>7.157</b>	<b>16.209</b>	<b>17.516</b>	<b>18.489</b>	<b>19.474</b>

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, con el flujo obtenido se puede estimar el valor económico de Banco Santander calculando el valor presente de los flujos de caja patrimoniales descontándolos a la tasa Kp calculada de 7,23%.

## 9. Valoración Económica por Flujos de Caja Descontados de los Accionistas

Para realizar la valoración económica de Banco Santander, se considera el flujo de caja de los accionistas, obtenido en el punto 8.3, una tasa de crecimiento  $g = 2,5\%$  y tasa de descuento  $K_p$  de  $7,23\%$ .

Tabla N°44: Resultado valoración económica por flujo de caja

Cifras en miles de UF	2019	2020	2021	2022	2023	Perp.
Utilidad del ejercicio	10.960	23.756	25.076	26.469	27.798	
Aumentos de capital	(3.803)	(7.547)	(7.560)	(7.980)	(8.324)	
Flujo de caja	7.157	16.209	17.516	18.489	19.474	19.474
Años desde la valoración	0,0	1,5	2,5	3,5	4,5	
Factor de descuento	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	
Valor presente flujo de caja	7.157	14.597	14.711	14.482	14.225	

Valoración Final	Total	Múltiplo	Veces
Valor presente flujo de caja	65.173	P/E 2020	15,6x
Valor presente valor terminal	304.964	P/E 2021	14,8x
<b>Valor patrimonial</b>	<b>370.137</b>	P/E 2022	14,0x

Resultados	Valor	Unidad
Número de acciones	188.446.127	Miles
Valor UF al 30/06/2019	27.903,30	UF
Valorización por acción vía flujo de caja	54,8	CLP
Valor acción precio de mercado al 30/06/2019	50,5	CLP
Múltiplo P/BV al 30/06/2019	3,0x	veces
Múltiplo P/E al 30/06/2019	16,7x	veces
%Diferencia precio acción mercado vs vía flujo de caja	8,5%	%

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, el valor real de la acción al 30 de junio de 2019 es de \$50,5, es decir, el valor económico que se obtuvo es un  $+8,5\%$  mayor al valor real de la acción. Con esto podemos concluir, que el valor obtenido se encuentra dentro de un rango razonable, y es cercano al valor de mercado de la acción a la fecha valorizada.

## 10. Valoración por Múltiplos

De manera de obtener una estimación complementaria de la valoración de Banco Santander, se utilizará la metodología de valoración por múltiplos comparables, y contrastar estos resultados con los obtenidos mediante el método de flujo de caja de los accionistas.

Para realizar esto, se utilizaron los dos actores más importantes en el mercado bancario de Chile, Banco de Chile y Banco de Crédito e Inversiones (BCI), obteniendo lo siguiente:

Tabla N°45: Información participantes de la industria

Al 30 de junio de 2019	Santander	Banco de Chile	BCI
Utilidad en miles de UF	10.632	10.524	8.293
Capitalización Bursátil en miles de UF	341.054	346.368	211.272
Número de acciones en miles	188.446.127	97.624.347	126.235
Precio acción en CLP	50,5	99,9	46.750

Fuente: Elaboración propia

Con los datos anteriores, se procede a calcular el ratio precio / utilidad (P/U):

$$P/U = \frac{\text{Precio de la acción}}{\text{Utilidad}}$$

Ratio	Banco de Chile	BCI	Promedio
Precio / utilidad (P/U)	16,46	12,74	14,60

Fuente: Elaboración propia

Con lo anterior, se obtuvo que el precio de la acción estimado mediante esta metodología es de \$58,0, por lo que, respecto a la valoración por flujo de caja de los accionistas y el valor real de la acción al 30 de junio de 2019, tenemos que:

Tabla N°46: Resultado valoración por múltiplos

Metodología	Resultado en CLP	Diferencia con valor real (\$50,5)
Flujo de caja de los accionistas	54,8	8,5%
Múltiplos comparables (P/U)	60,1	19,0%

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, la diferencia entre ambas metodologías es de +/- 9,6%.

## 11. Conclusiones

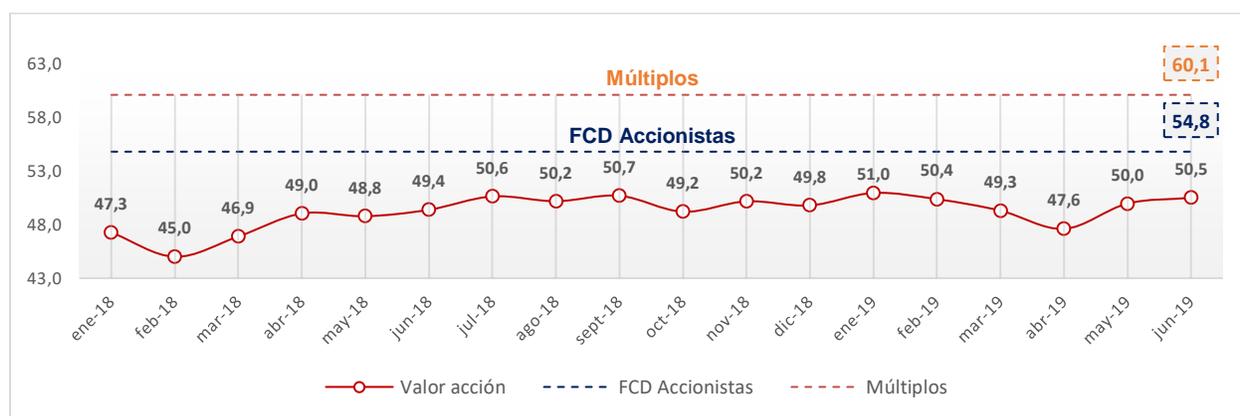
Para concluir, podemos decir que, con el análisis realizado en los capítulos anteriores, se logró determinar el valor patrimonial de Banco Santander Chile al 30 de junio de 2019, mediante dos metodologías de valoración, con estas, nos referimos a Flujos de Caja Descontados de los accionistas y por múltiplos. El objetivo de utilizar dos metodologías distintas, se basa en tener un modelo verificado y más robustas, que sea comparable con los valores transados en el mercado financiero.

El método de Flujo de Caja Descontado de los accionistas se definió como todos los flujos generados por la empresa, posterior a cumplir con las obligaciones y necesidades de reinversión, por lo que, es todo el exceso disponible posterior a los aumentos o retención de capital, descontados a la tasa de costo de capital  $K_p$  de 7,23%. Utilizando el método anteriormente descrito, se obtuvo un valor por acción de 54,8 CLP, un 8,5% por sobre el valor de mercado de la acción de 50,5 CLP. En cuanto a la metodología por múltiplos, se obtuvo un valor de la acción de 60,1 CLP, un 19,0% mayor al valor de mercado de la acción.

Resumen valoración Banco Santander Chile	CLP	%sobre valor real
Valor acción al 30 de junio de 2019	50,5	-
Valor acción por Flujo de Caja de los Accionistas	54,8	8,5%
Valor acción por Múltiplos	60,1	19,0%

Fuente: Elaboración propia

Con lo anterior, se puede concluir que el valor de mercado de la acción de Banco Santander Chile estimado al 30 de junio de 2019, se encuentra dentro de los rangos de mercado, y mediante ambos métodos levemente inferior, por lo que se podría realizar una recomendación de inversión en acciones de Banco Santander Chile.



Fuente: Elaboración propia

## 12. Bibliografía

- Finanzas Corporativas Teoría y Práctica, Carlos Maquieira V.
- Estado Financieros auditados, Banco Santander Chile
- Second Quarter Earnings Report 2019 – Banco Santander Chile
- Información de deuda emitida (bonos) de Bloomberg y RiskAmerica
- Métodos de valoración de empresas, documento de investigación DI-771, IESE Business School

## 13. Anexos

### 13.1 Construcción del modelo de valorización

Para realizar la valoración de Banco Santander mediante flujo de caja de los accionistas y múltiplos comparables, se debe realizar lo siguiente:

#### 1. Estimar el costo patrimonial y de capital

- a. Estructura de capital objetivo
  - i. Se calcula el patrimonio económico bursátil (P) para los cierres anuales desde 2015 a 2018, y posteriormente para junio de 2019. Lo anterior se realiza multiplicando el precio de la acción de mercado con el número de acciones emitidas, todo expresado en la UF del periodo para ser expresado en términos reales
  - ii. Luego se obtiene la deuda financiera (B), la cual considera todos los pasivos menos los impuestos corrientes, diferidos, provisiones y otros pasivos
  - iii. El valor de los activos los obtenemos como  $(B) + (P)$
  - iv. Finalmente se realiza el promedio de las estructuras de capital objetivo desde 2015, para B/V, P/V y B/P
- b. Beta patrimonial
  - i. Para la estimación se utilizaron precios de cierre semanales de la acción de Banco Santander, desde el 1 de julio de 2015 al 30 de junio de 2019, es decir, 104 retornos para el cálculo realizado a cada año (2007, 2018 y 2019)
  - ii. Se realiza la regresión con un 5% de significancia
- c. Costo de la deuda
  - i. Para estimar el costo de la deuda se utilizó como referencia el bono de más largo plazo que tiene Banco Santander, el cuál es un subordinado a 30 años plazo

- d. Beta de la deuda
  - i. Mediante el modelo CAPM se estima el beta de la deuda en base a la tasa de libre de riesgo dada y un premio por riesgo de mercado dado (de acuerdo a las indicaciones en el Taller AFE)
  
- e. Beta patrimonial sin deuda
  - i. Luego del resultado obtenido en el punto anterior, con el modelo de Rubinstein se calcula el beta patrimonial sin deuda. Para lo anterior, es necesario utilizar la estructura de capital, el beta patrimonial, y la tasa de impuestos corporativos promedio
  
- f. Beta patrimonial con deuda
  - i. En función del punto anterior, y junto con la estructura de capital objetivo y la tasa de impuestos corporativos de largo plazo se apalanca el beta mediante el modelo de Rubinstein
  
- g. Costo patrimonial
  - i. La estimación de la tasa de costo de capital se realiza con el modelo CAPM, la cual será la que se utilizará para valorizar Banco Santander, descontando con el flujo de caja de los accionistas
  
- h. Costo promedio ponderado
  - i. Para fines académicos se calcula el costo de capital promedio ponderado mediante la fórmula del WACC, esto ya que el cálculo no será utilizado para valorizar Banco Santander

## **2. Proyección de Estados Financieros**

- a. Proyección de la industria bancaria
  - i. La realización de las proyecciones de la industria bancaria, consideran proyectar las colocaciones del mercado mediante el cálculo de la elasticidad PIB/Colocaciones histórica, por lo que es fundamental tener la información del PIB y las colocaciones de la industria en términos reales de los últimos 10 años

- b. Proyección de colocaciones de Banco Santander
  - i. Luego de obtener la elasticidad PIB/Colocaciones, y mediante esta y el PIB proyectado obtener las colocaciones de la industria, se debe obtener la cuota de mercado o market share de Banco Santander Chile, de manera de aplicar este factor% sobre las colocaciones proyectadas y obtener las proyecciones para Banco Santander Chile
  
- c. Proyección de ingresos operacionales
  - i. Los ingresos operacionales se obtienen calculando la tasa activa de la industria de los últimos años, de manera de aplicar esta sobre las colocaciones proyectadas, no obstante, resulta fundamental analizar esta tasa en función de las tasas de mercado, o la TPM de manera de integrar las proyecciones macroeconómicas en los cálculos
  
- d. Proyección de Estado de Resultados
  - i. Luego de obtener los ingresos operacionales, se estimará el Estado de Resultados de Banco Santander Chile, esto mediante la proporción y estructura de este sobre ingresos operacionales, dado que la estructura es relativamente similar en el tiempo
  
- e. Proyección de Balance
  - i. Luego de obtener el Estado de Resultado y por consecuencia la utilidad contable, procederemos a estimar el Balance proyectado, esto mediante la proporción y estructura de este sobre total de activos

### **3. Proyección flujo de caja de los accionistas**

- a. Requerimiento de capital regulatorio
  - i. Producto de que la regulación bancaria exige niveles mínimos de capital, se procede a determinar el capital regulatorio proyectado, de manera de verificar el cumplimiento regulatorio de la LGB

- b. Posterior a la verificación de los cumplimientos regulatorios, se procede a calcular el Flujo de Caja de los accionistas, para esto se deben calcular los aumentos de capital, que dado que se cumplen las exigencias regulatorias, se definirán cómo todos los cambios patrimoniales entre el periodo t y t-1
- c. Dicho lo anterior, el Flujo de Caja de los accionistas se definirá cómo la utilidad del ejercicio – aumentos de capital

#### **4. Valoración mediante flujo de caja de los accionistas**

- a. La valoración se realiza con el flujo de caja de los accionistas, la estimación de la tasa de descuento  $K_p$  mediante el modelo CAPM y la tasa de crecimiento (g) para el cálculo del valor terminal

#### **5. Valoración mediante múltiplos comparables**

- a. El cálculo de los múltiplos comparables considera utilizar los principales actores de mercado, estimando en el caso particular de Banco Santander Chile el múltiplo precio/utilidad de Banco de Chile y Banco de Crédito e Inversiones, de manera de aplicar el promedio de estos sobre la utilidad obtenida en el último periodo proyectado, con esto se tendrá el resultado del valor del patrimonio y por consecuencia el valor de la acción

## 13.2 Recopilación Actualizada de Normas (R.A.N 12-1)

La normativa establece mecanismos para medir los niveles de solvencia y establecer requerimientos mínimos de capital. Dicho lo anterior, la normativa actual basada en los estándares de solvencia de Basilea I, establece requisitos mínimos de capital y solvencia, medida como Patrimonio Efectivo (PE) sobre Activos Ponderados por Riesgo de Crédito (APRC), en donde esta relación no puede ser inferior al 8%, es decir, los APRC no pueden exceder en 12,5 veces el PE.

En cuanto al cálculo del PE este se mide cómo la suma de:

- **Capital Básico:** Corresponde al patrimonio de los tenedores de la entidad, es decir, las partidas que componen el patrimonio presentado en el balance consolidado del banco, que se compone de:
  - Capital: Corresponde al capital pagado o acciones adquiridas por el propio banco
  - Reservas: Corresponde al sobreprecio pagado por acciones, reservas provenientes de utilidades y otras que no provengan de estas
  - Cuentas de valoración: Representan los ajustes realizados en instrumentos de inversión, derivados de cobertura de flujo de caja y de diferencias de conversión que no son parte del resultado integral del banco y no reflejado en el EE.RR
  - Utilidades retenidas: Es la suma de las utilidades retenidas de ejercicios anteriores, utilidad o pérdida del ejercicio y la provisión para dividendos mínimos<sup>10</sup>
- **Interés Minoritario:** Es la porción de capital de los accionistas ajenos a la compañía controladora, también llamado interés no controlador, y que como límite máximo es el 20% del capital básico, si dicho monto es superior sólo se computara hasta ese porcentaje
- **Bonos Subordinados computables:** Esto aplica para bonos emitidos sobre 5 años, donde el máximo computable como PE es el 50% del Capital Básico<sup>11</sup>, cuando el bono tenga una maturity menor a 5 años comenzará a computar 20% menos cada año
- **Provisiones Voluntarias:** Constituidas por el banco y que no pueden ser superior al 1,25% de los Activos Ponderados por Riesgo de Crédito (APRC)

---

<sup>10</sup> El pago de dividendos mínimo obligatorio para entidades bancarias es de 30%

<sup>11</sup> Los detalles y características están establecidos en la Recopilación Actualizada de Normas de la SBIF, capítulo 9-6 "Bonos Subordinados"

Y deducciones de:

- **Goodwill:** El cual corresponde a un activo intangible asociado con la compra de una compañía por parte de otra. En específico es la plusvalía que se registra en una situación en la que el precio de compra es mayor que la suma del valor razonable de todos los activos tangibles e intangibles identificables comprados en la adquisición y los pasivos asumidos en el proceso<sup>12</sup>

Cálculo de los Activos Ponderados por Riesgo de Crédito (APRC):

Los activos que estarán medidos en función de su riesgo de crédito serán los siguientes:

- Total de activos de balance del banco sin considerar contratos de derivados financieros y activos deducidos en patrimonio efectivo
- Equivalentes de crédito de los instrumentos derivados, que corresponde al valor razonable del instrumento derivado, más un monto adicional que se obtiene aplicando sobre el notional un factor de conversión que depende del activo subyacente y del plazo de vencimiento, de acuerdo a si es un derivado de tasas, monedas o acciones
- Exposición a créditos contingentes neto de provisiones

Dicho lo anterior, en vista del total de activos para cálculos de APRC, su medición se realiza en función de una clasificación de 5 categoría y una adicional llamada intermedia, de la siguiente manera<sup>13</sup>:

Clasificación	Ponderación
Categoría 1	0%
Categoría Intermedia	2%
Categoría 2	10%
Categoría 3	20%
Categoría 4	60%
Categoría 5	100%

<sup>12</sup> Activo intangible no amortizable de acuerdo a la Ley N° 20.780

<sup>13</sup> Elaboración propia, en base a la Recopilación Actualizada de Normas 12-1 de la SBIF

- **Categoría 1:** Corresponde a los activos más líquidos y de bajo riesgo de crédito o contraparte, y donde se incluye la caja y las exposiciones con el Banco Central, junto con los fondos depositados a la vista en instituciones financieras regidas por la Ley General de Bancos
- **Categoría Intermedia:** Incluye las operaciones sobre instrumentos derivados compensados y liquidados a través de una Entidad de Contraparte Central, cuando esta se constituya irrevocablemente en acreedora y deudora de los derechos y obligaciones que deriven de estas operaciones<sup>14</sup>
- **Categoría 2:** Instrumentos financieros emitidos o garantizados por el Fisco de Chile, junto con los impuestos corrientes y diferidos, a lo anterior se suman los Instrumentos financieros emitidos o garantizados por Estados o bancos centrales de países extranjeros calificados en primera categoría de riesgo<sup>15</sup>. Finalmente, el monto de los créditos que sean objeto de la garantía estatal establecida en la Ley N° 20.027
- **Categoría 3:** Abarca todas las exposiciones contra cualquier institución financiera regida por la LGB, depósitos a plazo constituidos en bancos el exterior que no tengan vencimiento superior a 180 días y categoría de riesgo no inferior a A-<sup>17</sup>
- **Categoría 4:** Incluye préstamos con garantía hipotecaria para vivienda, es decir, todas las colocaciones para vivienda, depósitos a plazo constituidos en el exterior con vencimiento superior a 180 días clasificador en categoría de riesgo no inferior a A- y exposiciones de créditos contingentes ponderados
- **Categoría 5:** Esta categoría incluye todos los activos no considerados en categorías anteriores, principalmente incluye activo fijo, activos por usar bienes en arrendamiento<sup>16</sup>, créditos comerciales y de consumo así cómo toda exposición en el exterior que no cumpla los requisitos antes descritos

---

<sup>14</sup> La Entidad de Contraparte Central (ECC) que opera para las entidades bancarias es ComDer Contraparte Central S.A., sociedad administradora constituida como ECC, en conformidad al Título II de la Ley 20.345, para gestionar sistemas de compensación y liquidación de Instrumentos Financieros

<sup>15</sup> Se acepta clasificaciones de Fitch, Moody's, Standard & Poor's y Dominion Bond Rating Service (DBRS) de acuerdo a la Recopilación Actualizada de Normas 1-12 de la SBIF "Nomina de empresas calificadoras internacionales"

<sup>16</sup> Corresponde a la aplicación de la norma de IFRS 16 que entro en vigencia el 1 de enero de 2019

### 13.3 Detalle de bonos vigentes

Nemotécnico	Serie	Tipo	Emisión	Plazo	Nominal Inscrito	Nominal Colocado	Valor par	Moneda	Amort.	T.E (Kd)	T.M (Kb)	Periodicidad	Pagos	Fitch	Feller
USTD-M301	H-1	C	01-07-1999	22,0	2.000.000	2.000.000	404.716	UF		5,50%				AAA	AAA
USTD-X1107	M	S	01-03-2001	25,5	5.000.000	5.000.000	5.079.837	UF	Bullet	4,80%	4,72%	Semestral	51	AA	AA+
USTD-Z1207	Z	S	01-12-2007	25,0	2.000.000	2.000.000	2.013.054	UF	Bullet	4,00%	3,97%	Semestral	50	AA	AA+
										0,00%				AA+	AA+
	Y-2	C	01-02-2008	25,0	3.000.000	3.000.000	1.768.918	UF		0,00%				AAA	AAA
USTDG10508	G-1	S	02-05-2008	25,0	3.000.000	3.000.000	3.019.095	UF	Bullet	3,90%	3,88%	Semestral	50	AA	AA+
USTDG20908	G-2	S	01-09-2008	30,0	3.000.000	3.000.000	3.047.920	UF	Bullet	4,80%	4,72%	Semestral	60	AA	AA+
USTDG50710	G-5	S	01-04-2011	20,0	3.000.000	4.000.000	4.038.676	UF		3,90%				AA	AA+
USTDG30710	G-3	S	01-07-2010	25,0	3.000.000	3.000.000	3.058.500	UF	Bullet	3,90%	3,83%	Semestral	50	AA	AA+
USTDG40710	G-4	S	01-07-2010	30,0	3.000.000	3.000.000	3.058.500	UF	Bullet	3,90%	3,83%	Semestral	60	AA+	AA
	F-C	C	01-08-2010	14,0	4.000.000	4.000.000	4.073.763	UF		4,50%				AAA	AAA
	E-3	C	01-01-2011	8,5	4.000.000	4.000.000	4.070.000	UF		3,50%				AAA	AAA
USTDH10411	H-1	S	01-04-2011	30,0	4.000.000	4.000.000	4.038.675	UF	Bullet	3,90%	3,86%	Semestral	60	AA	AA+
BSTDE51211	E-5	C	01-12-2011	10,0	25.000.000.000	25.000.000.000	25.127.675.157	CLP	Bullet	6,30%	6,27%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTDE61211	E-6	C	01-04-2012	10,0	4.000.000	4.000.000	4.034.733	UF	Bullet	3,50%	3,47%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTDE81211	E-8	C	01-12-2012	10,0	25.000.000.000	25.000.000.000	25.272.667.775	CLP	Bullet	6,60%	6,53%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTDE91211	E-9	C	01-01-2013	10,0	2.000.000	2.000.000	2.036.000	UF	Bullet	3,60%	3,54%	Semestral	20	AAA	AAA
HSTDA0713	A-A	H	01-07-2013	15,0	3.000.000	3.000.000	2.094.651	UF	Francés	3,20%	4,58%	Semestral	30	AAA	AAA
BSTDEC0913	EC	C	01-09-2013	10,0	2.000.000	2.000.000	2.023.319	UF	Bullet	3,50%	3,46%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTDED0114	ED	C	01-01-2014	7,0	2.000.000	2.000.000	2.035.000	UF	Bullet	3,50%	3,44%	Semestral	14	AAA	AAA
HSTDA0414	AB	H	01-04-2014	18,0	5.000.000	1.500.000	1.174.492	UF	Francés	3,20%	4,09%	Semestral	36	AAA	AAA
BSTDEE0114	EE	C	01-01-2014	20,0	4.000.000	-	-	UF	Bullet	3,75%		Semestral	40	AAA	AAA
BSTDEF0114	EF	C	01-01-2014	10,0	2.400.000	2.400.000	2.440.800	UF	Bullet	3,40%	3,34%	Semestral	20	AAA	AAA
	H-2	S	01-09-2014	25,0	3.000.000	-	-	UF		3,00%				AA	AA+
	H-3	S	01-09-2014	25,0	3.000.000	-	-	UF		3,15%				AA	AA+
BSTDSA0714	S-A	C	01-07-2014	10,0	5.000.000	5.000.000	5.075.000	UF	Bullet	3,00%	2,96%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTDSB0714	S-B	C	01-07-2014	5,0	5.000.000	4.080.000	4.134.060	UF	Bullet	2,65%	2,62%	Semestral	10	AAA	AAA
BSTSDC0614	S-C	C	01-06-2014	10,0	200.000.000.000	200.000.000.000	200.965.346.145	CLP	Bullet	5,95%	5,92%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTSDF1014	S-F	C	01-10-2014	5,5	3.000.000	3.000.000	3.022.339	UF	Bullet	3,00%	2,98%	Semestral	11	AAA	AAA
BSTSG1014	S-G	C	01-10-2014	11,0	3.000.000	3.000.000	3.024.563	UF	Bullet	3,30%	3,27%	Semestral	22	AAA	AAA
BSTDP10115	P-1	C	01-01-2015	10,0	50.000.000.000	50.000.000.000	51.450.000.000	CLP	Bullet	5,80%	5,64%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTDP20115	P-2	C	01-01-2015	5,0	100.000.000.000	100.000.000.000	102.600.000.000	CLP	Bullet	5,20%	5,07%	Semestral	10	AAA	AAA
BSTDP30115	P-3	C	01-01-2015	7,0	50.000.000.000	50.000.000.000	51.375.000.000	CLP	Bullet	5,50%	5,35%	Semestral	14	AAA	AAA
BSTDP40115	P-4	C	01-03-2015	5,0	150.000.000.000	132.510.000.000	134.625.068.240	CLP	Bullet	4,80%	4,72%	Semestral	10	AAA	AAA
BSTDP50115	P-5	C	01-03-2015	7,0	150.000.000.000	75.000.000.000	76.321.645.176	CLP	Bullet	5,30%	5,21%	Semestral	14	AAA	AAA
BSTDP60115	P-6	C	01-03-2015	5,0	3.000.000	3.000.000	3.022.495	UF	Bullet	2,25%	2,23%	Semestral	10	AAA	AAA
BSTDP70115	P-7	C	01-03-2015	7,5	3.000.000	3.000.000	3.023.987	UF	Bullet	2,40%	2,38%	Semestral	15	AAA	AAA
BSTDP80115	P-8	C	01-03-2015	5,5	3.000.000	3.000.000	3.022.481	UF	Bullet	2,25%	2,23%	Semestral	11	AAA	AAA
BSTDP90115	P-9	C	01-03-2015	10,5	5.000.000	5.000.000	5.043.308	UF	Bullet	2,60%	2,58%	Semestral	21	AAA	AAA
BSTDR10915	R-1	C	01-09-2015	5,5	15.000.000	15.000.000	15.125.053	UF	Bullet	2,50%	2,48%	Semestral	11	AAA	AAA
BSTDR20915	R-2	C	01-09-2015	7,5	10.000.000	10.000.000	10.086.698	UF	Bullet	2,60%	2,58%	Semestral	15	AAA	AAA
BSTDR30915	R-3	C	01-09-2015	10,5	10.000.000	10.000.000	10.099.984	UF	Bullet	3,00%	2,97%	Semestral	21	AAA	AAA
BSTDR40915	R-4	C	01-09-2015	5,5	100.000.000.000	89.010.000.000	90.638.514.104	CLP	Bullet	5,50%	5,40%	Semestral	11	AAA	AAA
BSTDR51215	R-5	C	01-12-2015	7,0	7.000.000	7.000.000	7.014.582	UF	Bullet	2,55%	2,54%	Semestral	14	AAA	AAA
BSTDR61215	R-6	C	01-12-2015	9,0	7.000.000	7.000.000	7.015.149	UF	Bullet	2,65%	2,64%	Semestral	18	AAA	AAA
	A-C	H	01-01-2015	6,0	3.583.805	-	-	CLP		5,50%				AAA	AAA
BSTD010216	T-uno	C	01-02-2016	4,0	7.000.000	7.000.000	4.036.105	UF	Bullet	2,20%	3,82%	Semestral	8	AAA	AAA
BSTD020216	T-dos	C	01-02-2016	4,5	5.000.000	5.000.000	5.046.173	UF	Bullet	2,25%	2,23%	Semestral	9	AAA	AAA
BSTD031215	T-tres	C	01-12-2015	5,0	5.000.000	-	-	UF		2,30%		Semestral	10	AAA	AAA
BSTD040216	T-cuatro	C	01-02-2016	5,5	8.000.000	4.000.000	4.038.580	UF	Bullet	2,35%	2,33%	Semestral	11	AAA	AAA
BSTD050216	T-cinco	C	01-02-2016	6,0	5.000.000	5.000.000	5.049.218	UF	Bullet	2,40%	2,38%	Semestral	12	AAA	AAA
BSTD060216	T-seis	C	01-02-2016	6,5	5.000.000	3.000.000	3.008.496	UF	Bullet	2,45%	2,44%	Semestral	13	AAA	AAA
BSTD070216	T-siete	C	01-02-2016	7,0	5.000.000	5.000.000	5.051.274	UF	Bullet	2,50%	2,47%	Semestral	14	AAA	AAA
BSTD080216	T-ocho	C	01-02-2016	7,5	8.000.000	5.000.000	5.052.327	UF	Bullet	2,55%	2,52%	Semestral	15	AAA	AAA
BSTD090216	T-nueve	C	01-02-2016	8,0	5.000.000	5.000.000	5.053.327	UF	Bullet	2,60%	2,57%	Semestral	16	AAA	AAA
BSTD100216	T-diez	C	01-02-2016	8,5	5.000.000	5.000.000	5.053.337	UF	Bullet	2,60%	2,57%	Semestral	17	AAA	AAA
BSTD110216	T-once	C	01-02-2016	9,0	5.000.000	5.000.000	5.054.340	UF	Bullet	2,65%	2,62%	Semestral	18	AAA	AAA
BSTD120216	T-doce	C	01-02-2016	9,5	5.000.000	5.000.000	5.055.388	UF	Bullet	2,70%	2,67%	Semestral	19	AAA	AAA
BSTD130216	T-trece	C	01-02-2016	10,0	5.000.000	5.000.000	5.056.393	UF	Bullet	2,75%	2,72%	Semestral	20	AAA	AAA
BSTD140216	T-catorce	C	01-02-2016	11,0	18.000.000	6.000.000	6.068.907	UF	Bullet	2,80%	2,77%	Semestral	22	AAA	AAA
BSTD150216	T-quince	C	01-02-2016	12,5	5.000.000	5.000.000	5.061.528	UF	Bullet	3,00%	2,96%	Semestral	25	AAA	AAA
BSTD160216	T-dieciséis	C	01-02-2016	5,5	100.000.000.000	100.000.000.000	102.131.490.760	CLP	Bullet	5,20%	5,09%	Semestral	11	AAA	AAA
BSTDU04117	U-4	C	10-01-2017	5,0	75.000.000.000	75.000.000.000	76.372.500.000	CLP	Bullet	ICP + 1,00%		Anual	5	AAA	AAA
	U-5	C	01-07-2017	5,0	3.583.805	-	-	CLP		4,40%				AAA	AAA
	U-6	C	01-10-2017	5,3	3.583.805	-	-	CLP		4,45%				AAA	AAA
BSTDU30618	U-3	C	11-06-2018	3,0	75.000.000.000	75.000.000.000	75.127.500.000	CLP	Bullet	ICP + 1,00%		Anual	3	AAA	AAA
BSTDU70518	U-7	C	11-06-2018	3,0	75.000.000.000	-	-	CLP		ICP + 1,00%		Anual	3	AAA	AAA
BSTDU10618	U-1	C	11-06-2018	4,0	100.000.000.000	-	-	CLP		ICP + 1,00%		Anual	4	AAA	AAA
BSTDU21118	U-2	C	12-11-2018	4,0	100.000.000.000	-	-	CLP		ICP + 1,00%		Anual	4	AAA	AAA
BSTDU91118	U-9	C	19-11-2018	3,0	75.000.000.000	75.000.000.000	76.695.000.000	CLP	Bullet	ICP + 1,00%		Anual	3	AAA	AAA