

FACULTAD DE
**ECONOMÍA Y
NEGOCIOS**
UNIVERSIDAD DE CHILE

VALORIZACIÓN BANCO SANTANDER CHILE

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

Alumno: George E. Navarro Fuentes
Profesor: Máximo Errázuriz de Solminihac

Dedicatoria:

Para mi incondicional compañera de vida, Alejandra Vásquez por motivarme, su apoyo en esta etapa y siempre creer en mí. Para mis padres Marcela Fuentes y Diego Bravo por el apoyo y comprensión.

Agradecimientos:

A Máximo Errázuriz por su incondicional apoyo y guía en el desarrollo de este trabajo

A mis compañeros de trabajo de Banco Santander por su comprensión y apoyo en este proceso.

Índice

Capítulo I: Metodología.....	8
I.I Principales métodos de valoración	8
I.II Modelo de descuento de dividendos.....	9
I.III Método de flujos de caja descontados.....	10
I.IV Valorización de Instituciones Financieras.	13
I.V Cash Flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista	14
I.VI Principales características que respaldan la decisión de escoger el Cash Flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista	15
I.VII Método de múltiplos.....	18
Capítulo II: Descripción de la empresa e industria	20
II.I Industria Bancaria.	20
II.II Descripción Banco Santander S.A Chile	22
II.III Precio de la acción de Banco Santander en el Mercado al 30 de junio 2020.	23
II.IV Segmento de Negocio Banco Santander S.A Chile	24
II.V Avances e innovaciones de Banco Santander Chile.....	27
II.VI Estrategia de Banco Santander Chile S.A.....	29
II.VII Panorama COVID-19 o SARS CoV-2 Banco Santander Chile S.A.	30
II.VIII Percepción del Banco Central plasmada en el Informe de estabilidad Financiera:	33
Capítulo III: Aspectos contables y financieros de Banco Santander Chile S.A.	42
III.I Base de preparación y/o marco regulatorio.....	42
III.II Principales activos	43
III.II Indicadores Financieros Banco Santander.....	44
Capítulo IV: Tipos de Financiamiento Banco Santander Chile S.A.....	47
IV.I Estructura de Financiamiento:.....	47
IV.II Estructura de Capital de Banco Santander Chile S.A.....	50
Capítulo V: Estimación de costo de capital de la empresa	53
V.I Costo de la Deuda	53
V.II Beta de la deuda.....	53
V.III Estimación del beta patrimonial.	54

V.IV Beta patrimonial sin deuda:.....	55
V.V Beta patrimonio con estructura de capital objetivo:	56
V.VI Costo patrimonial.....	56
Capítulo VI: Análisis operacional del negocio e industria	58
VI.I Análisis de crecimiento de la empresa.....	58
VI.II Análisis de crecimiento de la industria	61
VI.III Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa	69
VI.IV Análisis del resultado no operacional de la empresa	74
VI.V Análisis de los activos de la empresa.....	74
Capítulo VII: Proyección del Estado de Resultado de Banco Santander.	77
VII.I Ingresos Operacionales Históricos.....	78
VII.II Costos Operacionales Históricos.	79
VII.III Resultados Operacionales Netos proyectados.....	81
VII.IV Resultados No Operacionales Proyectados.	84
VII.V Impuestos Corporativos Proyectados.	85
VII.VI Estado de Resultados proyectados en miles de UF.	86
VII.VII Supuestos Utilizados.	87
VII.VIII Estado de Resultados proyectados porcentual.	88
Capítulo VIII: Proyección del Patrimonio y los Flujos de Cajas del Patrimonio	89
VIII.I Proyección de los flujos de cajas del patrimonio de Banco Santander Chiles contemplado para los peritos 2020 a 2024 (perpetuo):	91
VIII.II Verificación de la calidad de la proyección de Banco Santander, en base a los análisis de los indicadores financieros calculados:	93
Capitulo IX: Valorización por múltiplos.	94
Capitulo X: Valorización por el Modelo de Descuento de Dividendos (DDMs)	98
X.I Razones por las que no se considera como método principal:	100
Capítulo XI: Opiniones de Analistas especializados.....	101
Capitulo XII: Análisis de sensibilidad.....	102
XII.I: Impacto frente a un alza de la tasa de Interés.....	102
Conclusión.....	106
Anexos	109
Bibliografía.....	115

Resumen ejecutivo

El presente informe tiene como objetivo dar a conocer la valorización de Banco Santander Chile S.A. al 30 de junio 2020. Esta valorización se realizó basada en el método de Flujo de caja para los accionistas y se comparó con el método de múltiplos Price to Earnings, Price to Book y método de Descuento de Dividendos (DDMs).

Industria Bancaria

La industria bancaria en Chile es una de las industrias más sólidas y más reguladas, siendo regulada por la Comisión de Mercados Financieros “CMF”, el Banco Central y el Servicio de Impuestos Internos “SII”. En el último periodo la industria ha aumentado el nivel de sus colocaciones en un 8,68% (dic 2018 a dic 2019) y un 1,48% en los últimos 6 meses (de dic 2019 a jun 2020) teniendo en cuenta que el último semestre se ve afectado fuertemente por la actual crisis sanitaria.

Banco Santander Chile:

Banco Santander se enmarca dentro de la industria financiera, siendo esta una de las entidades más relevantes en el sector bancario, manteniendo una participación promedio en los últimos años entorno al 17%, es considerado un banco sistemático¹ en el mercado local. Adicionalmente, al igual que en la industria el nivel de sus colocaciones ha incrementado en menor medida a causa de la crisis sanitaria y el nivel de sus provisiones ha aumentado a causa de la incertidumbre.

¹ Un banco sistémico es aquel que, debido a su tamaño e importancia de sus negocios, cuenta con una gran relevancia dentro del mercado. Son aquellos que se consideran esenciales para mantener la estabilidad y cuyos problemas pueden afectar sobremanera al sistema financiero de un determinado país (incluso de manera internacional)

Índices de rentabilidad	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
ROA - Banco Santander	1,3%	1,3%	1,6%	1,5%	1,1%	0,8%
ROE - Banco Santander	16,2%	16,3%	18,2%	18,0%	15,9%	6,2%

Índices de solvencia	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Indicador Reglamentario de Solvencia (PE / APR Crédito) - Banco Santander	10,5%	10,6%	11,1%	10,7%	10,4%	10,2%
Indicador Reglamentario de Endeudamiento (C.Básico/Total de Activos) - Banco Santander	7,3%	7,2%	7,9%	7,7%	7,0%	6,8%

Otra mediciones	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Crecimiento de las Colocaciones - Banco Santander	6,2%	4,6%	0,2%	6,2%	6,8%	7,5%

Provisiones	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Provisiones por riesgo de crédito	-1,6%	-1,3%	-1,1%	-1,1%	-1,3%	-0,8%

Ratios	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
NIM	4,7%	4,3%	4,5%	4,4%	3,9%	1,9%

**Datos a junio 2020 se encuentran anualizados*

Metodología y Valorización:

La metodología utilizada fue la valorización del flujo de caja para los accionistas “Cost of Equity” dado que este método es el más usado y exacto a la hora de valorizar una institución financiera, dado que este modelo es el único que captura la exigencia normativa de requerimiento de capital para sostener el crecimiento de una empresa financiera, es por esto, que la tasa WACC “Weighted Average Cost of Capital” no se emplea para valorizar Bancos, sin embargo, a modo de ilustración también fue calculada. Los resultados obtenidos en esta valorización utilizando el flujo de caja del accionista realizado al 30 de junio 2020, se encuentra muy en línea en relación al valor observado en el mercado a esta misma fecha, el valor estimado obtenido mediante la valorización es de \$35,5 pesos por acción, siendo el valor vigente en el periodo de valorización de \$33,6 pesos por acción. La tasa de descuento o tasa de costo patrimonial real utilizada para la valorización de la acción de Banco Santander Chile S.A es de 7,31%

Múltiplos:

De manera complementaria se ha calculado los valores de los múltiplos “Price to Book” y “Price to Earnings” que obtuvieron un valor de \$33,1 y 33,6 pesos por acción respectivamente. La tasa de descuento o tasa de costo patrimonial real utilizada para la valorización de la acción de Banco Santander Chile S.A es de 7,31%

DDMS:

Adicionalmente se calcula el valor estimado de la acción de Banco Santander Chile en base al modelo de valuación con el método de Gordon y Shapiro obteniendo como resultado \$33,4 por acción. La tasa de descuento o tasa de costo patrimonial real utilizada para la valorización de la acción de Banco Santander Chile S.A es de 7,31%

Comprobación

Para comprobar la calidad de la valorización realizada se ha comparado en base a sus razones financieras entre el periodo de valorización comprendido en los periodos entre 2020 a 2024. El índice de Requerimiento de capital según Basilea III se mantiene dentro de lo exigido (11%) para los periodos proyectados, en cuanto a los indicadores ROA y ROE proyectados presentan una disminución respecto a los periodos anteriores y un posterior aumento muy en línea con la recuperación de mercado esperada debido a la crisis social que enfrentó el país a fines de año 2019 y por la actual emergencia sanitaria producto del Covid-19.

Índices de rentabilidad	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
ROA - Banco Santander	0,6%	0,5%	0,8%	1,0%	1,2%
ROE - Banco Santander	7,2%	6,5%	9,2%	12,7%	14,7%

Índices de solvencia	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Indicador Reglamentario de Solvencia (PE / APR Crédito) - Banco Santander	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Indicador Reglamentario de Endeudamiento (C.Básico/Total de Activos) - Banco Santander	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%

Otra mediciones	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Crecimiento de las Colocaciones - Banco Santander	-14,2%	6,7%	4,5%	3,0%	4,0%

Provisiones	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Provisiones por riesgo de crédito	-2,5%	-2,6%	-2,2%	-1,7%	-1,4%

Ratios	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
NIM	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%

Resumen Valorización Banco Santander Chile S.A. al 30 de junio 2020

Conceptos	Valores	Unidades
Valor presente flujo de caja MMUF\$	35,8	MMUF\$
Valor presente valor terminal MMUF\$	197,2	MMUF\$
Valor patrimonial MMUF\$	233,0	MMUF\$

UF Jun 2020 \$	28.696,42	CLP
valor CLP \$	6.687.148.590.299	CLP
Total Acciones n°	188.446.126.794	Q

Tasa de descuento Kp	7,31%	%
Tasa de descuento WACC	4,32%	%

Conceptos	Valores	Unidades
Valor estimado de la acción según método FCE \$	35,5	CLP
Precio de mercado de la acción (Close) al 30/06/2020 \$	33,6	CLP
Delta \$	1,9	CLP
Desviación calculo v/s valor de mercado %	5,6%	%

Valor estimado de la acción según método price to book	33,1	CLP
Valor estimado de la acción según método PER (Price to Earnings Ratio)	33,6	CLP
Valor estimado de la acción según método DDMs	33,4	CLP

Valor estimado según Analistas especializados Pomedio \$	37,9	CLP
Valor estimado según Analistas especializados Bloomberg C. \$	38,6	CLP

Capítulo I: Metodología

I.1 Principales métodos de valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor económico para la compañía. La literatura ofrece diversos grupos de métodos de valoración, los cuales se basan en: i) las cuentas del balance de la empresa, ii) las cuentas de resultados de la empresa, iii) en las cuentas del balance y de resultados de la empresa (métodos mixtos) o iv) en el descuento de flujo de fondos². Por ello, los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en un determinado momento. Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor 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 comparables³. Nos concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración, el método de múltiplos y el 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.

² Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

³ Maquieira, Carlos. "Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica". Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp. 249-277.

I.II Modelo de descuento de dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valoración de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

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

Dónde: *DPA*, es el dividendo por acción; y *K_p*, es la rentabilidad exigida a las acciones. La rentabilidad exigida a las acciones, conocida también como el 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:

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

Dónde: *DPA₁*, son los dividendos por acción del próximo periodo.⁴

⁴ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000, p. 36.

I.III 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, siendo el punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja. Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el método de FCD. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías.⁵

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

⁵ Aswath Damodaran. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second Edition (2002), p. 382.

y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

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

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

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial (k_p). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “costo de capital promedio ponderado” (WACC, por 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 el método de 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.

I.IV Valorización de Instituciones Financieras.

La valoración de instituciones financieras es una estimación de su valor de mercado en términos monetarios, calculada en un momento determinado, en base a factores macroeconómicos que afectan la posición financiera de la empresa en términos de rentabilidad y riesgo. Así, el valor va a ser el principal determinante de la salud financiera y sostenibilidad de un banco⁶. Los principios que rigen este tipo de valoración, se basan en el ejercicio que las instituciones financieras generan valor al invertir capital y generan retornos producto de actividades realizadas dentro del giro de su negocio; retornos que exceden su costo de capital y que adicionalmente les permite cumplir con la regulación financiera vigente⁷.

Metodología de valoración de Instituciones Financieras.

Los modelos más acertados para valorizar una institución financiera son:

- Flujo de Caja Descontado para el Accionista (“Cash Flow to Equity”).
- Múltiplos de empresas comprables (“Método de Múltiplos”).

Siendo el más utilizado y aceptado el “Cash Flow to Equity” y de acuerdo a lo Mencionado por Damodaran este es el mejor modelo que captura las características específicas del negocio bancario.

⁶ Deev, O. (2011) Methods of Banks Valuation: A Critical Overview. Financial Assets and Investing No. 3 18-81.

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

I.V Cash Flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista

Esta metodología se basa en la valorización del capital descontando los flujos futuros para el accionista a costo de capital (k_p).

A diferencia de las instituciones no financieras que su requerimiento de inversión y/o capital, están basadas en el CAPEX, las instituciones financieras basan su requerimiento de capital para cumplir con la normativa de capital regulatorio, para mantener su nivel de solvencia estipulado por el regulador. De esto podemos desprender que el flujo de caja del accionista se genera por:

$$FCA = Beneficio\ neto(t) - inversión\ en\ capital\ regularotio(t)$$

Esta expresión está considerada para un periodo t , en consecuencia, si la extendemos en “ n ” periodos (periodos n que ocuparemos en esta valorización), el valor del capital está dado por la siguiente ecuación:

$$Valor\ del\ Capital = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1 + k_p)^t}$$

Donde:

$FCA_t = Flujo\ de\ caja\ del\ accionista\ en\ el\ periodo\ t.$

$k_p = costo\ patrimonial\ (tasa\ de\ descuento\ exigida\ por\ el\ accionista).$

I.VI Principales características que respaldan la decisión de escoger el Cash Flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista⁸

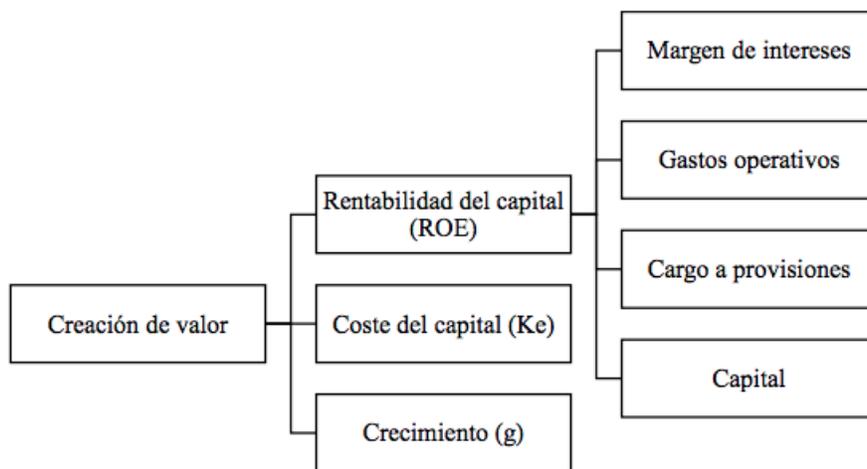
- 1) **Superposición regulatoria:** estas empresas están fuertemente reguladas. Estas deben mantener un ratio de capital regulatorio, calculado sobre la base del valor libro del patrimonio y sus operaciones, para garantizar que no se expanden más allá de sus posibilidad y así poner en riesgo a sus titulares o depositantes. Estas empresas a menudos se ven limitadas en donde invertir sus fondos. La entrada para nuevas empresas y fusiones están fuertemente controlada por las entidades reguladoras. Esto es importante ya que si las restricciones regulatorias están cambiando o se espera que cambien, agrega una capa de incertidumbre (riesgo) para el futuro, que puede tener un efecto sobre el valor de estas entidades.
- 2) **Diferencias en la regulación contable:** Las reglas contables utilizadas para medir las ganancias y registrar el valor libro es diferente para las empresas de servicios financieros que el resto del mercado. Los activos de las empresas de servicios financieros tienden a ser instrumentos que a menudo tienen un mercado activo. Como consecuencias estas entidades contabilizan estos instrumentos a valor de mercado. Otro aspecto es que la naturaleza de las de una empresa de servicios financieros es que largos períodos de rentabilidad se intercalan con breves períodos de grandes pérdidas, para esto se han desarrollado estándares contables para contrarrestar esta tendencia y generar ingresos más suaves (Provisiones para pérdidas y nivelación de ganancias).

⁸ Damoradan. A (2013). Valuing Financial Service Firms. Journal of financial perspective, vol 1.

- 3) **Deuda y Capital:** En los EEFF que se utilizan para describir las empresas, solo hay dos formas de recaudar fondos para financiar una entidad: Deuda y Capital. Sin embargo, a diferencia de otras entidades, las instituciones financieras no ven la deuda como una fuente de capital para estas empresas la deuda es como su materia prima, algo para moldear en otros productos (financieros) que se pueden vender a un mayor precio y producir ganancias. En consecuencia, el capital de las empresas de servicios financieros parece estar definido estrictamente como que incluye solo capital social. Esta definición de capital se refuerza por las autoridades reguladoras, quienes evalúan los ratios de capital social de los bancos y empresas de seguros.
- 4) **Estimar los flujos de efectivo es difícil:** Definir la reinversión como necesaria para el crecimiento futuro es complejo en empresas financieras. Se consideran dos partidas en reinversión: gastos netos de capital y capital de trabajo. Primero los gastos de capital netos. A diferencia de otras empresas que invierten en activos fijos, estas invierten principalmente en activos intangibles como marca y capital humano. En consecuencia, sus inversiones para el crecimiento futuro se clasifican como gastos operativos en los estados contables. Segundo el capital de trabajo, diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, una gran proporción del balance de caería en uno o la otra, además los cambios en este número pueden ser grandes y volátiles y puede no tener relación con la reinversión para el crecimiento futuro. En consecuencia, nos encontramos con dos problemas en la valoración de estas empresas. No podemos estimar los flujos de efectivo sin estimar la reinversión y estimar el crecimiento futuro esperado se vuelve más difícil, si la tasa de reinversión no puede medirse.

Las características anteriormente planteadas ratifican la realización de valorizar a Banco Santander Chile S.A. a través del modelo Cash Flow to Equity: Método de flujo de caja para el accionista

Para complementar las conclusiones extraídas del paper de Damoradan: “Valuing Financial Service Firms”, la siguiente figura corresponde a un resumen de valor y esboza de manera gráfica el árbol de creación de valor de un banco⁹. En ellas se resume parte de las conclusiones extraídas de Damodaran, indicando que la forma de crear valor en un banco es una función del crecimiento de sus colocaciones y de su costo de capital. El ROE de los accionistas tiene implícito el flujo de caja de los accionistas, sobre los cuales se consideran principalmente el capital que incluye todos los costos operativos que exigen los entes reguladores para valorar el banco.



⁹ Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managin the value of companies

I.VII 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. Para aplicar este método se necesita identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, y convertir estos 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. Tener en cuenta que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características similares de flujos de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:¹⁰

¹⁰ *Maquieira, Carlos. Notas de Clases: Valoración de Empresas.*

I. 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, en cambio, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

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

II. 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)

III. Múltiplos de ventas:

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

IV. Múltiplo de variables de industria específica:

- Precio / kwh
- Precio por tonelada de cobre
- Valor por m2 construido en retail

Capítulo II: Descripción de la empresa e industria

II.I Industria Bancaria.

Banco Santander se sumerge en la industria bancaria compuesta por 18 instituciones bancarias donde este forma parte de las instituciones más relevantes junto a Banco de Chile y Banco de Crédito e Inversiones (BCI), entre estas tres instituciones conforma cerca del 50% de las colocaciones de la industria. Estos Bancos son considerados Bancos sintomáticos dado el volumen y la relevancia que poseen en el territorio nacional, si una de estas empresas tiene dificultades financieras puede afectar la economía nacional.

Esta industria ha presentado un crecimiento de entorno al 6% en los últimos tres años, esto basándonos en el crecimiento de las colocaciones. Por otra parte, ha presentado un ROE¹¹ promedio en los últimos tres años del 11,9 (17,6 para Banco Santander), un ROA¹² de 1 (1,4 para Banco Santander).

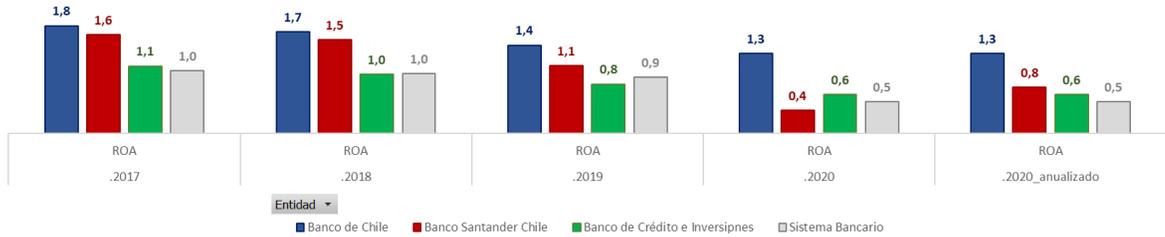
Evolución ROE:



¹¹ Para el caso de los datos de Santander en el periodo 2020 corresponden a los datos al 30 de junio 2020 y para el resto del banco e industria corresponden a los datos obtenidos de la CMF al 30 de junio 2020 los que se corresponden a los últimos 12 meses.

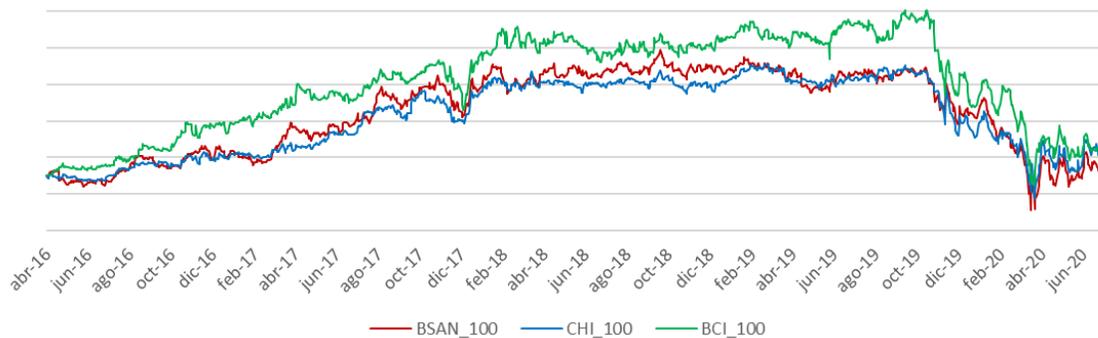
¹² Para el periodo anualizado solo para el caso de Santander corresponde a los datos anualizados obtenidos al 30 de junio 2020. y para el resto de los datos se repite lo explicado en el punto anterior.

Evolución ROA:



La industria bancaria al igual que la economía mundial se vio fuertemente afectada a causa de la actual crisis sanitaria, sin embargo, la industria bancaria ya se encontraba afectada por la crisis social que se presentó a fines de 2019, a continuación, se presenta la evolución de Banco Santander Chile S.A vs sus principales competidores quienes son Banco de Chile S.A y Banco de Crédito es Inversiones S.A las que se encuentran con un comportamiento bastante similar entre sí. Adicionalmente, en este grafico se puede apreciar el impacto de las crisis anteriormente mencionadas:

Evolución Principales Bancos en base 100



II.II Descripción Banco Santander S.A Chile

Banco Santander-Chile es una sociedad anónima bancaria, organizada bajo las leyes de la República de Chile, domiciliada en calle Bandera N°140 Santiago. El Banco provee una amplia gama de servicios bancarios generales a sus clientes, que van desde personas a grandes corporaciones. Banco Santander-Chile y sus afiliadas (conjuntamente referidas más adelante como “Banco” o “Banco Santander-Chile”) ofrecen servicios bancarios comerciales y de consumo, además de otros servicios, incluyendo factoring, recaudaciones, leasing, valores y corretaje de seguros, fondos mutuos y de inversión, administración de fondos de inversión e inversiones bancarias. Banco Santander España controla a Banco Santander-Chile a través de su participación en Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A. y Santander Chile Holding S.A., las cuales son subsidiarias controladas por Banco Santander España.

Al 30 de junio de 2020, Banco Santander España posee o controla directa e indirectamente el 99,5% de Santander Chile Holding S.A. y el 100% de Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A. Esto otorga a Banco Santander España el control sobre el 67,18% de las acciones del Banco.¹³

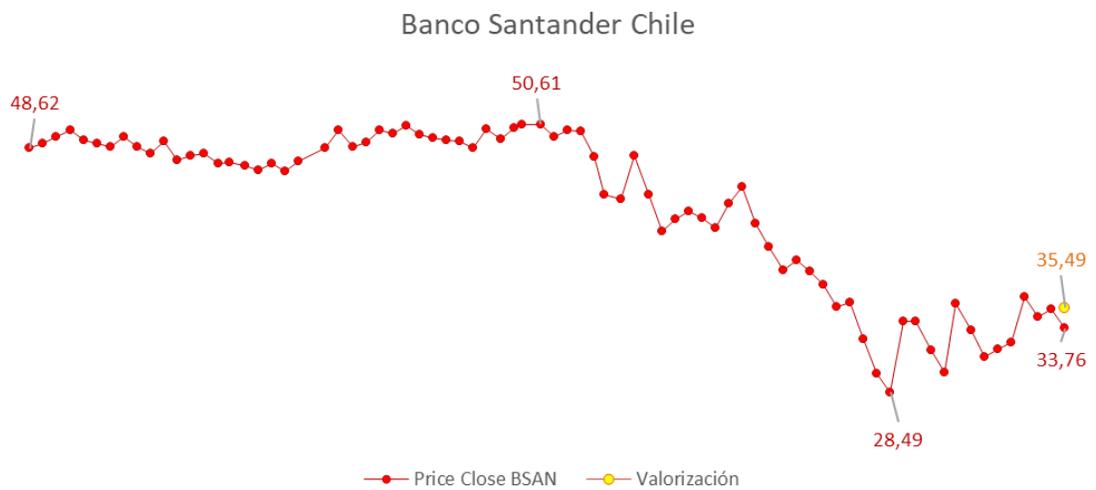
El Banco transa sus acciones en la bolsa de valores de Santiago bajo el nemotécnico de BSAN y en la bolsa de valores de Nueva York con el nemotécnico de BSAC a través de ADRs desde 1996.

¹³ *Estados Financieros Consolidados - Banco Santander – Junio, 2020 – Nota N° 1.*

II.III Precio de la acción de Banco Santander en el Mercado al 30 de junio 2020.

Banco Santander posee 188.446.126.794 acciones en el mercado, el precio de estas acciones en el mercado a la fecha de valorización corresponde a \$ 33,60 (cierre) por acción. Afectado fuertemente por la crisis social experimentada en el país, más la actual crisis sanitaria que afecta a toda la economía global.

Evolución del valor de las acciones de Banco Santander 1.ene.2018 – 30.jun.2020:



Se agrega valor obtenido mediante esta valorización.

II.IV Segmento de Negocio Banco Santander S.A Chile¹⁴

El Banco administra y mide el desempeño de sus operaciones por segmentos de negocios, cuya información se basa en el sistema interno de información para la gestión según los segmentos establecidos por el Banco.

Las transacciones entre segmentos se realizan bajo condiciones y términos comerciales normales. Los activos, pasivos y resultados de cada segmento incluyen ítems directamente atribuibles al segmento al que pueden asignarse con una base razonable. Un segmento de negocio comprende clientes a los cuales se dirige una oferta de productos diferenciada pero que son homogéneos en términos que su desempeño y que es medido en forma similar.

Con el fin de lograr el cumplimiento de los objetivos estratégicos establecidos por la alta dirección y adaptarse a las cambiantes condiciones de mercado, cada cierto tiempo, el Banco realiza adecuaciones en su organización, modificaciones que a su vez impactan en mayor o menor medida, en la forma en que éste se gestiona o administra. Así, la presente revelación entrega información sobre como el Banco se gestiona al 30 de junio de 2020.

¹⁴ *Estados Financieros Consolidados - Banco Santander – Junio, 2020 – Nota N° 4.*

Banco Santander se compone de los siguientes segmentos de negocios:

Individuos y PYMEs

Comprende a individuos y compañías pequeñas con ventas anuales inferiores a \$2.000 millones. Este segmento ofrece una variedad de servicios a los clientes incluyendo préstamos de consumo, tarjetas de crédito, préstamos comerciales, comercio exterior, préstamos hipotecarios, tarjetas de débito, cuentas corrientes, productos de ahorro, fondos mutuos, corretaje de acciones y seguros. Adicionalmente a los clientes PYMEs se ofrece préstamos con garantía estatal, leasing y factoring.

Empresas e Institucionales

Comprende compañías y grandes empresas con ventas anuales sobre los \$2.000 millones, organizaciones institucionales tales como universidades, organismos gubernamentales, municipalidades y gobiernos regionales y compañías en el sector inmobiliario que ejecutan proyectos para vender a terceros y a todas las empresas constructoras con ventas anuales superiores a \$800 millones sin tope. A este segmento se ofrece una gran variedad de productos, incluyendo préstamos comerciales, leasing, factoring, comercio exterior, tarjetas de crédito, préstamos hipotecarios, cuentas corrientes, servicios transaccionales, servicios de tesorería, consultoría financiera, productos de ahorro, fondos mutuos y seguros. Adicionalmente a las compañías en el sector inmobiliario se ofrece servicios especializados para el financiamiento de proyectos principalmente residenciales, con la intención de aumentar la venta de préstamos hipotecarios.

Global Corporate Banking

Comprende compañías multinacionales extranjeras o empresas multinacionales chilenas que tienen ventas por encima de los \$10.000 millones. Este segmento ofrece una gran variedad de productos, incluyendo préstamos comerciales, leasing, factoring, comercio exterior, tarjetas de crédito, préstamos hipotecarios, cuentas corrientes, servicios transaccionales, servicios de tesorería, consultoría financiera, banca de inversión, productos de ahorro, fondos mutuos y seguros.

Este segmento posee División de Tesorería que proporciona sofisticados productos financieros principalmente a compañías en el área de Banca mayorista y el área de Empresas. Se incluyen productos como financiamiento y captación a corto plazo, servicios de corretaje, derivados, securitización y otros productos diseñados según la necesidad de los clientes. El área de tesorería también maneja la intermediación de posiciones, así como la cartera de inversiones propias.

Actividades Corporativas (“Otros”)

Este segmento incluye Gestión Financiera, que desarrolla las funciones globales de gestión de la posición estructural de cambio, del riesgo de interés estructural de la entidad matriz y del riesgo de liquidez. Este último, a través de la realización de emisiones y utilidades. Así mismo se gestionan, los recursos propios, la dotación de capital que se hace a cada unidad y el costo de financiación de las inversiones realizadas. Todo ello hace que, habitualmente, tenga aportación negativa a los resultados.

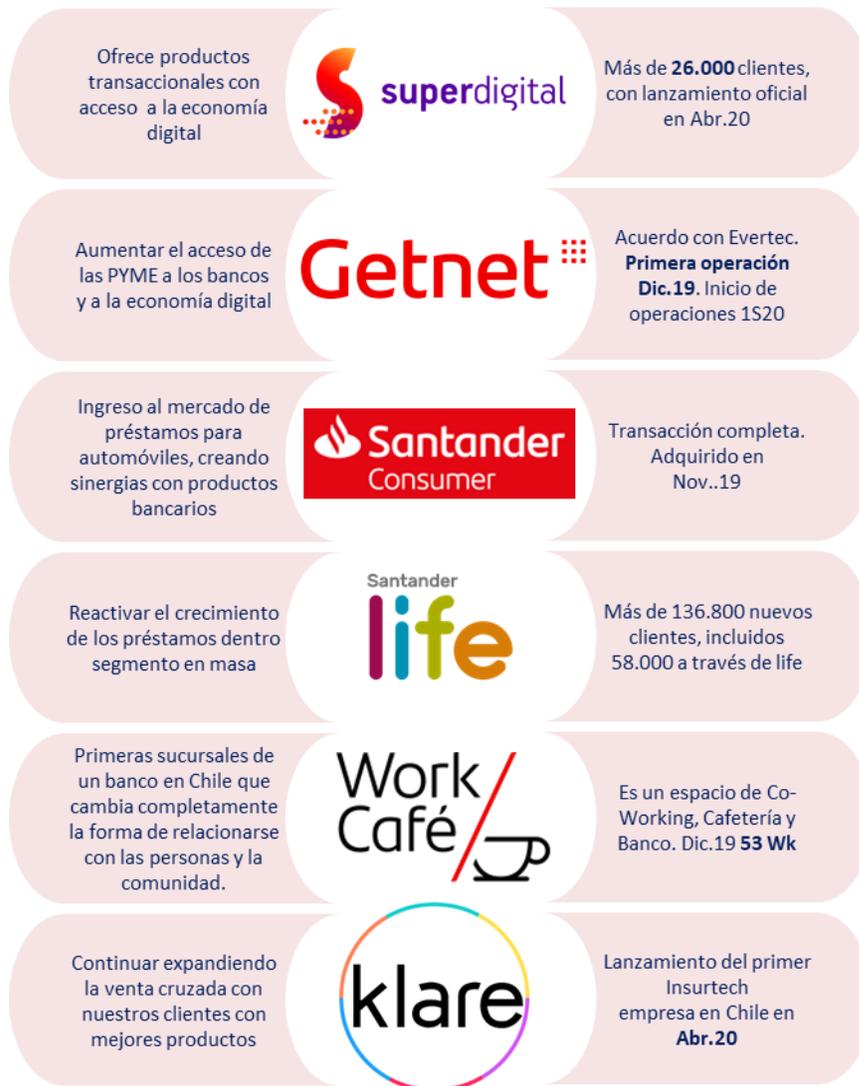
Además, este segmento incorpora todos los resultados intra-segmento, todas las actividades no asignadas a un segmento o producto con clientes.

Las políticas contables de los segmentos son las mismas que las descritas en el resumen de los principios contables, y son personalizados para satisfacer las necesidades de gestión del Banco. El Banco obtiene la mayoría de sus ingresos procedentes de los ingresos por intereses, los ingresos por comisiones y los resultados por operaciones financieras. La máxima autoridad en la toma de decisiones de cada segmento se basa principalmente en los ingresos por intereses, los ingresos por comisiones y provisión de gastos para evaluar el desempeño de los segmentos, y así tomar decisiones sobre los recursos que se asignarán a estos.

II.V Avances e innovaciones de Banco Santander Chile.

Banco Santander Chile se caracteriza por ser un Banco Innovador, en busca de nuevas tecnologías, servicio y formas de entregar valor a sus clientes, tratando de dar mayor cobertura y accesibilidad, a continuación se presentan las últimas y más relevantes innovaciones que este banco ha impulsado e incorporado al mercado, como lo ha sido el tan icónico y vanguardista formato de sucursales Work Café y ahora último Getnet quien es un nuevo agente en el mercado de adquisición otorgando más opciones a los comercios, en especial a las pymes.

Avances e innovaciones en los últimos periodos:



II.VI Estrategia de Banco Santander Chile S.A¹⁵

El fortalecimiento de la gestión de riesgo de crédito en años pasados y el foco en segmentos de menor riesgo relativo significaron una mejora sostenida de los indicadores de calidad de cartera, que sitúan al banco en una sana posición para enfrentar el escenario actual. A marzo de 2020, el portafolio global tenía una morosidad relativamente estable, con una mora mayor a 90 días que representaba el 2% de las colocaciones totales y una cobertura de provisiones de 1,3 veces.

La base de fondeo es altamente diversificada, destacando una fuerte penetración en el mercado de cuentas corrientes y el amplio acceso a los mercados de deuda, tanto local como internacional. En el primer trimestre del año, la entidad continuó avanzando en la diversificación de sus pasivos, al tiempo que fortaleció sus niveles de liquidez, lo que se reflejaba en activos líquidos que representaban un 29,3% de los depósitos totales y en una ratio de cobertura de liquidez (LCR) de 205% al cierre de marzo.

La elevada capacidad de generación de ingresos constituye un pilar en la gestión de capital. Además, la entidad retiene un porcentaje de las utilidades anualmente, lo que se refleja en sanos indicadores de solvencia, con un índice de capital básico sobre activos ponderados por riesgo de 9,7% a febrero de 2020. Para asegurar buenos niveles de capital en vista a un escenario incierto por la Pandemia de COVID-19, en 2020 distribuyó un 30% de las utilidades de 2019, por debajo de los porcentajes de años previos (en niveles de 60%-70%). Esto, también otorga espacio para desarrollar la actividad crediticia como medida de apoyo a los clientes.

¹⁵ Feller Rate – Clasificadora de riesgo – Mayo, 2020.

II.VII Panorama COVID-19 o SARS CoV-2 Banco Santander Chile S.A.¹⁶

El coronavirus COVID-19 o SARS CoV-2 es una enfermedad infecciosa altamente contagiosa, que fue detectada por primera vez en Wuhan, China durante diciembre de 2019. Posteriormente, el 11 de marzo de 2020 la Organización Mundial de la Salud (OMS) la declaró como pandemia. En Chile, el 18 de marzo de 2020, el Presidente de la República decretó estado de catástrofe nacional para implementar medidas sanitarias y económicas al respecto.

Como consecuencia de esta pandemia se han generado caídas en los mercados financieros y una creciente amenaza de recesión. Para atenuar dicho impacto, organismos locales e internacionales han publicado ciertas medidas de ayuda.

Banco Santander-Chile se encuentra operando con el 86% de sus sucursales abiertas para la atención de clientes y con el 95% de los trabajadores de oficinas centrales trabajando de forma remota con total conectividad para el desarrollo normal de las labores diarias del Banco, lo cual garantiza la total operatividad de los servicios a clientes y operaciones internas.

El 23 de marzo de 2020 la CMF publicó un paquete de medidas destinadas a otorgar mayor flexibilidad al sistema financiero:

- Tratamiento regulatorio que facilita la posibilidad de postergar hasta tres cuotas en el pago de los créditos hipotecarios.

¹⁶ *Estados Financieros Consolidados - Banco Santander – Junio, 2020 – Nota N° 3.*

- Facilidades para que los bancos flexibilicen los plazos de los créditos a los deudores Pymes hasta 6 meses.
- Posibilidad de utilizar excedentes de garantía hipotecaria para garantizar créditos a Pymes.
- Extensión de plazos de enajenación de Bienes Recibidos en Pago (Circular N°2247, ver Nota 1 letra z).
- Tratamiento del margen de variación de derivados (Circular N°2248, ver Nota 1 letra z y Nota N°22 Requerimientos de capital Basilea).

El 02 de abril de 2020, la CMF publicó medidas adicionales transitorias para el tratamiento de provisiones. Las nuevas medidas buscan otorgar un marco contable para la reprogramación de crédito, facilitar sus condiciones y evitar computar mayores provisiones.

El tratamiento excepcional estará vigente hasta 31 de julio de 2020 y considera el congelamiento de las provisiones en las siguientes situaciones:

- Hipotecaria: el máximo plazo de gracia o de prórroga de dividendos será de 6 meses para aquellos deudores que se encuentren al día o tengan una mora no superior a 30 días dentro del periodo de vigencia indicado.
- Comercial: el máximo plazo de gracia o de prórroga será de 4 meses para aquellos deudores que se encuentren al día o tengan una mora no superior a 30 días o una cuota dentro del periodo de vigencia indicado.
- Consumo: el máximo plazo de gracia o de prórroga será de 3 meses para aquellos deudores que se encuentren al día o tengan una mora no superior a 30 días dentro del periodo de vigencia indicado.

Además, la CMF solicita tomar medidas que faciliten la atención de clientes y usuarios, y mantener adecuadas políticas de gestión de riesgo y establecer políticas prudentes de reparto de dividendos, dada la coyuntura.

En cumplimiento con las medidas de apoyo financiero indicadas por el Estado, el Banco ha otorgado colocaciones por MM\$ 10.404.935 al 30 de junio de 2020.

Banco Central de Chile (BCCh):

El 9 de abril de 2020 el Banco Central de Chile (BCCh) anunció nuevas medidas de apoyo al funcionamiento de los mercados financieros, que se indican a continuación:

- Ampliación de plazos en los programas de gestión de liquidez en pesos y dólares a través de operaciones REPO, FX-Swap hasta 4.000 millones y US\$
- 4.500 millones en NDF.
- Modificación transitoria de las normas de encaje monetario, ampliando la constitución del encaje en obligaciones en moneda extranjera de dólares estadounidenses a euros, yenes y pesos chilenos.
- Ajuste temporal de los requerimientos de liquidez para empresas bancarias, suspendiendo el cumplimiento de los requerimientos para descalses
- de plazos (30 y 90 días) y flexibilizando la regularización

II.VIII Percepción del Banco Central plasmada en el Informe de estabilidad Financiera:

Deterioro en la actividad económica global de forma drástica producto de la pandemia del Covid-19.:

Desde marzo 2020 las medidas de distanciamiento social han provocado una paralización de actividades en diversos sectores económicos. Esto ha reducido de manera importante los ingresos de las personas y empresas, generando serios problemas de flujos de caja que podrían afectar el cumplimiento de las obligaciones financieras, incluso de antes plenamente solventes en una perspectiva de mediano plazo. Eventos que han provocado que diversos agentes financieros disminuyan su apetito por riesgo de y re-balanceo de sus portafolios de manera abrupta. Las expectativas de crecimiento para el año 2020 se deterioraron fuertemente de acuerdo a lo esperado a fines del año 2019. Anticipando una fuerte recesión para este año, No obstante, se espera que sea un shock transitorio, mostrando signo de recuperación a fines del periodo, respondiendo en parte a medidas excepcionales que han implementado autoridades fiscales y monetarios alrededor del mundo.

El menor Apetito por riesgo global se ha reflejado en importantes ajustes de distintos precios de activos:

Desde febrero, los mercados bursátiles han presentado pérdidas y mayor volatilidad. Las tasas soberanas de economías avanzadas continuaron disminuyendo, mientras que las de mercados emergentes presentaron alzas pronunciadas en marzo, acumulando aumentos en torno a los 50 puntos base (pb), desde el último Informe. En

tanto, las primas por riesgo soberano y los spreads corporativos se incrementaron cerca de 130pb y 100pb, respectivamente en igual lapso. Las materias primas perdieron valor: el cobre cayó 10% mientras que el petróleo (Brent) lo hizo en 60%, potenciado por el conflicto entre los principales productores. Lo anterior, sumado al alto endeudamiento externo de algunas de estas economías, aumenta los desafíos de la actual crisis económica. Los estímulos fiscales y monetarios en los países avanzados en respuesta a los eventos han sido mayores a los registrados durante la crisis financiera global, lo que ha contribuido a atenuar el deterioro en los mercados financieros.

Las condiciones financieras locales mostraron un deterioro desde el IEF anterior, exacerbado por ajustes de inversionistas institucionales, que balancearon sus portafolios hacia activos más líquidos.

Los spreads de bonos corporativos y bancarios en Chile aumentaron significativamente, con un incremento que fue más pronunciado para los de menor calidad crediticia. Esto se explicó por una mayor necesidad de liquidez de los agentes, lo que implicó una caída en el patrimonio de fondos mutuos (FM) tipo 3 y un aumento en el patrimonio del FM tipo 1, el cual superó los US\$22 mil millones. Esto se suma a los rescates de FM tipo 3 en el punto más álgido de las protestas sociales, buena parte de los cuales salieron del sistema de fondos mutuos. Por su parte, los fondos de pensiones han realizado movimientos importantes en su cartera de inversiones como producto de cambios más frecuentes y masivos entre multi-fondos por parte de sus afiliados. Finalmente, inversionistas no residentes —a diferencia de lo ocurrido en octubre—

redujeron su participación en bonos soberanos, desde 20% en diciembre a 18% del stock disponible en febrero de este año.

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF), el Ministerio de Hacienda y el Banco Central, implementaron un conjunto inédito de medidas, con el objeto de mitigar el impacto económico de la emergencia sanitaria.

Dado que los mercados financieros locales, mostraban algo de menor liquidez desde octubre de 2019, el BCCh implementó —desde esa fecha— una serie de medidas tanto en pesos como en dólares tendientes a inyectar recursos, las que luego se fueron ajustando al nuevo escenario. Es así como desde marzo se extendieron los programas de venta de dólares, de FX swap y de REPO, a lo que se sumó un programa de recompra de títulos de deuda del BCCh y la suspensión temporal del programa de emisiones de PDBC. Las nuevas medidas que se han agregado desde marzo buscan facilitar que hogares y empresas puedan hacer frente a la crisis, así como otorgar flexibilidad a las instituciones financieras para acomodar sus impactos. En el ámbito regulatorio, el BCCh relajó sus normas de liquidez mientras que la CMF ajustó la normativa de provisiones por reprogramaciones de deudores vigentes con objeto de facilitar la postergación del pago de cuotas bancarias. Por su parte, el Ministerio de Hacienda aumentó significativamente las garantías estatales en sus programas FOGAPE y FOGAIN, realizó un aumento de capital para Banco Estado y promulgó legislación para la implementación de una línea de crédito especial (“Línea de crédito Covid-19”) a empresas para el financiamiento de capital de trabajo. Además, postergó el pago de algunos tributos, reduciendo a cero el impuesto de timbres y estampillas para operaciones de crédito por

un período de seis meses, y promulgó una ley para proteger el empleo mediante el congelamiento temporal de la relación laboral. Por último, el BCCh implementó la Facilidad de Crédito Condicional al Incremento de las Colocaciones (FCIC), que entrega recursos a la banca para que esta pueda otorgar financiamiento a hogares y empresas. Al 11 de mayo, a través de esta facilidad se habían inyectado al sistema bancario cerca de US\$14 mil millones, equivalentes a 9% de la cartera de créditos de consumo y comerciales de fines de febrero. Las autoridades han buscado dar coherencia y complementariedad a las medidas adoptadas por cada una. Cabe señalar que, algunas de estas iniciativas están en plena implementación y requerirán un monitoreo permanente a fin de constatar que los bancos están cumpliendo el papel esperado y que el crédito esté llegando a los diferentes sectores. Esto implica también estar dispuestos a ajustar las políticas actuales o a implementar otras en la medida que la economía lo requiera.

Las medidas adoptadas han resaltado las fortalezas del sistema financiero chileno.

A pesar de la magnitud de los eventos que han afectado a la economía local, los impactos en los mercados locales han sido acotados. Esto sucede en un contexto donde los agentes tienen bajos niveles de dolarización, existe un régimen de tipo de cambio flexible y las expectativas de inflación a mediano plazo se encuentran firmemente ancladas. Sobre este marco, las políticas implementadas han apuntado a normalizar mercados financieros y a mitigar los problemas de liquidez. Con ello, los impactos de los eventos externos han sido absorbidos por el tipo de cambio sin generar mayores disrupciones en los agentes locales.

El negativo escenario económico se reflejará en un deterioro de la posición financiera de las empresas, limitando su capacidad de pago.

Al primer trimestre de 2020, la deuda total de las empresas alcanzó, en el agregado, 131% del PIB. Esto representa un incremento respecto del IEF previo que se explica —en gran medida— por la depreciación del peso frente al dólar que revaloriza la deuda externa. Entre las firmas de mayor tamaño que reportan sus balances financieros a la CMF, una fracción necesitará financiamiento adicional para complementar su flujo de caja. Dado su tamaño relativo, estas empresas son relevantes en la generación de empleo, tienen numerosas relaciones comerciales con firmas de menor tamaño y su deuda bancaria es relevante dentro de los portafolios de los bancos. Dado que éstas se han financiado mayormente con bonos, tanto locales como externos, al cubrir sus nuevas necesidades sólo con crédito bancario podrían restar espacio a empresas de menor tamaño. A su vez, ciertas empresas cuya fuente de financiamiento principal ha sido la banca local, presentan vulnerabilidades previamente incubadas desde octubre de 2019 —producto de las protestas sociales— lo que eleva sus necesidades de financiamiento. Por ello resulta fundamental avanzar en la activación del mercado de bonos, para ampliar las fuentes de financiamiento para el sector corporativo.

La contracción de la actividad económica está materializando uno de los principales riesgos reportados en los IEF previos: el deterioro del mercado laboral.

Recientemente se ha observado un alza en la pérdida de empleos formales, tanto por necesidades de la empresa como por término de contratos, así como también una menor creación de nuevos empleos. Esto se da en un contexto en el que la deuda total de los hogares superaba 50% del PIB al primer trimestre de 2020. Datos granulares de trabajadores asalariados que tienen deudas bancarias, dan cuenta que el deudor representativo tiene créditos de consumo e hipotecarios equivalentes a 5 veces su ingreso mensual, los que le generan una carga financiera sobre ingreso (RCI) de 24%. Por su parte, la fracción de deudores vulnerables, es decir que tienen un RCI sobre 40%, se mantiene en 30%. En este contexto, las medidas económicas que inciden sobre el ingreso disponible de los hogares, junto con ayudar en la mitigación de los efectos adversos de esta emergencia sanitaria, contribuyen a evitar episodios de impago. En particular, destacan la postergación de pago de contribuciones de bienes raíces y de cuentas de servicios básicos, la flexibilización para reprogramar y prorrogar créditos en cuotas, transferencias directas a los ingresos y el programa de protección del empleo. Respecto de este último, al 8 de mayo más de 80 mil empresas habían ingresado solicitudes, lo que involucraba a más de 550 mil trabajadores. Éstos podrán acceder a las prestaciones del seguro de cesantía, que permitirán reducir el impacto negativo en sus ingresos, sin romper el vínculo laboral con sus empleadores.

La asignación de crédito presenta grandes desafíos en el actual escenario económico, donde la banca enfrenta los aumentos en el riesgo de crédito con menores holguras de capital.

Una contracción significativa de la actividad, como la planteada en el IPoM de marzo, producirá un deterioro en los indicadores financieros de la banca, debido al aumento en la morosidad. Esta contracción es similar a la considerada dentro de los escenarios de tensión usualmente utilizados para establecer la resiliencia de la banca. En este escenario, ningún banco queda por debajo de su límite regulatorio y aquellos con un IAC superior a 10% representan cerca de 70% del total de activos del sector. Estos resultados consideran que la implementación de las medidas de política señaladas previamente permite mitigar el impacto de la crisis, incluyendo una mayor actividad en la segunda mitad del año. En cambio, en un escenario de tensión severo, que involucra una recesión más profunda y prolongada, esta cifra se reduciría a 40%. En este sentido, la disminución previa de holguras de capital y el uso intensivo de garantías como mitigador de riesgo de crédito, destacados en Informes anteriores, restringen la capacidad de la banca para enfrentar un mayor deterioro de la situación actual

El presente Informe incluye un capítulo temático que describe la experiencia internacional y desarrollos en Chile de las políticas macroprudenciales.

Se identifican los arreglos y atribuciones institucionales, así como también las herramientas macroprudenciales comúnmente utilizadas. La experiencia de Chile en esta materia incluye la instauración de la nueva institucionalidad, establecida en la reforma a la Ley General de Bancos de 2019, que contempla la integración de la supervisión financiera y la responsabilidad del Banco Central de gestionar el colchón de

capital contra-cíclico. Los avances observados en política macroprudencial, tanto a nivel internacional como local, han contribuido a mejorar la capacidad de las instituciones de cumplir con el objetivo de preservar la estabilidad financiera. Ello cobra especial relevancia en el contexto actual, en el que gran parte del marco de política macroprudencial está siendo puesto a prueba para enfrentar los riesgos relacionados con la pandemia.

En el actual contexto de crisis económica, la estabilidad del sistema financiero y el rol de las políticas públicas son elementos centrales.

Por una parte, el sistema financiero debe ser capaz de concentrarse en su rol de provisión de crédito. Para ello debe contar con un marco normativo claro y estable, como el que se ha configurado durante las últimas décadas incorporando en los mercados financieros las mejores prácticas internacionales. Por otra, las instituciones encargadas del diseño e implementación de las políticas públicas, enfrentan desafíos muy superiores a los habituales, en parte debido a lo inusual del escenario, así como por las interacciones entre los distintos agentes. Por ello, además del monitoreo y ajuste de las medidas ya en marcha, quedan áreas que requieren una atención especial. Entre estas, impulsar mecanismos que contribuyan al financiamiento de otros actores, como son — por ejemplo— los oferentes de crédito no bancario y las grandes empresas. Al mismo tiempo es crucial evitar normas desarticuladas y contradictorias que amenacen la estabilidad financiera. Para mitigar este riesgo será especialmente importante la coherencia entre las distintas medidas que se vayan implementando, así como también la colaboración entre todas las instituciones que participan del proceso legislativo y

regulatorio. En lo que respecta al Banco Central, junto con asegurar la implementación de las medidas bajo su responsabilidad y contribuir al análisis de otras autoridades, éste buscará los mecanismos que fortalezcan la resiliencia de la economía en escenarios más adversos que el actual. Esto generará el espacio de política para adoptar nuevas medidas e instrumentos a la escala de las necesidades del país.

Capítulo III: Aspectos contables y financieros de Banco Santander Chile S.A.

III.I Base de preparación y/o marco regulatorio.

Los estados financieros consolidados de Banco Santander son confeccionados de acuerdo al Compendio de Normas Contables (CNC) e instrucciones emitidas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) (ex Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras “SBIF”), organismo fiscalizador que de acuerdo Ley N° 21.000 que “Crea la Comisión para el Mercado Financiero”, dispone en el numeral 6 de su artículo 5° que la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) podrá “fijar las normas para la confección y presentación de las memorias, balances, estados de situación y demás estados financieros de las entidades fiscalizadas y determinar los principios conforme a los cuales deberán llevar su contabilidad y en todo aquello que no sea tratado por ella si no se contrapone con sus instrucciones, deben ceñirse a los criterios contables de general aceptación, que corresponden a las normas técnicas emitidas por el Colegio de Contadores de Chile A.G., coincidentes con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o IFRS, por sus siglas en inglés) acordados por el International Accounting Standards Board (IASB). En caso de existir discrepancias entre los principios contables y los criterios contables emitidos por la CMF (ex SBIF) en su Compendio de Normas Contables e instrucciones, primarán estos últimos.

III.II Principales activos¹⁷

Los principales activos de banco Santander, los cuales son en gran medida el core del negocio son sus “Créditos y cuentas por cobrar a clientes” las que componen el 56% de los activos totales del banco, cabe destacar que la participación de estas cuentas en el total de sus activa se ha visto a la baja debido a la contingencia nacional (crisis social) afines del periodo 2019 y actual crisis sanitaria debido a la pandemia por COVID19 en el periodo 2020. Otra clasificación que ha tomado más importancia a fines del año 2019 y actual 2020, por las condiciones de mercados descritas anteriormente son los “Contratos de derivados Financieros” que componen el 22% del total de sus activos. Con una participación del 9% compuesto por “Instrumentos de inversión disponibles para la venta” se ha mantenido estable a pesar de la actualidad financiera. Así mismo la clasificación de “Efectivo y depósitos en bancos” también se ha mantenido estable en su proporción durante estos periodos.

En la siguiente figura se muestra la evolución de la clasificación de activo de Banco Santander¹⁸

¹⁷ Proporción de activos a activos totales del periodo de junio 2020.

¹⁸ Información propia calculada a través de los estados Financieros de Banco Santander Chile S.A.

ACTIVOS	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Efectivo y depósitos en bancos	6%	6%	4%	5%	7%	6%
Operaciones con liquidación en curso	2%	1%	2%	1%	1%	1%
Instrumentos para negociación	1%	1%	1%	0%	1%	0%
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Contratos de derivados financieros	9%	7%	6%	8%	16%	22%
Adeudado por bancos	0%	1%	0%	0%	0%	0%
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	71%	71%	75%	75%	63%	56%
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	6%	9%	7%	6%	8%	9%
Instrumentos de inversión hasta el vencimiento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Inversiones en sociedades	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Intangibles	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Activo fijo	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Activo por derecho a usar bienes en arrendamiento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuestos corrientes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuestos diferidos	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Otros activos	3%	2%	2%	3%	3%	4%
TOTAL ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%	100%

III.II Indicadores Financieros Banco Santander

Banco Santander en sus estados financieros del año 2019 finalizó con una utilidad de MMUF 20.- y MMUF 8 al cierre de junio 2020. Se adjunta cuadro con la evolución del periodo evaluado en este trabajo:

EERR en MM\$ UF	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
RESULTADOS OPERACIONALES						
Tenedores patrimoniales del Banco	18	18	21	21	20	8

Banco Santander al cierre de Diciembre 2019 y al cierre de Junio 2020 presenta un NIM o Margen de interés Financiero de 3,91% y 1,92% (anualizado de un 3,84%¹⁹) han tenido una caída comparado con periodos anteriores:

Ratios	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Junio Anualizado
NIM	4,67%	4,26%	4,46%	4,40%	3,91%	1,92%	3,84%
Activos Rentables	26.851.441	30.056.185	29.754.819	32.165.637	36.267.640	40.004.037	
Margen Financiero	1.255.206	1.281.366	1.326.691	1.414.368	1.416.851	768.642	

La eficiencia del Banco Santander ha presentando mejoras a partir del año 2017 al cierre de junio 2020 lo que alcanza una eficiencia del 45,67% acorde a sus planes de eficiencia a pesar de ejecutar uno de sus mayores planes de inversión en los periodos 2019 – 2021. Estos estándares de rentabilidad se lograron a través de sus estándares de responsabilidad social y sostenibilidad.

Ratios	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Eficiencia	48,99%	46,00%	41,16%	42,15%	42,49%	45,67%

En cuanto al Retorno sobre el patrimonio (ROE) se aprecia un decaimiento en diciembre 2019 y junio 2020 (anualizado) en -211 bp y -352 bp respectivamente que se ven fuertemente impulsados por la crisis social del último trimestre del año 2019 y para junio 2020 anualizado se ve afectado por la actual crisis sanitaria.

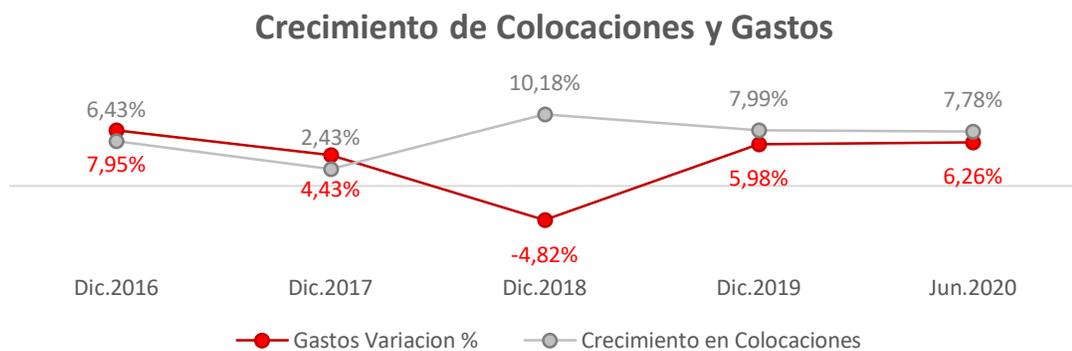
Índices de rentabilidad	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	2020 Anualizado
ROE - Banco Santander	16,2%	16,3%	18,2%	18,0%	15,9%	6,2%	12,4%

¹⁹ Anualizado corresponde a la división del resultado o factor por los meses transcurridos para posteriormente ser multiplicado por la cantidad de meses del año.

Para el Retorno sobre los activos (ROA) al igual que el ROE se aprecia una caída en diciembre 2019 y junio 2020 (anualizado), en -42 bp y 41 bp respectivamente que se ven fuertemente impulsados por la crisis social del último trimestre del año 2019 y para junio 2020 anualizado se ve afectado por la actual crisis sanitaria.

Índices de rentabilidad	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	2020 Anualizado
ROA - Banco Santander	1,3%	1,3%	1,6%	1,5%	1,1%	0,4%	0,8%

En cuanto a la variación de gastos y de las colocaciones de Banco Santander se logra apreciar en gráfico adjunto que a partir del año 2018 la relación de crecimiento entre gastos y colocaciones se invierten dicha relación tomando más fuerza el crecimiento de las colocaciones



Capítulo IV: Tipos de Financiamiento Banco Santander Chile S.A.

IV.I Estructura de Financiamiento:

Como se menciona en Damodaran, las instituciones que prestan servicios financieros, como lo es Banco Santander, sus obligaciones o deuda se comporta como su materia prima más que como su fuente de financiamiento.

La entidad al 30 de Junio 2020 poseía una estructura de financiamiento compuesta de la siguiente manera: ²⁰

Depósitos y otras obligaciones a la vista

Estos comprenden el 21% del total de pasivos de la entidad, dentro de estos destacan la obtención de recursos financieros a través de cuentas corrientes de personas naturales y jurídicas.

Saldos Vistas	Jun.2020
Cuentas Corrientes	82%
Otros depósitos y cuentas a la vista	6%
Otras obligaciones a la vista	12%
Total	100%

Distribución de depósitos y obligaciones a la vista.

²⁰ Información rescatada de Estados financieros de banco Santander Chile S.A.

Depósitos y otras captaciones a plazo

Estos componen el 35% del total de pasivos de la entidad, dentro de estos destaca la obtención de recursos financieros a través de Depósitos a plazos.

A plazo	Jun.2020
Depósitos a plazo	99%
Cuentas de ahorro a plazo	1%
Otros Saldos acreedores a plazo	0%
Total	100%

Distribución de depósitos u otras captaciones a plazo.

Instrumentos de Deuda emitidos y otras obligaciones financieras

Estos componen el 17% de las obligaciones totales de la entidad, compuestos principalmente por Bonos corrientes.

Instrumentos de Deuda Emitidos	
Bonos corrientes	83%
Bonos Subordinados	14%
Bonos Hipotecarios	1%
Letras de Creditos	0%
Total	99%

Otras obligaciones financieras	
Otras obligaciones en el país	1%
Obligaciones con el exterior	0%
Obligaciones con el sector público	0%
Total	1%

Distribución de deuda emitida y otras obligaciones financieras por tipo de obligación.

Se adjunta figuras con emisión de Bonos corrientes según su distribución por monedas y la emisión de estos durante el año 2020 y 2019 con sus respectivas tasas y fechas de vencimientos.

Bonos corrientes emitidos por monedas	Distribución
Bonos en UF	53%
Bonos en USD	27%
Bonos en CHF	6%
Bonos en CLP	9%
Bonos en AUD	2%
Bonos en JPY	1%
Bonos en EUR	2%
Total	100%

distribución de bonos corrientes por moneda.

Emisiones Bonos Corrientes 2020							
Serie	moneda	Monto Colocación	Plazo Original (años)	Tasa de emisión anual	Fecha de emisión	Monto Emisión	Fecha de vencimiento
W1	UF	2.000.000	5 y 3 meses	1,55	01/03/2020	2.000.000	01/06/2025
Total	UF	2.000.000				2.000.000	
Bono USD	USD	742.500.000	5	2,7	07/01/2020	742.500.000	07/01/2025
Total	USD	742.500.000				742.500.000	

Emisiones Bonos Corrientes 2019							
Serie	moneda	Monto Colocación	Plazo Original (años)	Tasa de emisión anual	Fecha de emisión	Monto Emisión	Fecha de vencimiento
T7	UF	5.000.000	4	2,50%	01/02/2016	5.000.000	01/02/2023
T8	UF	5.678.000	4 y 6 meses	2,55%	01/02/2016	5.678.000	01/02/2023
T14	UF	9.000.000	8	2,80%	01/02/2016	18.000.000	01/02/2027
T6	UF	5.000.000	10	1,70%	01/11/2018	5.000.000	01/05/2029
T10	UF	5.000.000	5 y 4 meses	2,60%	01/02/2016	5.000.000	01/08/2024
Total	UF	29.678.000				38.678.000	
U9	CLP	75.000.000.000	2 y 8 meses	ICP + 0,80%	01/11/2018	75.000.000.000	19/11/2021
P-5	CLP	75.000.000.000	2 y 6 meses	5,30%	01/03/2015	150.000.000.000	01/03/2022
Total	CLP	150.000.000.000				225.000.000.000	
EUR	EUR	30.000.000	7	1,10%	01/02/2019	40.000.000	07/02/2016
EUR	EUR	25.000.000	15	1,25%	26/11/2019	25.000.000	26/11/2034
Total	CLP	55.000.000				65.000.000	
AUD	AUD	22.000.000	15	3,66%	20/05/2019	22.000.000	20/05/2034
AUD	AUD	20.000.000	5	1,13%	11/07/2019	20.000.000	11/07/2024
AUD	AUD	28.000.000	5	1,13%	17/07/2019	28.000.000	17/07/2024
AUD	AUD	15.000.000	5	1,13%	17/07/2019	15.000.000	17/07/2024
AUD	AUD	75.000.000	20	3,05%	30/08/2019	75.000.000	28/02/2039
AUD	AUD	12.000.000	15	3,16%	12/11/2019	12.000.000	20/11/2034
AUD	AUD	13.000.000	15	2,91%	21/11/2019	13.000.000	27/11/2034
Total	AUD	185.000.000				185.000.000	
CHF	CHF	150.000.000	5 y 6 meses	0,38%	13/03/2019	150.000.000	27/09/2024
CHF	CHF	100.000.000	10	0,14%	29/08/2019	100.000.000	29/08/2029
Total	CLP	250.000.000				250.000.000	

Detalle de emisiones de bonos año 2019 y 2020.

IV.II Estructura de Capital de Banco Santander Chile S.A.

Para determinar la estructura de capital de objetivo de Banco Santander Chile, es necesario realizar dos pasos previos donde determinaremos la deuda financiera de la entidad, posteriormente determinaremos el patrimonio económico y finalmente con los datos anteriores, el valor de los activos o valor de la empresa.

Deuda Financiera Banco Santander

A través de los Estados Financieros de la entidad se obtienen los valores “Instrumentos de deuda emitidos” y “Otras obligaciones financieras” de los periodos dic. 2015 a dic.2019 más lo de jun.2020 en la siguiente figura se muestra lo anteriormente planteado según periodos mencionados:

Monto en M\$ UF						
Concepto	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Instrumentos de deuda emitidos	232.435	278.062	264.707	294.395	335.597	329.038
Otras Obligaciones Financieras	8.605	9.109	9.032	7.814	7.996	4.602
Total Deuda Financiera	241.039	287.171	273.739	302.209	343.592	333.640

Patrimonio Económico

Para determinar el patrimonio económico de Banco Santander Chile se obtuvieron las acciones autorizadas las cuales se encuentran suscritas y pagadas en cada periodo. Desde los Estados Financieros de la entidad y el valor (Close) de estas acciones al cierre de cada periodo expuesto:

Monto en MM\$ CLP						
Concepto	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Nº Acciones suscritas y pagadas	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794
Precio de mercado de la acción	31,79	37,26	48,19	51,69	43,00	33,60
Total Patrimonio económico MM\$	5.990.703	7.021.502	9.081.219	9.740.780	8.103.183	6.331.789
Monto en M\$ UF	233.746	266.491	338.875	353.365	286.231	220.647

Para las instituciones financieras, el costo de la deuda corresponde en mayor medida a las captaciones en sus productos como en Depósitos de corto y largo plazo, cuentas corrientes o saldos a la vista.

Valor de Banco Santander Chile S.A.

A través de los resultados obtenidos anteriormente, se calculó el valor de los activos de la empresa (Valor de la empresa) tomando la siguiente ecuación contable:

$$Total\ Activos\ (V) = Deuda\ Financiera\ Total\ (B) + Patrimonio\ Económico\ (P)$$

Monto en M\$ UF						
Concepto	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Deuda Financiera	241.039	287.171	273.739	302.209	343.592	333.640
Patrimonio Económico	233.746	266.491	338.875	353.365	286.231	220.647
Activos (Valor)	474.786	553.663	612.613	655.574	629.823	554.287

Estructura objetivo e histórica de capital Banco Santander S.A.

Con los datos anteriores, se procede a calcular la estructura de capital histórica de Banco Santander considerando los últimos 5 periodos anuales y para la estructura de capital objetivo se extrae del promedio de los últimos 3 años cerrados, 2017 al 2019.

Estructura de capital	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Historica	Objetivo
B/V	50,77%	51,87%	44,68%	46,10%	54,55%	60,19%	49,59%	53,61%
P/V	49,23%	48,13%	55,32%	53,90%	45,45%	39,81%	50,41%	46,39%
B/P	103,12%	107,76%	80,78%	85,52%	120,04%	151,21%	97,91%	118,92%
B/P	1,03	1,08	0,81	0,86	1,20	1,51	0,98	1,19

Capítulo V: Estimación de costo de capital de la empresa

V.I Costo de la Deuda

Para el costo de la deuda (K_b) se utiliza la YTM proporcionada de los Estados Financieros de Banco Santander, para este caso, se utiliza la tasa de la última emisión de Bono presentada en los EEFF de Junio 2020, la que corresponde a 1,55%, Bono en UF emitido el 01:Mar.2020 con vencimiento al 01.Jun.2025 por 2.000.000.- de UFs. se adjunta imagen:

Serie	moneda	Monto Colocación	Plazo Original (años)	Tasa de emision anual	Fecha de emisión	Monto Emisión	Fecha de vencimiento
W1	UF	2.000.000	5 y 3 meses	1,55	01/03/2020	2.000.000	01/06/2025

V.II Beta de la deuda

Tomando los datos del punto anterior, lo siguiente consiste en poder estimar el beta de la deuda, para esto ocuparemos la fórmula de CAPM, en el cual se consideran los siguientes datos:

$R_f = 1,51\%$, no se considera el dato dado por el programa de 0,13% debido a que se considera que es demasiado bajo y está siendo fuertemente afectado por el inicio de la crisis social a fines del año 2019 y crisis sanitaria durante el año 2020. Por lo anterior, se considera un R_f de 1,51% el que se construyó tomando el promedio de las ultima emisiones realizadas por la Tesorería General de la República en los últimos periodos, dando como resultado un R_f 1,91% la que fue atenuada a un R_f de 1,51% para disminuir

la brecha entre lo dado y lo investigado, puesto que un R_f de 1,91 considera un mercado en condiciones económicas “normales”.

$PRM = 6,26\%$ extraído de Damodaran.

$$K_b = R_f + \beta_b * [E(R_m) - R_f]$$

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

$$1,55\% = 1,51\% + \beta_b * 6,26\%$$

$$K_b = 0,72\%$$

V.III Estimación del beta patrimonial.

Para poder determinar el Beta patrimonial existen diversas maneras. Una de ellas es considerar el Beta de Damodaran de la industria. Otra forma de determinar es a través de una plataforma como Bloomberg o a través de una regresión lineal. Utilizando esta última opción, se determinó que el beta patrimonial o beta de acción corresponde a

$$\beta_p^{c/d} = 0,93$$

Para poder determinar el Beta de la acción de Banco Santander Chile S.A. se consideraron los valores semanales al cierre de cada una de estas, para esto, se tomó el último día hábil de cada semana, desde la primera semana de julio 2015 hasta la última semana de junio 2020. Posteriormente, se dividieron en 4 periodos con un promedio de 104 observaciones y se realizó una regresión lineal para estos cuatro periodos, encontrando que existe una correlación entre el valor de la acción de Banco

Santander Chile y el IPSA (considerando los mismos periodos), como se observa en imagen adjunta:

Periodo	Jul.2015 - Jun.2017	Jul.2017 - Jun.2018	Jul.2018 - Jun.2019	Jul.2019 - Jun.2020	Promedio
Beta de la acción	1,06	0,94	0,87	0,86	0,93
R ² Ajustado	0,46	0,48	0,54	0,60	0,52
Observaciones	105,00	105,00	103,00	103,00	104,00
Probabilidad (P_Value)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,00
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

V.IV Beta patrimonial sin deuda:

Una vez determinado la beta patrimonial de la acción de Banco Santander se procede a desapalancar de acuerdo a la estructura de financiamiento determinada a junio 2020 siendo $\frac{B}{P} = 0,95$ descrito en el punto “Estructura de capital objetivo”.

Se utiliza la fórmula de Rubinstein (1973) para estimar el beta patrimonial sin deuda de Banco Santander Chile S.A. debido a que el Beta de la deuda (β_d) es mayor a cero en consecuencia el costo de la deuda (K_b) es mayor a R_f , lo que implica que la deuda es riesgosa y existe un riesgo de probabilidad de incumplir con la obligación y la estructura de tasa de Impuesto (t_c) vigente para el periodo de Junio 2020 es de 27% y estructura de capital histórica $\frac{B}{P} = 0,98$

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_d * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{\beta_p^{c/d} + (1 - t_c) * \frac{B}{P} * \beta_d}{1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P}}$$

$$\beta_p^{s/d} = \frac{0,93 + (1 - 0,27) * 0,9791 * 0,0072}{1 + (1 - 0,27) * 0,9791}$$

$$\beta_p^{s/d} = 54,97\%$$

V.V Beta patrimonio con estructura de capital objetivo:

Para determinar beta con la estructura capital se tomaron los datos previamente calculados del apartado “Beta patrimonial sin deuda” y “Estructura capital objetivo”

$$\beta_p^{c/d} = \beta_p^{s/d} * \left[1 + (1 - t_c) * \frac{B}{P} \right] - \beta_d * (1 - t_c) * \frac{B}{P}$$

$$\beta_p^{c/d} = 0,5497 * [1 + (1 - 0,27) * 0,9545] - 0,0072 * (1 - 0,27) * 0,9545$$

$$\beta_p^{c/d} = 92,77\%$$

V.VI Costo patrimonial

Para este cálculo tomaremos la beta según la estructura de capital objetivo y se utilizó CAPM para determinar el costo patrimonial o tasa exigida por el accionista K_p

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * [E (R_m) - R_f]$$

$$K_p = R_f + \beta_p^{c/d} * PRM$$

$$K_p = 0,0151 + 0,9277 * 0,0626$$

$$K_p = 7,31\%$$

La tasa de costo patrimonial o tasa exigida por el accionista es clave para determinar el flujo de caja, para el caso de las instituciones financieras, esta es la tasa relevante. Véase en capítulo “Métodos de valorización”.

V.I. Costo de capital

Con fines académicos y solo de referencia, a continuación, se procede a calcular la tasa real WACC de acuerdo a lo contemplado y exigido por el programa. Esto se debe a que para las instituciones financieras enfocado precisamente en este trabajo, esta tasa no absorbe las necesidades requeridas para el correcto cálculo del valor de la acción de Banco Santander Chile S.A, dado que el negocio bancario maneja altas emisiones de deudas a corto y largo plazo, por lo tanto, el modelo de valorización se basa en la tasa exigida por el accionista (K_p). La que se utilizó para descontar los flujos de caja futuros del patrimonio y determinar el valor de la entidad.

La fórmula para determinar el costo de capital (K_0) es la siguiente:

$$K_0 = K_p * \left(\frac{P}{V}\right) + K_b * (1 - t_c) * \left(\frac{P}{V}\right)$$

$$K_0 = 0,0731 * 0,5155 + 0,0072 * (1 - 0,27) * 0,5155$$

$$K_0 = 4,32\%$$

Capítulo VI: Análisis operacional del negocio e industria

VI.I Análisis de crecimiento de la empresa

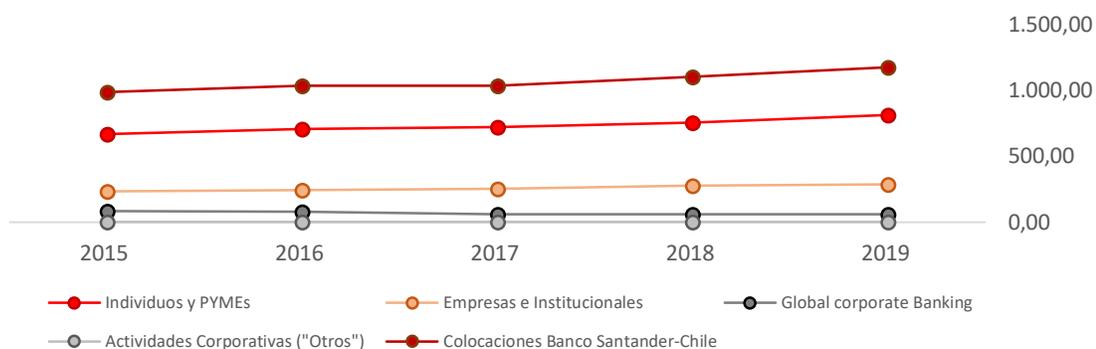
Para el análisis de crecimiento histórico de Banco Santander S.A. nos enfocaremos en el crecimiento de los 4 segmentos de negocio:

- A. Individuos y PYMEs.
- B. Empresas e Institucionales.
- C. Global Corporate Banking.
- D. Actividades Corporativas (“Otros”)

En estos cuatro ítems, el principal ingreso proviene de “Ingreso neto por intereses y reajustes” e “Ingreso neto por comisiones” compensados por “Provisiones” y “Gastos de apoyo” estos últimos corresponde a la suma de remuneraciones y gastos del personal, gastos de administración, depreciaciones y amortizaciones de cada segmento, estos desprendidos de las colocaciones de la entidad. En el capítulo “VI.II Análisis de crecimiento de la industria” se enfocará en la proyección y método de proyección de las colocaciones de Banco Santander.

El principal segmento de Banco Santander es Individuos y PYMEs que abarcan aproximadamente el 70% de las colocaciones totales. Otro segmento de vital importancia es Empresas e Institucionales que componen aproximadamente el 25% del total de colocaciones del Banco. Por lo anterior, el siguiente análisis se centra en estos dos puntos. Para un mejor entendimiento de la importancia y volúmenes de estos dos segmentos, se adjunta gráfico con la evolución de las colocaciones totales de Banco Santander durante los periodos 2015 a 2019 y las colocaciones según su segmento de negocio, donde se puede apreciar la relevancia de cada segmento:

Colocaciones por Segmentos



A. Individuos y PYMEs:

Este segmento Comprende a individuos y compañías pequeñas con ventas anuales inferiores a \$2.000 millones. Los que han tenido un crecimiento promedio del 7,73% desde el año 2016 a 2019 inclusive. Para estos mismos periodos los Ingreso neto por intereses y reajustes obtuvieron un crecimiento del 2,46% mientras los Ingreso neto por comisiones aumentaron en un 4,92%. Esto compensados en parte con las provisiones de este segmento las que presentaban un promedio de crecimiento del 3,38% en los periodos 2016 a 2018 y el año 2019 presentaron un aumento considerable de un 36,06% debido a la crisis social de octubre de este mismo año.

B. Empresas e Institucionales:

Este segmento lo comprende compañías y grandes empresas con ventas anuales sobre los \$2.000 millones. Los que han tenido un promedio de crecimiento del 7,79% desde el año 2016 a 2019 inclusive. Para estos mismos periodos los Ingreso neto por intereses y reajustes obtuvieron un crecimiento del 6,79% mientras los Ingreso neto por comisiones aumentaron en un 8,09%. Esto compensados en parte con los Gastos de apoyo de este segmento, los que presentaban un promedio de crecimiento del 5,93%, mientras que las provisiones de este segmento presentaban una tendencia a la baja de un 23% durante los años 2016 y 2017, sin embargo, el año 2018 presentaron un incremento del 36,26% y en el año 2019 un incremento del 62,7% este último impulsado por la crisis social de octubre de este mismo año.

Estos dos puntos A y B comprende el segmento de banca comercial que a continuación se presentan las cifras anteriormente descritas, para poder visualizar de una manera más visible, (cifras presentadas se encuentran en UF):

Segmentos	2015	2016	2017	2018	2019
Individuos y PYMEs	9,34	11,29	13,89	13,11	9,57
Creditos y cuentas por cobrar a clientes (1)	664,66	706,12	717,71	754,07	809,56
Ingreso neto por intereses y reajustes	34,06	35,34	36,21	34,45	33,92
Ingreso neto por comisiones	7,43	7,47	7,70	8,00	8,15
ROF (2)	0,63	0,80	0,77	0,71	1,06
Provisiones	-11,98	-12,21	-10,83	-9,99	-13,23
Gastos de apoyo (3)	-20,80	-20,11	-19,96	-20,07	-20,33
Empresas e Institucionales	6,49	7,08	7,59	7,54	7,58
Creditos y cuentas por cobrar a clientes (1)	234,35	242,77	252,84	278,98	285,89
Ingreso neto por intereses y reajustes	8,97	9,30	9,88	9,90	10,55
Ingreso neto por comisiones	1,11	1,17	1,35	1,33	1,37
ROF (2)	0,70	0,74	0,51	0,61	0,61
Provisiones	-1,27	-0,97	-0,72	-0,95	-1,51
Gastos de apoyo (3)	-3,01	-3,17	-3,43	-3,35	-3,43
Banca Comercial	15,83	18,37	21,48	20,65	17,15

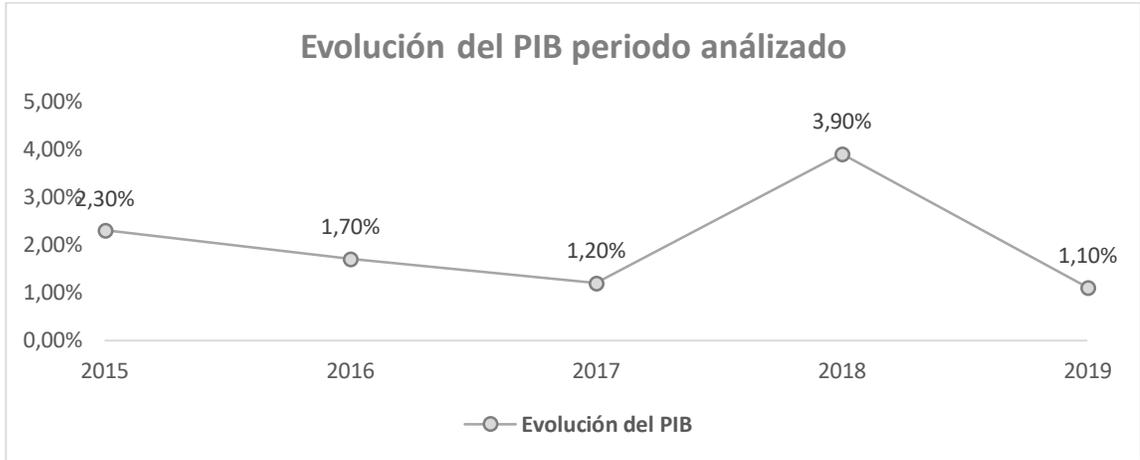
VI.II Análisis de crecimiento de la industria

A. Producto Interno Bruto:

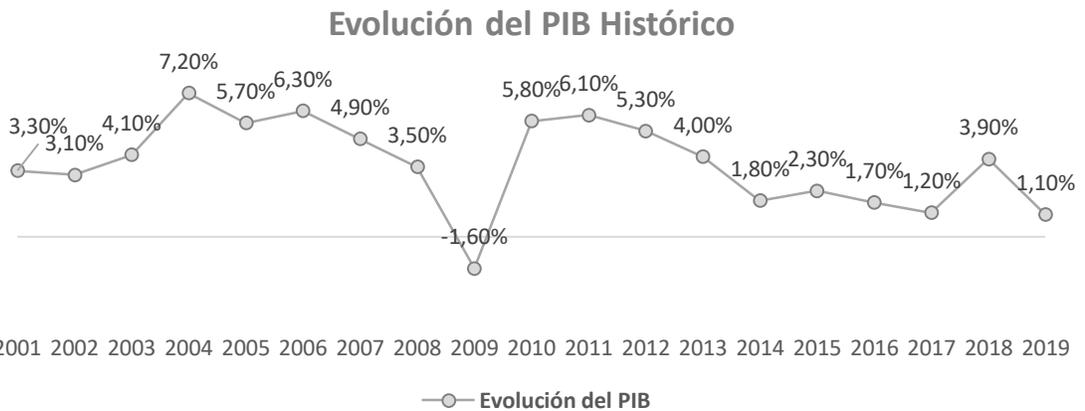
Existe una relación directa entre el crecimiento de un país y el crecimiento de las colocaciones en el sistema financiero. Es por lo anterior, la principal base para determinar el crecimiento de la industria bancaria y por consiguiente el crecimiento de Banco Santander (Principalmente sus colocaciones), es que esta investigación se focaliza en el crecimiento de las colocaciones de la industria y el PIB.

El PIB o Producto interno bruto es un indicador económico que mide el crecimiento de la riqueza de un país en un determinado periodo, el cual generalmente es de un año. Para esta investigación este es el parámetro ocupado (crecimiento del PIB en periodos anuales).

A continuación, se presenta la evolución que ha tenido este indicador en los periodos analizados los cuales corresponde a los años 2015 al 2019:



Adicionalmente, se incorpora la evolución histórica de este indicador con el fin de visualizar la crisis del año 2008 – 2009 (Crisis Surprime). Único parámetro a utilizar para el contexto actual de la crisis sanitaria, sin embargo, la actual crisis es mucho más agresiva para el sector económico y no cabe duda que marcará un antes y un después en la economía a nivel mundial. Dado que las estimaciones para el PIB al cierre del periodo 2020 estiman una contracción de -9,60%.



La proyección de este indicador se obtiene del FMI más reciente²¹ y lo expuesto por el Banco Central en su informe de política monetaria de junio 2019. En estos casos se tomaron las proyecciones más pesimistas, dado que la actual crisis sanitaria no tiene precedentes de esta situación ni el repunte de la economía a nivel mundial.

Proyección según Banco Central:

Proyección				
Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
-9,60%	4,50%	3,00%	3,00%	3,00%

Proyección según Fondo Monetario Internacional:

Proyección				
Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
-6,00%	4,50%	3,20%	2,00%	2,70%

Proyección considerada:

Proyección más pesimista				
Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
-9,60%	4,50%	3,00%	2,00%	2,70%

²¹ Información extraída del diario el pulso y presentación de Informa política monetaria junio 2020 del Banco Central.

B. Colocaciones sistema Financiero:

A continuación, se presentan las colocaciones consolidadas del sistema bancarios en Chile, expresadas en millones de UF para los periodos 2015 al 2019 más junio 2020, se destaca en color gris la participación de Banco Santander Chile S.A.

Participación de mercado (Colocaciones) en miles de UF	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
Banco de Crédito e Inversiones	792	856	922	1.104	1.231	1.305
Banco Santander-Chile	987	1.033	1.035	1.099	1.173	1.217
Banco de Chile	974	981	965	1.027	1.094	1.083
Banco del Estado de Chile	763	809	864	891	942	975
Scotiabank Chile (4)	679	688	753	828	908	900
Itaú Corpbanca	854	805	764	785	833	821
Otros Bancos	549	576	591	744	859	845
Total sistema bancario	5.598	5.747	5.893	6.478	7.041	7.145

Participación de mercado (Colocaciones)	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20	Promedio ultimos 3 años completos
Banco de Crédito e Inversiones	14,2%	14,9%	15,6%	17,0%	17,5%	18,3%	16,7%
Banco Santander-Chile	17,6%	18,0%	17,6%	17,0%	16,7%	17,0%	17,1%
Banco de Chile	17,4%	17,1%	16,4%	15,9%	15,5%	15,2%	15,9%
Banco del Estado de Chile	13,6%	14,1%	14,7%	13,8%	13,4%	13,6%	13,9%
Scotiabank Chile (4)	12,1%	12,0%	12,8%	12,8%	12,9%	12,6%	12,8%
Itaú Corpbanca	15,2%	14,0%	13,0%	12,1%	11,8%	11,5%	12,3%
Otros Bancos	9,8%	10,0%	10,0%	11,5%	12,2%	11,8%	11,2%
Total sistema bancario	100,0%						

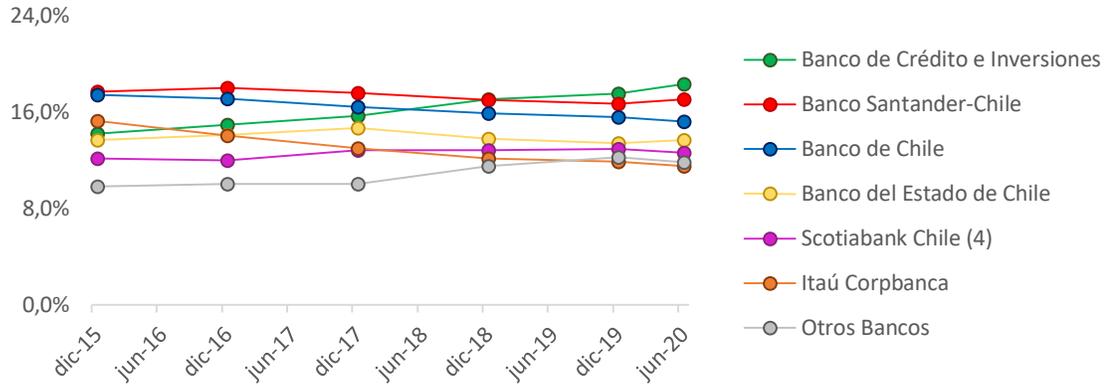
*Scotiabank considera proforma antes de la fusión

Como se aprecia en el grafico que se mostrara a continuación, Banco Santander Chile es uno de los bancos con más participación en el mercado, siendo superado por Banco de Crédito e Inversiones a partir del 2018 debida a la suma a su cartera a TotalBank²², la participación de Banco Santander ronda en promedio a un 17,1%. Este factor es de vital importancia debido a que este nos ayudará a determinar el crecimiento del Banco según el crecimiento proyectado de la industria.

A continuación, se presenta gráfico con la participación de las distintas instituciones al sector financiero en cuanto al total de colocaciones de sistema:

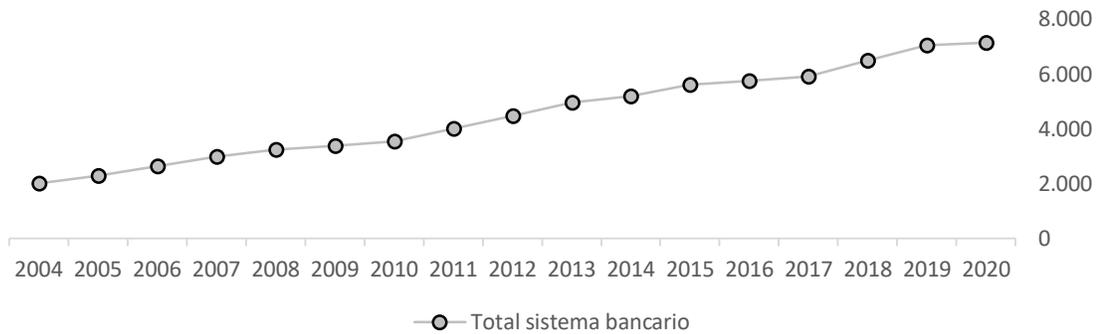
²² <https://www.latercera.com/pulso/noticia/bci-desplaza-bancoestado-santander-se-convierte-mayor-banco-activos/264855/>

Participación de mercado (Colocaciones)



En la siguiente figura se aprecia la evolución de las colocaciones en el sistema financiero desde al año 2004 al 2019, se incluyen información de junio 2020.

Evolución colocaciones en Millones de UF (sistema financiero)



C. Proyección de colocaciones del sistema bancario y Banco Santander Chile.

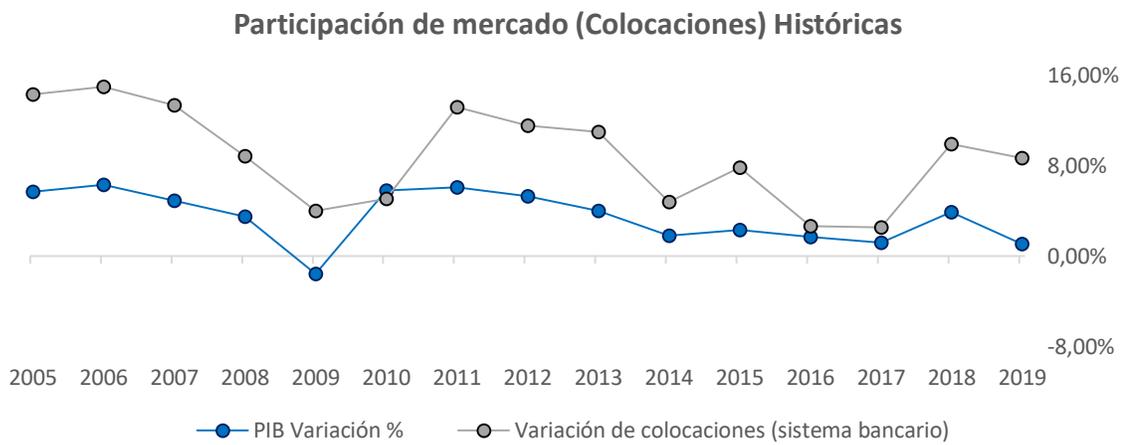
Con los datos de los puntos A y B se procedió a realizar una regresión entre la variación del PIB y la variación de las colocaciones de un año a otro, con el fin de encontrar un factor de elasticidad que nos permita conocer el crecimiento de las colocaciones del sistema a través de la proyección del PIB mencionada en el punto A. para esto se consideraron los datos desde el año 2005 a 2018:

Año	PIB Variación %	Variación de colocaciones (sistema bancario)	Medidor de proximidad
2005	5,70%	14,31%	2,51
2006	6,30%	14,99%	2,38
2007	4,90%	13,38%	2,73
2008	3,50%	8,87%	2,53
2009	-1,60%	4,02%	-2,52
2010	5,80%	5,06%	0,87
2011	6,10%	13,16%	2,16
2012	5,30%	11,55%	2,18
2013	4,00%	11,02%	2,75
2014	1,80%	4,81%	2,67
2015	2,30%	7,85%	3,41
2016	1,70%	2,66%	1,57
2017	1,20%	2,54%	2,11
2018	3,90%	9,93%	2,55
2019	1,10%	8,68%	7,89

Los datos del 2004 no se consideran dado que se ocuparon como base para determinar la variación del primer año. Si bien se exhiben los datos del 2019 estos no se consideran debido a la tendencia irregular comparada a los años anteriores. El PIB para el año 2009 presenta una baja en gran medida, pero las colocaciones presentan un incremento (solo bajo un 50% respecto al periodo anterior) esto se aprecia en la columna medidor de proximidad con un factor negativo, sin embargo, al ser el único antecedente ante una crisis se considera en el cálculo. Por otra parte, como se aprecia para los años

exhibidos, exceptuando a la crisis Subprime, este indicador de proximidad tiende a ser entre 0,8 a 3,5. Por todo lo anterior, se descartaron las variaciones del periodo 2019 dado el desborde en este indicador.

Con el siguiente grafico se puede apreciar de mejor manera la correlación que existe entre la variación del PIB y las colocaciones del sistema financiero:



D. Regresión

Con los datos considerados se realizó una regresión lineal en donde se obtuvieron como resultado un factor de elasticidad de 1,49 esto se traduce en que si el PIB varía 1% las colocaciones en el sistema variarían 1,49%.

E. Proyección de crecimiento:

Según los datos anteriormente planteados, la proyección de las colocaciones del sistema financiero y las de Banco Santander Chile S.A. son las siguientes:

- Participación de Mercado de Banco Santander: 17,1%
- Factor elasticidad PIB Colocación – Regresión: 1.49
- Proyección PIB para los periodos 2020 a 2024:

Proyección más pesimista					
Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024	Dic.2025
-9,60%	4,50%	3,00%	2,00%	2,70%	2,50%

- Formula de proyección:

$$\text{Colocaciones año anterior} * (1 + (\text{Proyeccion PIB} * \text{Factor de elasticidad}))$$

Proyección:

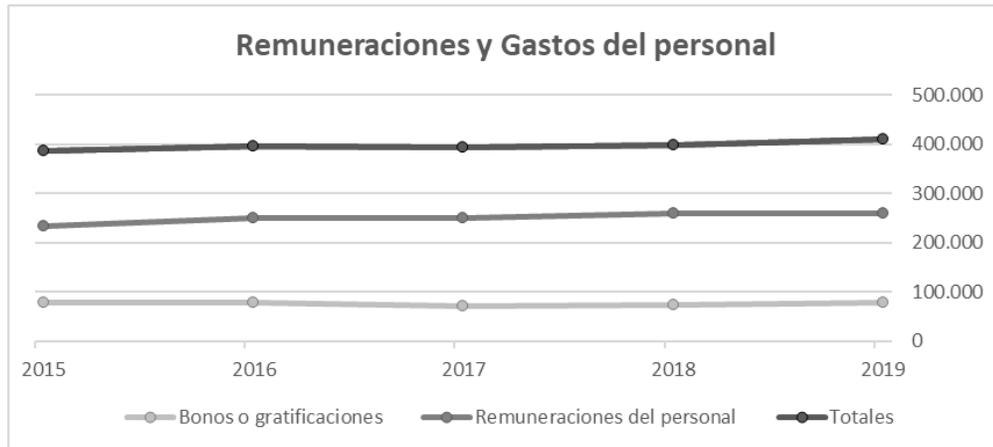
Proyección					
Concepto	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Total sistema bancario	6.123	6.533	6.825	7.029	7.311
Banco Santander-Chile	1.044	1.114	1.164	1.199	1.247

VI.III Análisis de los costos y gastos operacionales de la empresa

En Banco Santander la estructura de gastos operaciones se basa en 4 grandes ítem los cuales son:

A. Remuneraciones y gastos del personal:

Dentro de este ítem se desprende que los gastos más relevantes que los comprenden “Remuneraciones del personal” que abarcan un promedio de 63% y “Bonos o gratificaciones” siendo en promedio un 19% del total. Por otra parte, el total de Remuneraciones y gastos del personal tuvieron un aumento del 2.08% en el año 2016 impulsados por el aumento de un 6,84% en las remuneraciones del personal. Para el año 2017 las “Remuneración y gastos del personal” sufrieron una disminución del -0.3% debido a un caído del -7,04% en Bonos o gratificaciones. Posteriormente las “Remuneración y gastos del personal” aumentaron un 0,91% y 3,13% en los años 2018 y 2019 respectivamente, en el año 2018 el impulso lo dio el aumento de un 3,34% en Remuneraciones del personal y para el año 2019 el aumento lo proporciona principalmente Bonos y gratificaciones los que aumentaron 7,98%. Lo que da como resultados que las “Remuneración y gastos del personal” presentaron un crecimiento del 1,47% entre los años 2015 a 2019.

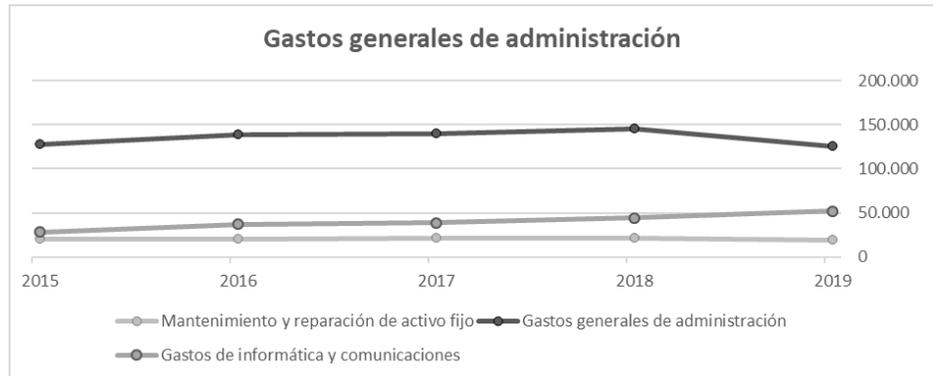


B. Gastos de administración:

Para el caso de Gastos de administración estos se dividen en 5 principales ítems. De los cuales se detallarán solo los puntos 1 “Gastos generales de administración” y 2 “Servicios subcontratados” debido a que son los gastos con mayor relevancia relacionados en los Gastos de administración, los que constituyen el 58,5% y 26,9% respectivamente de estos gastos, ascendiendo a un total de 85,4% entre los dos:

1. Gastos generales de administración:

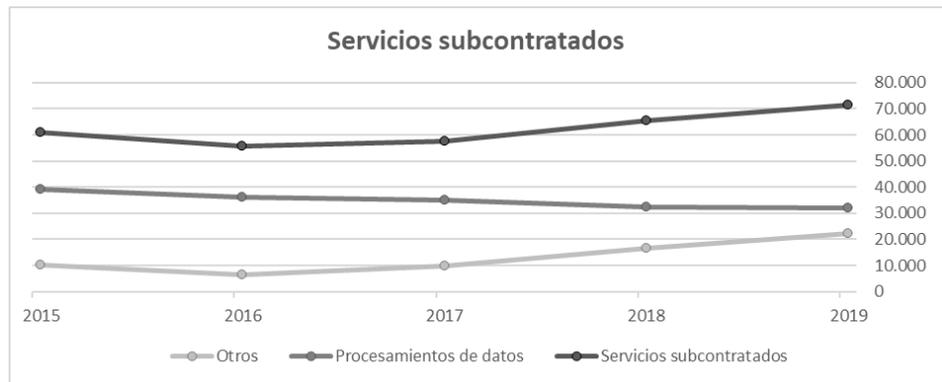
En este ítem lo comprenden principalmente los “Gastos de informática y comunicaciones” y “Mantenimiento y reparación de activo fijo” los que componen en promedio el 29,73% y 17,72% respectivamente, a continuación, se presenta la evolución de estos gastos:



Los Gastos generales de administración durante el año 2016 aumentaron en un 8,72% impulsados principalmente por un aumento del 31,43% en Gastos de informática y comunicaciones. Para el año 2017 estos aumentaron en 0,32% debido al aumento del 7,33% Mantenimiento y reparación de activo fijo. Durante el periodo 2018 esto aumentaron en un 4,18% debido al aumento del 13,06% en los Gastos de informática y comunicaciones. En el caso del año 2019 los “Gastos generales de administración” sufrieron una fuerte caída del -14,01% generada por la caída del -8,34% en Mantenimiento y reparación de activo fijo y principalmente por la aplicación de la NIIF 16 donde para el periodo 2019 los gastos por arriendo cambian la forma de ser contabilizados, los arriendos operativos pasan a reconocerse como activos fijos. Estos gastos comprendían en promedio el 14,72% de los Gastos generales de administración los que, para el periodo 2019 disminuyeron en su totalidad.

2. Servicios subcontratados:

En este ítem lo comprenden principalmente los “Procesamientos de datos” y “Otros” los que componen en promedio el 56,11% un 20,97% respectivamente, a continuación, se presenta la evolución de estos gastos:



Para el periodo 2016 estos gastos disminuyeron en un -8,46% impulsados por la caída del otros por -37% y -8,19% en Procesamientos de datos. Durante el año 2017 estos aumentaron un 2,95% debido al aumento del 55,42% en otros. Para el año 2018 los “Servicios subcontratados” aumentaron en un 13,86% principalmente por el aumento en “Otros” de un 66,62%. La variación del 9,51% del año 2019 se ve fuertemente impulsada por el aumento de un 35,50 en el ítem Otros.

Para el caso de los siguientes gastos solo se mencionarán, pero no se entrará en más detalles debido a la baja relevancias que poseen en comparación al total de gastos.

3. Gastos del directorio.
4. Gastos de marketing.
5. Impuestos, contribuciones, aportes.

A continuación, se presenta la evolución de “**Gastos de administración**” y sus principales ítems “Gastos generales de administración” y “Servicios subcontratados” donde se aprecia la relevancia de estos:



Para el caso de los siguientes gastos solo se mencionarán, sin entrar en detalles debido a la baja relevancias que poseen en comparación al total de gastos.

C. Depreciación y amortizaciones.

D. Deterioro.

E. Otros Gastos operaciones.

VI.IV Análisis del resultado no operacional de la empresa

Para este punto, se destaca que Banco Santander no presenta resultados no operacionales para los periodos investigados.

VI.V Análisis de los activos de la empresa

En este punto, desglosaremos cuales activos de Banco Santander son Operacionales y No operaciones, esto quiere decir cuales activos son imprescindibles para las operaciones de la empresa. A continuación, se presenta una tabla con la clasificación de los activos del banco:

Tipo de Activo	Jun.2019 MM\$ UF	Operacional	No Operacional
Efectivo y depósitos en bancos	131.588.470	x	
Operaciones con liquidación en curso	13.076.126	x	
Instrumentos para negociación	7.256.550	x	
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	0		x
Contratos de derivados financieros	470.378.709	x	
Adeudado por bancos	303.766	x	
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	1.195.293.943	x	
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	184.489.633		x
Instrumentos de inversión hasta el vencimiento	0		x
Inversiones en sociedades	348.894		x
Intangibles	2.475.675		x
Activo fijo	6.606.016	x	
Activo por derecho a usar bienes en arrendamiento	7.000.525	x	
Impuestos corrientes	0		x
Impuestos diferidos	18.003.326		x
Otros activos	89.810.994		x
TOTAL ACTIVOS	2.126.632.625		

Activos Operacionales:

En este grupo se clasificaron todos los activos que son relevantes en el funcionamiento de la entidad y que son necesarios para que el negocio de este se lleve a cabo, como los son los créditos y cuentas por cobrar a clientes y adeudado por banco debido a que son la principal fuente de ingresos de una institución financiera a través de los intereses y reajustes por el préstamo de dinero y comisiones por este mismo concepto. Por otra parte, se encuentra los Activo fijos y Activo por derecho a usar bienes en arrendamiento que principalmente comprenden la infraestructura como edificios centrales, sucursales, computadores, ATMs, etc, por último se encuentra el efectivo y depósitos en bancos, Operaciones con liquidación en curso e Instrumentos para negociación, dado que son el efectivo inmediato o de rápida liquidación que tiene Banco Santander debido a las regulaciones locales de encaje y reserva técnica.

Activos No Operacionales:

Esta clase de activos no son esenciales en la generación de los servicios prestados por Banco Santander:

- Contratos de retrocompra y préstamos de valores.
- Instrumentos de inversión disponibles para la venta.
- Instrumentos de inversión hasta el vencimiento.
- Inversiones en sociedades.
- Intangibles.
- Impuestos corrientes.
- Impuestos diferidos.
- Otros activos.

Capítulo VII: Proyección del Estado de Resultado de Banco Santander.

En el siguiente capítulo se procede a explicar el comportamiento histórico de los ingresos de Banco Santander con el fin de poder establecer y demostrar de mejor manera la proyección de estos para los años 2020 a 2024. Es de suma importancia para poder determinar el crecimiento proyectado del estado de resultado de Banco Santander, el supuesto más relevante se basa en el crecimiento de las colocaciones del sistema bancario y posterior participación del Banco en dichos periodos. Con lo anterior la proyección de estado de resultado se desprende del porcentaje de cada ítem de estos estados de resultados históricos (últimos tres años) en relación a las colocaciones del Banco Santander (“Créditos y cuentas por cobrar a clientes” y “Adeudado por bancos”). Otro supuesto de gran relevancia se encuentra en la línea Provisiones por riesgo de crédito que se detalla en el punto II de este capítulo.

VII.I Ingresos Operacionales Históricos.

A continuación, se presenta tabla con los ingresos históricos operacionales de Banco Santander, donde los ingresos más importantes lo componen principalmente los “Ingreso neto por intereses y reajustes” los que componen alrededor del 74% de los ingresos Operacionales. Durante el periodo 2015 a 2019 el total de los ingresos operacionales tuvieron un incremento promedio del 2,1% (tres últimos años)

Comportamiento Histórico:

EERR en MMUF						
INGRESOS OPERACIONALES	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Ingreso neto por intereses y reajustes	48,98	48,63	49,51	51,31	50,05	26,79
Ingreso neto por comisiones	9,27	9,66	10,41	10,55	10,14	4,76
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	-17,87	-13,93	0,10	1,93	-2,76	7,53
Utilidad (pérdida) de cambio neta	23,54	19,26	4,74	1,88	10,07	-4,04
Otros ingresos operacionales	0,61	0,69	3,25	1,43	0,87	0,42
Total Ingresos Operacionales	64,54	64,31	68,01	67,11	68,37	35,45
Variación % de crecimiento		-0,35%	5,76%	-1,33%	1,88%	

Las proyecciones se verán en el punto III de este capítulo.

VII.II Costos Operacionales Históricos.

Al igual que en el punto anterior, para poder representar de mejor manera los gastos operaciones de Banco Santander, estos se agruparon en el concepto “Gastos Operacionales”. Durante los periodos históricos contemplados desde el año 2015 al año 2019 el ítem más relevante es “Remuneraciones y gastos del personal” y “Gastos de administración” los que comprenden en promedio el 50,4% y 29,7% de los gastos operacionales.

Comportamiento Histórico:

EERR en MMUF						
GASTOS OPERACIONALES	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Remuneraciones y gastos del personal	-15,10	-15,00	-14,81	-14,42	-14,49	-7,06
Gastos de administración	-8,60	-8,59	-8,59	-8,89	-8,25	-4,45
Depreciaciones y amortizaciones	-2,09	-2,48	-2,90	-2,88	-3,75	-1,93
Deterioro	-0,00	-0,01	-0,21	-0,00	-0,10	-0,02
Otros gastos operacionales	-2,11	-3,23	-3,58	-1,66	-2,16	-1,60
Total Ingresos Gastos Operacionales	-27,91	-29,31	-30,10	-27,85	-28,74	-15,06
Variación % de crecimiento		5,01%	2,68%	-7,47%	3,19%	

Durante los tres últimos periodos el total de gastos operacionales ha tenido una variación promedio del -0,53%

Otro ítem el cual es de suma relevancia para la proyección de los estados financieros de las instituciones bancarias corresponden a las “Provisiones por riesgo de crédito” las que componen en promedio un 48% de los “Resultados Netos Operacionales” de Banco Santander. Cabe destacar que este ítem es de suma relevancia debido a la contingencia sanitaria que aflige a la economía mundial, ya que se asume que estas provisiones aumentarían por el riesgo de no pago en las colocaciones otorgadas a los distintos clientes del banco. Esto rodeado a la

incertidumbre que se experimenta. Estas provisiones toman un papel relevante a la hora de proyectar el estado de resultado de Banco Santander para los años 2020 a 2024.

Comportamiento Histórico:

EERR en MMUF						
PROVISIONES	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Provisiones por riesgo de crédito	-16,14	-15,70	-15,44	-15,01	-14,61	-14,42
Variación % de crecimiento		-2,73%	-1,68%	-2,78%	-2,63%	

Durante los tres últimos periodos la provisión por riesgo de crédito ha tenido una variación promedio del -2,36%.

Las proyecciones se verán en el punto III de este capítulo.

VII.III Resultados Operacionales Netos proyectados.

Para poder explicar de mejor manera, a continuación, se presenta el resumen del total de ingresos operacionales, el total de gastos operacionales, las provisiones por riesgo de crédito y los resultados netos Operacional, en el cual se puede visualizar el incremento histórico de estos ítems, puesto que a pesar de que los gastos han sufrido un aumento porcentual mayor que los ingresos en los últimos periodos, a nivel neto el beneficio es positivo. El que se ve afectado positivamente por los ingresos operacionales neto, lo que provoco una variación promedio en los tres últimos periodos del 9,18% al alza de resultados netos operacionales.

Comportamiento Histórico:

EERR en MIMUF						
INGRESOS OPERACIONALES	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Total Ingresos Operacionales	64,54	64,31	68,01	67,11	68,37	35,45
Provisiones por riesgo de crédito	-16,14	-15,70	-15,44	-15,01	-14,61	-14,42
Total Ingresos Gastos Operacionales	-27,91	-29,31	-30,10	-27,85	-28,74	-15,06
RESULTADOS NETO OPERACIONAL	20,48	19,30	22,48	24,25	25,02	5,97
Variación % de crecimiento		-5,77%	16,50%	7,87%	3,17%	

Supuesto 1:

Para poder proyectar estos resultados, se estimaron los promedios históricos de cada ítem en relación al total de las colocaciones de Banco Santander. Para posteriormente aplicar este factor al crecimiento proyectado de las colocaciones del Banco visto en el capítulo anterior.

Porcentaje promedio de los tres últimos periodos en base a las colocaciones:

EERR en MM\$ % sobre las colocaciones							Promedio ultimos 3 años completos
RESULTADOS OPERACIONALES	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	
Ingresos por intereses y reajustes	8,2%	7,9%	7,4%	7,4%	7,0%	3,3%	7,3%
Gastos por intereses y reajustes	-3,3%	-3,1%	-2,6%	-2,7%	-2,7%	-1,1%	-2,7%
Ingreso neto por intereses y reajustes	5,0%	4,7%	4,8%	4,7%	4,3%	2,2%	4,6%
Ingresos por comisiones	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	0,6%	1,6%
Gastos por comisiones	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,3%	-0,6%
Ingreso neto por comisiones	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	0,9%	0,4%	0,9%
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	-1,8%	-1,3%	0,0%	0,2%	-0,2%	0,6%	0,0%
Utilidad (pérdida) de cambio neta	2,4%	1,9%	0,5%	0,2%	0,9%	-0,3%	0,5%
Otros ingresos operacionales	0,1%	0,1%	0,3%	0,1%	0,1%	0,0%	0,2%
Total ingresos operacionales	0,6%	0,6%	0,8%	0,5%	0,7%	0,3%	0,7%
Provisiones por riesgo de crédito	-1,6%	-1,3%	-1,1%	-1,1%	-1,3%	-0,8%	-1,1%
INGRESO OPERACIONAL NETO	4,9%	5,0%	5,5%	5,0%	4,6%	2,1%	5,0%
Remuneraciones y gastos del personal	-1,5%	-1,5%	-1,4%	-1,3%	-1,2%	-0,6%	-1,3%
Gastos de administración	-0,9%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,4%	-0,8%
Depreciaciones y amortizaciones	-0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,3%
Deterioro	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otros gastos operacionales	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,2%
Total gastos operacionales	-2,8%	-2,8%	-2,9%	-2,5%	-2,4%	-1,2%	-2,6%
RESULTADO OPERACIONAL	2,1%	2,1%	2,6%	2,5%	2,1%	0,8%	2,4%

Supuesto 2:

Para el caso de las “Provisiones por riesgo de crédito” si bien el promedio es de -1,1% por el mayor riesgo e incertidumbre en los años futuros, se determinó que para los siguientes periodos este porcentaje seria de -2,5% (2020), -2,6% (2021) para luego ir en descenso de acuerdo a la recuperación del sistema financiero con un -2,2% (2022), un -1,7% (2023) y de un -1,4% (2024.)

Proyección Resultados Operaciones de Banco Santander S.A:

EERR en MM\$ UF	Proyección					
	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024	Dic.2025
RESULTADOS OPERACIONALES						
Ingresos por intereses y reajustes	75,82	80,90	84,52	87,03	90,54	93,91
Gastos por intereses y reajustes	-28,15	-30,04	-31,38	-32,31	-33,61	-34,87
Ingreso neto por intereses y reajustes	47,67	50,86	53,14	54,72	56,92	59,04
Ingresos por comisiones	16,48	17,59	18,37	18,92	19,68	20,41
Gastos por comisiones	-6,65	-7,09	-7,41	-7,63	-7,94	-8,23
Ingreso neto por comisiones	9,84	10,50	10,96	11,29	11,75	12,18
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,21	-0,21
Utilidad (pérdida) de cambio neta	5,17	5,52	5,76	5,93	6,17	6,40
Otros ingresos operacionales	1,80	1,92	2,01	2,07	2,15	2,23
Total ingresos operacionales	6,80	7,26	7,58	7,81	8,12	8,42
Provisiones por riesgo de crédito	-26,11	-28,98	-25,61	-20,38	-17,46	-15,52
INGRESO OPERACIONAL NETO	38,19	39,64	46,07	53,43	59,33	64,12
Remuneraciones y gastos del personal	-13,82	-14,75	-15,41	-15,87	-16,51	-17,12
Gastos de administración	-8,14	-8,68	-9,07	-9,34	-9,72	-10,08
Depreciaciones y amortizaciones	-2,99	-3,20	-3,34	-3,44	-3,58	-3,71
Deterioro	-0,10	-0,11	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12
Otros gastos operacionales	-2,37	-2,52	-2,64	-2,72	-2,83	-2,93
Total gastos operacionales	-27,42	-29,26	-30,57	-31,48	-32,75	-33,97
RESULTADO OPERACIONAL	10,77	10,38	15,50	21,95	26,58	30,16

VII.IV Resultados No Operacionales Projectados.

En relación a los Gastos No operacionales se encuentran los “Resultado por Inversiones en Sociedades”, los que han tenido un comportamiento histórico a la baja de un -17,97% en promedio de los tres últimos periodos.

Comportamiento Histórico:

EERR en MM\$ CLP						
Resultado por inversiones en sociedades	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020
Resultado por inversiones en sociedades	0,10	0,11	0,15	0,05	0,04	0,02
Variación % de crecimiento		13,21%	29,36%	-67,50%	-15,78%	

Para estimar la proyección de este ítem, al igual que en las estimaciones de los ingresos y gastos operacionales, se calculan en virtud del porcentaje en relacion a las colocaciones del Banco. En este caso el resultado no operacional tiene históricamente una relación del 0,01% con las colocaciones de la institución. En consecuencia, la proyección de estos para los periodos (2020 a 2024) es la siguiente:

EERR en MM\$ UF		Proyección				
Concepto	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024	Dic.2025
Resultado por inversiones en sociedades	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,10

VII.V Impuestos Corporativos Proyectados.

Para poder determinar el crecimiento de los impuestos corporativos de Banco Santander, primero debemos aclarar que la tasa de impuesto a la renta para las personas jurídicas²³, actualmente es de un 27% el cual será tomado como horizonte, sin embargo, debido a que el Banco Santander posee diferencias permanentes y otros impuestos lo que influye en la tasa real, tomaremos como base el promedio de la tasa efectiva presentada en los Estados Financieros del banco en los años 2018, 2019 y Junio 2020 para la proyección de este ítem. Lo que da como promedio una Tasa efectiva de 21,39% (se toman estos periodos debido a que son los que tienen una tasa real de impuesto a la Renta del 27%):

Información Histórica:

Concepto	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Promedio (18-19-Jun20)
Tasa Impuesto a la Renta	22,50%	24,00%	25,50%	27,00%	27,00%	27,00%	27,00%
Tasa Efectiva	14,27%	18,41%	19,91%	21,77%	21,37%	21,02%	21,39%

Proyección:

EERR en MM\$ UF	Proyección						
	Concepto	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024	Dic.2025
Resultado antes de impuesto a la renta		10,85	10,46	15,58	22,04	26,67	30,25
Impuesto a la renta		-2,32	-2,24	-3,33	-4,71	-5,70	-6,47

²³ Ley de Impuesto a la Renta artículo 14 B "Reforma Tributaria contenida en la Ley N° 20.780" para operación renta AT 2021 artículo 14 A "Reforma Tributaria contenida en la Ley N° 21.210"

VII.VI Estado de Resultados proyectados en miles de UF.

A continuación, se presenta el estado de resultado de Banco Santander S.A. para los periodos comprendidos del año 2020 a 2024:

Estado de Resultado proyectado Banco Santander S.A. expresado en UF (2020 - 2024):

EERR en MM\$ UF Concepto	Proyección				
	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Ingresos por intereses y reajustes	75,82	80,90	84,52	87,03	90,54
Gastos por intereses y reajustes	-28,15	-30,04	-31,38	-32,31	-33,61
Ingreso neto por intereses y reajustes	47,67	50,86	53,14	54,72	56,92
Ingresos por comisiones	16,48	17,59	18,37	18,92	19,68
Gastos por comisiones	-6,65	-7,09	-7,41	-7,63	-7,94
Ingreso neto por comisiones	9,84	10,50	10,96	11,29	11,75
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,21
Utilidad (pérdida) de cambio neta	5,17	5,52	5,76	5,93	6,17
Otros ingresos operacionales	1,80	1,92	2,01	2,07	2,15
Total ingresos operacionales	6,80	7,26	7,58	7,81	8,12
Provisiones por riesgo de crédito	-26,11	-28,98	-25,61	-20,38	-17,46
INGRESO OPERACIONAL NETO	38,19	39,64	46,07	53,43	59,33
Remuneraciones y gastos del personal	-13,82	-14,75	-15,41	-15,87	-16,51
Gastos de administración	-8,14	-8,68	-9,07	-9,34	-9,72
Depreciaciones y amortizaciones	-2,99	-3,20	-3,34	-3,44	-3,58
Deterioro	-0,10	-0,11	-0,11	-0,11	-0,12
Otros gastos operacionales	-2,37	-2,52	-2,64	-2,72	-2,83
Total gastos operacionales	-27,42	-29,26	-30,57	-31,48	-32,75
RESULTADO OPERACIONAL	10,77	10,38	15,50	21,95	26,58
Resultado por inversiones en sociedades	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09
Resultado antes de impuesto a la renta	10,85	10,46	15,58	22,04	26,67
Impuesto a la renta	-2,32	-2,24	-3,33	-4,71	-5,70
Resultado de operaciones continuas	8,53	8,22	12,25	17,33	20,97
Resultado de operaciones discontinuas	0,06	0,07	0,07	0,07	0,07
UTILIDAD CONSOLIDADA DEL PERÍODO	8,59	8,29	12,32	17,40	21,04
Interés no controlador	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27
Tenedores patrimoniales del Banco	8,82	8,53	12,57	17,66	21,31

VII.VII Supuestos Utilizados.

Supuesto 1:

Para poder proyectar estos resultados, se estimaron los promedios históricos de cada ítem en relación al total de las colocaciones de Banco Santander, para posteriormente aplicar este factor al crecimiento proyectado de las colocaciones del Banco visto en el capítulo anterior.

Supuesto 2:

Para el caso de las “Provisiones por riesgo de crédito” si bien el promedio es de -1,1% por el mayor riesgo e incertidumbre en los años futuros, se determinó que para los siguientes periodos este porcentaje sería de -2,5% (2020), -2,6% (2021) para luego ir en descenso de acuerdo a la recuperación del sistema financiero con un -2,2% (2022), un -1,7% (2023) y de un -1,4% (2024.)

Supuesto 3:

Tasa de impuesto efectiva. Para el cálculo de esta tasa se consideró la información de junio 2020 debido a que este periodo está calculado con una tasa real del 27% y se omitió la información del año 2017 debido a que en dicho periodo la tasa real era de un 25,5% afectando la proporción de la tasa Efectiva utilizada en ese mismo periodo.

VII.VIII Estado de Resultados proyectados porcentual.

A continuación, se presentan el estado de Resultado de Banco Santander en porcentaje en base a los ingresos por interés y reajustes más los ingresos por comisiones para los años 2015 a junio 2020 más la proyección a diciembre 2020 a diciembre 2024:

EERR en % Concepto							Proyección					
	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024	Dic.2025
Ingresos por intereses y reajustes	83,81%	83,21%	81,88%	82,25%	82,32%	83,55%	82,14%	82,14%	82,14%	82,14%	82,14%	82,14%
Gastos por intereses y reajustes	-33,38%	-33,32%	-29,11%	-30,41%	-32,07%	-27,86%	-30,50%	-30,50%	-30,50%	-30,50%	-30,50%	-30,50%
Ingreso neto por intereses y reajustes	50,43%	49,89%	52,77%	51,83%	50,24%	55,69%	51,65%	51,65%	51,65%	51,65%	51,65%	51,65%
Ingresos por comisiones	16,19%	16,79%	18,12%	17,75%	17,68%	16,45%	17,86%	17,86%	17,86%	17,86%	17,86%	17,86%
Gastos por comisiones	-6,64%	-6,88%	-7,02%	-7,09%	-7,50%	-6,54%	-7,20%	-7,20%	-7,20%	-7,20%	-7,20%	-7,20%
Ingreso neto por comisiones	9,55%	9,91%	11,10%	10,66%	10,18%	9,90%	10,66%	10,66%	10,66%	10,66%	10,66%	10,66%
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	-18,40%	-14,29%	0,11%	1,95%	-2,77%	15,66%	-0,19%	-0,19%	-0,19%	-0,19%	-0,19%	-0,19%
Utilidad (pérdida) de cambio neta	24,24%	19,76%	5,05%	1,90%	10,11%	-8,41%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%
Otros ingresos operacionales	0,63%	0,71%	3,47%	1,45%	0,87%	0,87%	1,95%	1,95%	1,95%	1,95%	1,95%	1,95%
Total ingresos operacionales	6,47%	6,18%	8,63%	5,30%	8,21%	8,12%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%
Provisiones por riesgo de crédito	-16,62%	-13,37%	-11,90%	-11,91%	-14,91%	-21,30%	-28,29%	-29,42%	-24,90%	-19,24%	-15,84%	-13,58%
INGRESO OPERACIONAL NETO	49,83%	52,61%	60,60%	55,88%	53,73%	52,41%	41,38%	40,25%	44,77%	50,43%	53,83%	56,09%
Remuneraciones y gastos del personal	-15,55%	-15,39%	-15,79%	-14,57%	-14,54%	-14,68%	-14,98%	-14,98%	-14,98%	-14,98%	-14,98%	-14,98%
Gastos de administración	-8,86%	-8,82%	-9,15%	-8,98%	-8,28%	-9,26%	-8,82%	-8,82%	-8,82%	-8,82%	-8,82%	-8,82%
Depreciaciones y amortizaciones	-2,15%	-2,54%	-3,10%	-2,91%	-3,76%	-4,00%	-3,24%	-3,24%	-3,24%	-3,24%	-3,24%	-3,24%
Deterioro	0,00%	-0,01%	-0,22%	0,00%	-0,10%	-0,05%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%	-0,11%
Otros gastos operacionales	-2,18%	-3,32%	-3,82%	-1,68%	-2,16%	-3,33%	-2,56%	-2,56%	-2,56%	-2,56%	-2,56%	-2,56%
Total gastos operacionales	-28,74%	-30,07%	-32,08%	-28,13%	-28,85%	-31,32%	-29,71%	-29,71%	-29,71%	-29,71%	-29,71%	-29,71%
RESULTADO OPERACIONAL	21,09%	22,54%	28,52%	27,74%	24,88%	21,09%	11,67%	10,54%	15,06%	20,72%	24,12%	26,38%
Resultado por inversiones en sociedades	0,10%	0,12%	0,16%	0,05%	0,04%	0,04%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%	0,08%
Resultado antes de impuesto a la renta	21,19%	22,66%	28,67%	27,79%	24,92%	21,14%	11,75%	10,62%	15,15%	20,80%	24,20%	26,46%
Impuesto a la renta	-3,03%	-4,17%	-5,71%	-6,08%	-5,33%	-4,44%	-2,51%	-2,27%	-3,24%	-4,45%	-5,18%	-5,66%
Resultado de operaciones continuas	18,17%	18,48%	22,96%	21,71%	19,59%	16,69%	9,24%	8,35%	11,91%	16,35%	19,02%	20,80%
Resultado de operaciones discontinuas	0,00%	0,00%	0,00%	0,14%	0,06%	0,00%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
UTILIDAD CONSOLIDADA DEL PERÍODO	18,17%	18,48%	22,96%	21,85%	19,65%	16,69%	9,30%	8,41%	11,97%	16,42%	19,09%	20,87%
Interés no controlador	0,13%	0,09%	0,50%	0,16%	0,07%	0,11%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Tenedores patrimoniales del Banco	18,30%	18,58%	23,46%	22,01%	19,73%	16,81%	9,55%	8,66%	12,22%	16,67%	19,34%	21,12%

Capítulo VIII: Proyección del Patrimonio y los Flujos de Cajas del Patrimonio

Tal como se señaló en el capítulo I.V y I.VI donde se describe la metodología de valorización utilizada en este trabajo, se plantea que el modelo del flujo de caja del accionista es el que mejor captura las variables específicas que generan valor en el negocio bancario y nos permite evaluar la gestión del manejo de políticas de riesgo, crecimiento de colocaciones asociados a una política de conservación o manejo de márgenes de solvencia y rentabilidad del banco²⁴.

De acuerdo con la Ley General de Bancos, el Banco debe mantener una razón mínima de patrimonio efectivo a activos consolidados ponderados por riesgo de 8% neto de provisiones exigidas, y una razón mínima de capital básico a total de activos consolidados de 3%, neto de provisiones exigidas. Sin embargo, con motivo de la fusión del Banco ocurrida en 2002, la CMF ha determinado que el patrimonio efectivo del Banco fusionado no puede ser inferior al 11% de sus activos ponderados por riesgo.²⁵ Esto busca limitar el crecimiento deliberado de una institución bancaria y que mantengan un nivel óptimo de capital invertido, es por esto que todo aumento en los activos de banco Santander, impulsados principalmente por sus colocaciones provoca un requerimiento proporcional en su patrimonio, es decir, el patrimonio efectivo debe sustentar un 11% neto de provisiones exigidas.

A modo de simplificar el cálculo de requerimiento de capital se consideraron los datos del balance de los estados financieros publicados de Banco Santander de cada periodo, ocupando principalmente el total de activos y los datos de la nota

²⁴ Koller, T Goedhart & Wessels D. (2010). Valuation: Measuring and managing the value of companies.

²⁵ Estados financieros consolidados, junio 2020, Banco Santander Chile.

“REQUERIMIENTOS DE CAPITAL (BASILEA)” para poder determinar el ratio exigido por Basilea III del 11% de capital. Donde se determinó a modo de totales el % de los activos ponderados por riesgo sobre el total de activos, para posteriormente calcular el promedio de los tres últimos años, lo que dio como resultado un 74,1% (celda en verde de la tabla). Con estos datos se calcularon los APRc (Activos Ponderados por Riesgos) para los periodos 2020 a 2024, y posteriormente calcular el “Ratio de Solvencia” para cada periodo,

$$\text{Ratio de Solvencia} = \frac{\text{Capital Basico Requerido}}{\text{APRc (Activos Ponderados por Riengo)}}$$

para el cálculo del ratio de “Índice de capital básico” se consideró la proporción entre los APRc y activos totales netos de provisiones de riesgo (considerando colocaciones contingentes), se tomó el promedio de los tres ultimo años, lo que dio una proporción del 140,4% (Celda en naranja de la tabla), con esto se puedo determinar el ratio de “Índice de capital básico” para los periodos proyectados.

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

Periodo	Estado	Activos	APRc	% APRc sobre Activos	Patrimonio Efectivo	Ratio de Solvencia (%)	Activos Totales	% Activos Totales sobre APRc	Índice de capital básico (%)	Aumento de capital
2015	Real	1.352	1.032	76,3%	107	10,3%	1.459	141,3%	7,3%	
2016	Real	1.405	1.034	73,6%	109	10,5%	1.507	145,8%	7,2%	
2017	Real	1.336	1.042	78,0%	114	11,0%	1.445	138,7%	7,9%	
2018	Real	1.422	1.110	78,1%	118	10,6%	1.522	137,1%	7,7%	
2019	Real	1.787	1.183	66,2%	120	10,1%	1.721	145,5%	7,0%	
2020	Proyectado	1.297	961	74,1%	106	11,0%	1.349	140,4%	7,8%	0
2021	Proyectado	1.384	1.025	74,1%	113	11,0%	1.440	140,4%	7,8%	8
2022	Proyectado	1.446	1.071	74,1%	118	11,0%	1.504	140,4%	7,8%	6
2023	Proyectado	1.489	1.103	74,1%	121	11,0%	1.549	140,4%	7,8%	4
2024	Proyectado	1.549	1.147	74,1%	126	11,0%	1.611	140,4%	7,8%	6

*Cifras en Millones de UF

VIII.I Proyección de los flujos de cajas del patrimonio de Banco Santander Chiles contemplado para los peritos 2020 a 2024 (perpetuo):

A continuación, se procede a calcular los flujos de caja para el accionista o Flujo de caja patrimonial para los periodos proyectados 2020 a 2024, este valor se encuentra expresado en la siguiente ecuación:

$$\text{Valor presente del patrimonio} = \sum_{t=2020}^{2024} \frac{FC_t}{(1+k_p)^t} + \frac{FC_{2024}}{(1+k_p)^5} \frac{1}{(k_p - g)}$$

$$\text{Valor presente del patrimonio} = 35,84 \text{ MMUF} + 197,19 \text{ MMUF}$$

$$\text{Valor presente del patrimonio} = 233,03 \text{ MMUF}$$

Con esto se procede a calcular el valor de la acción de Banco Santander Chile al 30 de junio 2020, la que está dada por la siguiente expresión:

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Valor presente del patrimonio (MMUF)} * \text{UF al 30.Jun. 2020}}{\text{Número de acciones (MMUF)}}$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{233,03 \text{ (MMUF)} * 28.696,42}{188.446,13 \text{ (MM)}}$$

Valor de la acción = 35,49 pesos por acción

Se adjunta cuadro resumen de con valorización de Banco Santander, con el fin de ejemplificar lo anteriormente expuesto:

Valoración (en miles de UF)	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024	Valor Terminal
Utilidad del ejercicio	8,6	8,3	12,3	17,4	21,0	
Aumentos de capital	0,0	8,0	5,7	4,0	5,5	
Flujo de caja	8,6	0,3	6,6	13,4	15,5	270,9
Años desde la valoración	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
Factor de descuento	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	
Valor presente flujo de caja	8,3	0,2	5,5	10,5	11,3	

Método de valor terminal	Valor futuro
Growth rate (g)	1,50%
	271

CAPM		Datos
Tasa libre de riesgo (BCU-30)		1,51%
PRM		6,26%
Costo de la deuda (kb)		1,55%
Beta patrimonial con deuda (Bp c/d)		0,93
Tasa de descuento		7,31%

Proxi - Elasticidad	
	1,49

Valoración Final con método de F.C.L. Montos

Conceptos	Valores	Unidades
Valor presente flujo de caja MMUF\$	35,84	MMUF\$
Valor presente valor terminal MMUF\$	197,2	MMUF\$
Valor patrimonial MMUF\$	233,0	MMUF\$

UF Jun 2020 \$	28.696,42	CLP
valor CLP \$	6.687.148.590.299	CLP
Total Acciones n°	188.446.126.794	Q

Tasa de descuento Kp	7,31%	%
Tasa de descuento WACC	4,32%	%

Valor estimado de la acción según método FCE \$	35,5	CLP
Precio de mercado de la acción (Close) al 30/06/2020 \$	33,6	CLP
Delta \$	1,9	CLP
Desviación calculo v/s valor de mercado %	5,6%	%

En conclusión, el valor estimado de la acción de Banco Santander Chile S.A. al 30 de junio 2020 utilizando la metodología de Flujos de Cajas descontados para el accionista (Cost of Equity) es de \$ 35,5 pesos por acción, en comparación al precio por acción en la Bolsa de Valores de Santiago que presentaba Banco Santander al cierre del día 30 junio 2020 es de \$ 33,6 pesos por acción, obteniendo una desviación del \$1,9 pesos o una desviación porcentual del 5,61% entre esos valores.

VIII.II Verificación de la calidad de la proyección de Banco Santander, en base a los análisis de los indicadores financieros calculados:

La calidad de la valoración se verifica en base al cálculo de sus razones financieras entre el periodo de valoración comprendido entre 2020 a 2024. Como se observa el índice de solvencia calculado a través de las utilidades y patrimonio proyectado permanece en un 11,0%, lo cual indica que Banco Santander mantiene su nivel de solvencia exigido por Basilea III. En cuanto a los ratios de rentabilidad ROE y ROA estos se ven fuertemente afectados por el escenario negativo, provocado por la actual pandemia (Covid-19). En términos de rentabilidad, el ROA manejaba un promedio de 1,4% y en estas proyecciones se ve la caída de este ratio en los primeros periodos repuntando para los periodos finales con una curva positiva que parte en 0,6% para el año 2020 a un 1,2%, para el año 2024 estando más en línea con los periodos históricos. Por otra parte, el ROE tiene un comportamiento similar al anterior teniendo un ratio histórico del 17,4% en cambio para el periodo proyectado esta presenta una caída en los primeros y mejorando en lo último periodo, en el periodo 2020 se proyecta un ROA de 7,2% terminando con un 14,7% en el año proyectado 2024.

Indicador	Dic-2015	Dic-2016	Dic-2017	Dic-2018	Dic-2019	Jun-2020	Dic-2020	Dic-2021	Dic-2022	Dic-2023	Dic-2024	Mini grafico 2015 - 2024
Indicadores de rentabilidad												
Ingreso neto por intereses y reajustes / Colocaciones - Banco Santander	5,1%	4,9%	5,0%	4,8%	4,5%	2,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Ingreso neto por comisiones / Colocaciones - Banco Santander	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,4%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	
Margen Neto (Utilidad / Ventas) - Banco Santander	18,3%	18,6%	23,5%	22,0%	19,7%	16,8%	9,5%	8,6%	12,2%	16,6%	19,3%	
ROA - Banco Santander	1,3%	1,3%	1,6%	1,5%	1,1%	0,4%	0,6%	0,5%	0,8%	1,0%	1,2%	
ROE - Banco Santander	16,2%	16,3%	18,2%	18,0%	15,9%	6,2%	7,2%	6,5%	9,2%	12,7%	14,7%	
Indicadores de solvencia												
Indicador Reglamentario de Solvencia (PE / APR Crédito) - Banco Santander	10,5%	10,6%	11,1%	10,7%	10,4%	10,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
Indicador Reglamentario de Endeudamiento (C.Básico/Total de Activos) - Banco Santander	7,3%	7,2%	7,9%	7,7%	7,0%	6,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	
Indicadores de endeudamiento												
% Pasivos Corto Plazo / Pasivo total - Banco Santander	26,8%	25,3%	27,8%	26,5%	24,5%	23,5%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%	
% Pasivos Largo Plazo / Pasivo total - Banco Santander	73,2%	74,7%	72,2%	73,5%	75,5%	76,5%	73,7%	73,7%	73,7%	73,7%	73,7%	
Resultado operacional / Pasivo CP - Banco Santander	6,2%	6,7%	7,9%	8,0%	6,1%	2,2%	3,0%	2,7%	3,9%	5,4%	6,3%	
Pasivo / Patrimonio - Banco Santander	11,5	11,8	10,5	10,9	13,6	15,5	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	

Capítulo IX: Valorización por múltiplos.

Como objetivo de verificar la calidad de los resultados obtenidos en esta investigación, este capítulo se basa en tener un elemento más de comparación.

Para realizar esta valorización se consideraron dos bancos dentro del sistema financiero chileno considerados junto a Banco Santander como bancos sistemáticos²⁶, los cuales son Banco de Chile y Banco de Crédito e Inversiones. Adicionalmente entre estos tres bancos conforman el 49,7% de las colocaciones del sistema para el año 2019 y el 50,5% en junio 2020, siendo en ambos periodos el Banco de créditos e inversiones en banco el banco con mayor participación en colocaciones con un 17,5% el año 2019 y 18,3% para junio 2020, Banco Santander ocupa la segunda posición en el sistema con una participación en las colocaciones del 16,7% para el año 2019 y un 17% para junio 2020 y Banco de Chile ocupa el tercer puesto en el sistema con una participación del 15,5% el año 2019 y un 15,2% para junio 2020.

Las principales razones por las que estos bancos se consideran como empresas parables con Banco Santander son las siguientes:

- Son los bancos con niveles de colocaciones más similares a Banco Santander
- Poseen un nivel de patrimonio parecidos a Banco Santander.
- Poseen un volumen de clientes similares.
- Cuenta con un número de funcionarios muy cercano.

²⁶ <https://www.pwc.com/cl/es/prensa/prensa/2019/Santander-Banco-de-Chile-Bci-BancoEstado-Scotiabank-e-Itau-serian-los-bancos-sistemicos.html>

- La capitalización bursátil de Banco de Chile está muy en línea con Banco Santander. Por otra parte, la capitalización bursátil de BCI es poco más de 50% de la capitalización bursátil de estas otras entidades, sin embargo se considera dado que el Banco con mayor participación de mercado en el sistema Chileno.

Conceptos	Banco Santander		BCI		Banco de Chile	
	Jun.2019	Jun.2020	Jun.2019	Jun.2020	Jun.2019	Jun.2020
Ingresos Operaciones MM\$	929.533	1.017.316	917.365	1.027.669	982.912	1.017.102
Ingresos Operaciones MMUF	33,33	35,45	32,89	35,81	35,24	35,44
Utilidad MM\$	297.230	230.402	231.450	159.110	293.663	248.585
Utilidad MM UF	10,66	8,03	8,30	5,54	10,53	8,66
Capitalización Bursatil MM\$	9.516.529	6.331.789	6.047.600	3.761.298	10.091.607	7.323.738
Capitalización Bursatil MMUF	341,19	220,65	216,82	131,07	361,81	255,21
N° acciones	188.446	188.446	142	142	101.017	101.017
Utilidad por acción \$	1,58	1,22	1.634,34	1.123,53	2,91	2,46
Utilidad por acción UF	0,0001	0,0000	0,0586	0,0392	0,0001	0,0001
Precio por acción \$	50,50	33,60	42.704,09	26.559,76	99,90	72,50
Precio por acción UF	0,002	0,001	1,531	0,926	0,004	0,003
Patrimonio MM\$	3.470.317	3.694.818	3.791.478	3.974.956	3.528.222	3.578.909
Patrimonio MMUF	124,42	128,76	135,93	138,52	126,50	124,72

A continuación, se presenta un resumen de las principales cifras de estas entidades las que permiten calcular los múltiplos PER (Price to Earnings Ratio) y Price to Book:

Utilizado esta información se calcular los múltiplos para cada periodo y entidad.

$$PER (Price Earnings Ratio) = \frac{Capitalización\ Bursatil}{Utilidad}$$

$$Price\ to\ Book = \frac{Capitalización\ Bursatil}{Patrimonio}$$

De esta manera se determinaron estos múltiplos para las distintas empresas antes mencionadas para los periodos de junio 2019 y 2020 los cuales se consolidan en función al peso de cada múltiplo en relación a la capitalización bursátil de cada entidad.

Múltiplos de empresas comparables:

Ratios	Banco Santander		BCI		Banco de Chile		Consolidado	
	Jun.2019	Jun.2020	Jun.2019	Jun.2020	Jun.2019	Jun.2020	Jun.2019	Jun.2020
Cap bursatil UF	341,19	220,65	216,82	131,07	361,81	255,21		
Utilidad UF	10,66	8,03	8,30	5,54	10,53	8,66		
Multiplo precio utilidad PER	32,02	27,48	26,13	23,64	34,36	29,46	31,55	27,48
Patrimonio UF	124,42	128,76	135,93	138,52	126,50	124,72		
Cap bursatil UF	341,19	220,65	216,82	131,07	361,81	255,21		
Price to book	2,74	1,71	1,60	0,95	2,86	2,05	2,52	1,69
Peso	37,09%	36,35%	23,57%	21,60%	39,33%	42,05%	100,00%	100,00%

Para determinar el valor de la acción de Banco Santander se obtiene de la siguiente manera:

Valor según PER (Price to Earnings Ratio)

$$= \text{Múltiplo (PER)} * \text{Patrimonio Banco Santande}$$

Valor según Price to Book

$$= \frac{\text{Múltiplo price to book consolidado} * \text{Patrimonio Banco Santander}}{\text{Número de acciones de Banco Santander}}$$

En base a lo anteriormente planteado, se observa que para el múltiplo PER (Precio to Earnings) el valor estimado de la acción de Banco Santander Chile es igual al precio de esta en el mercado al 30 de junio del 2020, obteniendo una variación porcentual de 0,0% en relación al precio de mercado. Por otra parte, el resultado obtenido con el múltiplo Price to Book dio un valor estimado para Banco Santander Chile de 33,1 obteniendo una variación del 1,5%. Ambas valorizaciones al 30 de junio 2020.

Resultados	Jun.2020
Valor estimado de la acción según método PER (Price to Earnings Ratio)	33,6
<i>Valor estimado de la acción según método FCE \$</i>	<i>35,5</i>
Variación vs FCE \$	1,9
Variación vs FCE %	5,6%
Precio de mercado de la acción (Close) al 30/06/2020 \$	33,6
Variación vs Precio de Mercado \$	-0,0
Variación vs Precio de Mercado %	0,0%

Resultados	Jun.2020
Valor estimado de la acción según método price to book	33,1
<i>Valor estimado de la acción según método FCE \$</i>	<i>35,5</i>
Variación vs FCE \$	2,4
Variación vs FCE %	6,7%
Precio de mercado de la acción (Close) al 30/06/2020 \$	33,6
Variación vs Precio de Mercado \$	0,5
Variación vs Precio de Mercado %	1,5%

Capítulo X: Valorización por el Modelo de Descuento de Dividendos (DDMs)

Con motivo de robustecer aún más los resultados obtenidos en la presente investigación, se agrega un modelo más de valorización el que se basa en los dividendos percibidos por los accionistas, conocido como el Método de Gordon y Shapiro. Debido a la simplicidad de este modelo solo se toma como un método de validación o comparación dado que en sus variables no considera el requerimiento de capital, variable crucial que afecta a instituciones financiera, en este caso Banco Santander Chile el que se encuentra estrictamente regulado en este aspecto y limita su crecimiento.

$$\text{Valor de la acción} = \frac{Dap_t}{(Kp - g)^t}$$

Para determinar el porcentaje de dividendo distribuidos, este se extrae desde los estados financieros “Estados Intermedios de Flujo de Efectivo Consolidad”; “Cambios en el Patrimonio” de los periodos 2015 al 2019 obteniendo como resultados un 68%

Distribución de dividendos histórica:

Año	Porcentaje de distribución
2015	75%
2016	70%
2017	75%
2018	60%
2019	60%
Prmedio	68%

$DPA_t = \text{Dividendo por acción} = 68\% \text{ de las utilidades esperadas.}$

$K_p = \text{Tasas de descuento segun CAPM} = 7,31\%$

$g = \text{crecimiento} = 1,5\%$

$N^\circ \text{ de acciones} = 188.446.126.794.-$

$\text{Valor UF al 30 de junio 2020} = 28.696,42$

Utilizando las utilidades proyectadas en el capítulo VII, VIII se determinaron los dividendo esperado en los periodos 2020 a 2024 con una perpetuidad a partir del año 2025

Donde:

$$\text{Valor Estimado de la Acción Segun DDMs} = \frac{Div1}{(1 + K_p)^1} + \frac{Div2}{(1 + K_p)^2} + \frac{Div3}{(1 + K_p)^3} + \frac{Div4}{(1 + K_p)^4} + \frac{Div4 * (1 + g)}{(K_p - g)^4}$$

$\text{Valor estimado de la acción Segun DDMs} = 32,9$

Flujo proyectado para valor estimados según DDMs:

Valoración (en miles de UF)	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024	Valor Terminal
Utilidad del ejercicio	8,6	8,3	12,3	17,4	21,0	
utilidades retenidas	2,7	2,7	3,9	5,6	6,7	
Flujo de caja DDMs (68% dividendos distribuidos)	5,8	5,6	8,4	11,8	14,3	249,8
Años desde la valoración	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
Factor de descuento	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	
Valor presente flujo de caja	5,6	5,1	7,0	9,2	10,4	249,8

Conceptos	Valores	Unidades
Valor presente flujo de caja MMUF\$	37,4	MMUF\$
Valor presente valor terminal MMUF\$	181,9	MMUF\$
Valor patrimonial MMUF\$	219,3	MMUF\$

Conceptos	Valores	Unidades
UF Jun 2020 \$	28.696,42	CLP
valor CLP \$	6.291.734.392.230	CLP
Total Acciones n°	188.446.126.794	Q

Tasa de descuento Kp	7,31%	%
----------------------	-------	---

Conceptos	Valores	Unidades
Valor estimado de la acción según método de DDMs	33,4	CLP
Precio de mercado de la acción (Close) al 30/06/2020 \$	33,6	CLP
Delta \$	-0,2	CLP
Desviación calculo v/s valor de mercado %	-0,6%	%

X.I Razones por las que no se considera como método principal:

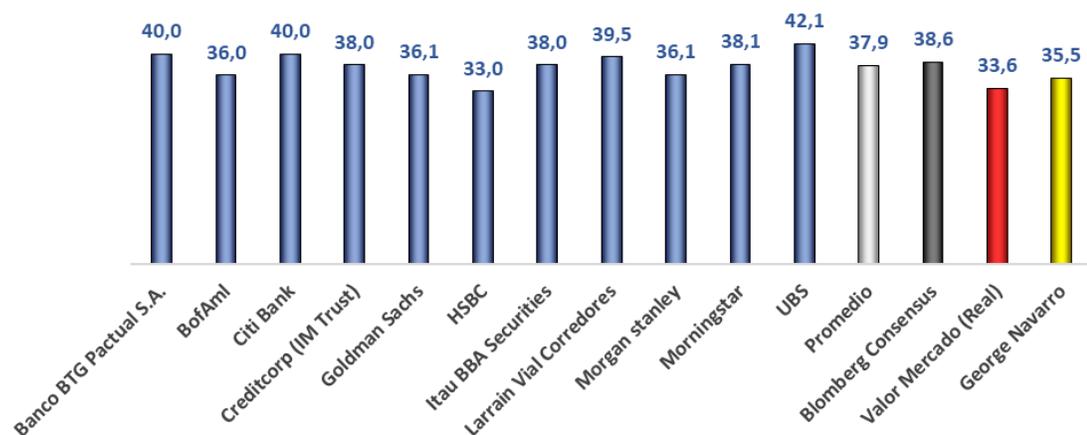
Este método solo se considera de manera complementaria dado las implicaciones de su uso como son las siguientes:

- Este método supone que solamente el porcentaje de distribución histórico (68%) es el porcentaje de las utilidades distribuidos a los accionistas y no un porcentaje mayor.
- Este método no contempla el requerimiento de capital exigido por el regulador.

Capítulo XI: Opiniones de Analistas especializados

Para robustecer aún más y validar la calidad de los datos obtenidos en este trabajo de valorización, se contrasta con las diversas opiniones de analistas especializados que participan en el mercado bursátil y estimaciones realizadas a la fecha de esta valorización.

Como se muestra en la siguiente grafica el valor obtenido en el presente trabajo se encuentra muy en línea con las opiniones especializadas de los diversos especialistas.



Algunos de estos analistas son²⁷:

Analista	Entidad
Alonso Aramburu	Banco BTG Pactual SA
Jorg Friedemann	Citi Bank
Sebastian Gallego	Credicorp
Carlos Gomez Lopez - Neha Agarwala	HSBC
Florencia Stefani F.	Larrain Vial
Colin Plunkett	Morningstar
Thiago Bovolenta Batista	UBS

²⁷ Información rescatada de Santander Chile Investor Relations: <https://santandercl.gcs-web.com> y Bloomberg.

Capítulo XII: Análisis de sensibilidad

Se realiza un análisis de sensibilidad con una matriz de con 81 escenario, considerando como escenario base los resultados obtenidos del método de valorización mediante Flujo de Caja de los Accionistas de \$ 35,5.- pesos por acción. Tomando como ejes principales la tasa de descuento de 7,3% y el crecimiento de las colocaciones de Banco Santander (Participación de mercado 17,1%).

En consecuencia, se desprende que ante una variación de un 1% en las colocaciones de Banco Santander el valor de la acción varía en 4,7% aproximadamente y ante una variación del 1% en la tasa de descuento, el valor de la acción de Banco Santander varía un 18% aproximadamente.

		Growth Participación en mercado (colocaciones)								
		15,06%	15,56%	16,06%	16,56%	17,06%	17,56%	18,06%	18,56%	19,06%
Tasa de descuento	5,31%	49,08	50,71	52,34	53,97	55,60	57,13	58,24	59,35	60,46
	5,81%	43,09	44,52	45,95	47,38	48,81	50,15	51,06	51,97	52,88
	6,31%	38,35	39,62	40,89	42,17	43,44	44,62	45,38	46,13	46,89
	6,81%	34,50	35,65	36,79	37,94	39,09	40,14	40,77	41,40	42,02
	7,31%	31,33	32,37	33,41	34,45	35,49	36,43	36,96	37,48	38,01
	7,81%	28,65	29,61	30,56	31,51	32,46	33,32	33,76	34,19	34,63
	8,31%	26,38	27,26	28,13	29,01	29,88	30,67	31,03	31,39	31,76
	8,81%	24,42	25,23	26,04	26,85	27,66	28,38	28,68	28,98	29,28
	9,31%	22,71	23,47	24,22	24,98	25,73	26,39	26,64	26,88	27,12

XII.I: Impacto frente a un alza de la tasa de Interés

En relación a la variación o sensibilidad ante cambios de la tasa de Interés (alza), dado que actualmente se encuentra en su mínimo histórica del 0,5% se esperaría un eventual aumento en el futuro, esta ocasionaría un aumento en el costo de financiamiento para el sistema Bancario en Chile, y por tanto este mayor costo es transferido al cliente, subiendo la tasa de interés en los créditos otorgados, de esta manera el spread de Banco Santander se mantiene. En consecuencia, un alza en la tasa de interés afecta el precio los créditos de las instituciones financieras, lo que afectaría el crecimiento de las colocaciones de las entidades Bancarias, afectando a Banco Santander Chile y el nivel de crecimiento esperado de este.

Un Aumento en la tasa de interés a nivel macro provoca:

- Disminución de la actividad económica.
- Aumento del costo del crédito y costo de capital.
- Disminución de la demanda por crédito.
- Disminución del precio de los instrumentos de inversión.
- Apreciación del tipo de cambio.

Efectos que impactaría en Banco Santander:

- Aumento del costo del crédito y costo de capital.
- Disminución de la demanda por crédito.

Una Disminución en la tasa de interés a nivel macro provoca:

- Aumento de la actividad económica.
- Disminución del costo del crédito y del capital.
- Aumento de la demanda por crédito.
- Aumento del precio de los instrumentos de inversión.
- Depreciación del tipo de cambio.

Efectos que impactaría en Banco Santander:

- Disminución del costo del crédito y del capital.
- Aumento de la demanda por crédito.

Demanda Agregada por Financiamiento:

Por otra parte, existen factores determinantes que afectan la demanda agregada por financiamiento, la que depende positivamente del nivel de actividad o crecimiento del país y se ve afectada negativamente por el riesgo del país y las tasas de Interés (en este caso TPM).

Factores que la afectan positivamente:

- Oportunidades de crecimiento futuro de la empresa.
- Existencia por demanda de financiamiento Bancario producto de proyectos de inversión atractivos.
- Inexigencias de financiamiento proveniente de fuentes alternativo.

Factores que afectan negativamente:

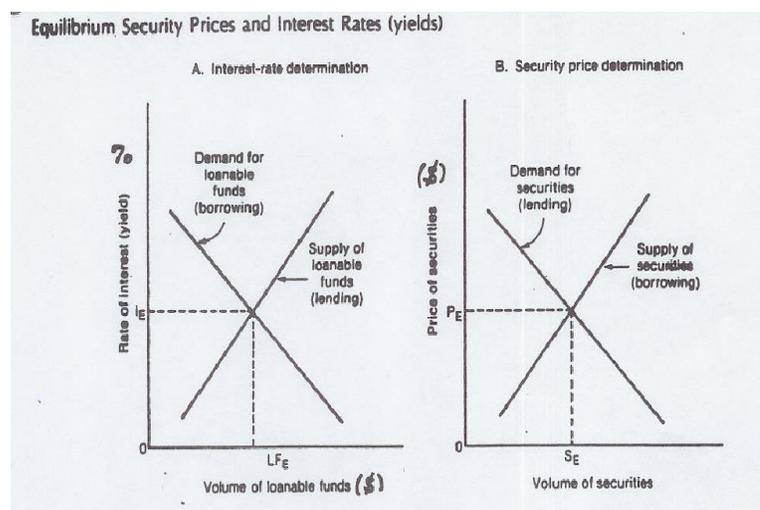
- Altos costos de Financiamiento (tasas altas de interés).
- Alta exigencia de garantías por parte de los Bancos.
- Abundancia de capital por parte de las empresas.
- Exigencia de financiamiento proveniente de fuentes alternativas.

La tasa de interés de crédito bancario de corto plazo (tasa de colocación) está estrechamente relacionada con la tasa de política monetaria del Banco Central, a través de la tasa interbancaria:

- Costo de fondo mayorista.
- El Banco Central influye en las tasas cortas.

La tasa de interés de largo plazo depende de la interacción de la oferta y demanda por crédito

Determinación de la tasa de interés de equilibrio:



Normalmente las tasas de interés de largo plazo son mayores que las de corto plazo debido a que los inversionistas perciben:

- Mayor riesgo de crédito.
- Mayor riesgo de mercado.
- Mayor riesgo de liquidez

Lo anterior ocurre a medida que aumenta los plazos de los instrumentos de inversión.

En resumen, el aumento de la tasa de interés por parte del Banco Central de Chile provoca a nivel Banco Santander Chile: menor demanda por crédito, aumentar las condiciones en el otorgamiento de créditos, encarecimiento del financiamiento para las personas y empresas traducido en un menor crecimiento en las colocaciones del Banco. A Nivel Macro: frena la actividad económica (contracción de la economía), caída de los precios de instrumentos de inversión, desvalorización de la moneda local (apreciación del tipo de cambio) sumado a los impactos que afectan a Banco Santander ya que estos impactan al resto de la industria bancaria.

También se debe mencionar si estos efectos son de carácter permanente, ya que, si el alza en la tasa de interés es producto de un riesgo país, debemos agregar que aumenta el riesgo de crédito, teniendo como consecuencia una disminución en la oferta de créditos por parte de las entidades financieras ya que por ejemplo Banco Santander estaría menos dispuesto a prestar dineros tanto a empresas como a las personas, aumentaría las garantías solicitadas, disminuiría los plazos a prestar y el disminuye el monto a otorgar. Por lo tanto, el crecimiento marginal de las colocaciones es menor, lo que impacta tanto al stock como al flujo de estas.

En consecuencia, un alza en la Tasa de Política Monetaria (TPM) genera un impacto negativo en el valor estimado de la acción de Banco Santander Chile, donde el flujo de caja es menor y la tasa de descuento mayor, haciendo que el valor estimado caiga.

Conclusión

Metodología y Valorización

El resultado obtenido en esta valorización mediante el método del Flujo de Caja del Patrimonio establece que el valor estimado de la acción de Banco Santander Chile al 30 de junio 2020 es de \$35,5 pesos por acción el que se encuentra razonablemente en línea con el valor observado en el mercado de \$33,6 pesos por acción, presentando una desviación de tan solo \$1,9 pesos, es decir, 5,6%, este resultado se obtuvo con una tasa de descuento o tasa de costo patrimonial real de 7,31%.

Consideraciones

El mayor impacto que se pudo observar mediante este método, es la tasa de descuento al momento de la valorización, dado la alta sensibilidad que presenta el valor de la acción, ante variaciones en la tasa de descuento, teniendo como consecuencia que una variación del 0,5% de aumento en la tasa de descuento ocasiona que el valor de la acción caiga en un 8,5%.

Múltiplos

Con respecto a la valorización que se realizó de manera complementaria mediante el método de múltiplos, los múltiplos de "Price to Book" y "Price to Earnings" podemos concluir que se obtuvo un valor de \$33,0 y 33,6 pesos por acción respectivamente muy cercano a la valorización del Banco Santander Chile, sin embargo, podemos mencionar que este método no es tan confiable como el método anterior dado a su metodología de cálculo.

DDMS:

Adicionalmente se calcula el valor estimado de la acción de Banco Santander Chile en base al modelo de valuación con el método de Gordon y Shapiro obteniendo como resultado \$33,4 por acción. La tasa de descuento o tasa de costo patrimonial real utilizada para la valorización de la acción de Banco Santander Chile S.A es de 7,31%

Recomendación

De acuerdo a los antecedentes obtenidos con el presente trabajo, se recomienda que los accionistas actuales de Banco Santander Chile, mantengan sus acciones dado que el valor de mercado es un precio justo y a los inversionistas interesados en adquirir dichas acciones les recomendamos adquirir estas, dado el crecimiento o recuperación esperada en la industria y economía nacional e internacional con el fin de la crisis sanitaria al mediano plazo.

Ratios Financieros

Indicadores de rentabilidad	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
ROA - Banco Santander	1,3%	1,3%	1,6%	1,5%	1,1%	0,8%	0,6%	0,5%	0,8%	1,0%	1,2%
ROE - Banco Santander	16,2%	16,3%	18,2%	18,0%	15,9%	6,2%	7,2%	6,5%	9,2%	12,7%	14,7%
Indicadores de solvencia	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Indicador Reglamentario de Solvencia (PE / APR Crédito) - Banco Santander	10,5%	10,6%	11,1%	10,7%	10,4%	10,2%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Indicador Reglamentario de Endeudamiento (C.Básico/Total de Activos) - Banco Santander	7,3%	7,2%	7,9%	7,7%	7,0%	6,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Otra mediciones	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Crecimiento de las Colocaciones - Banco Santander	6,2%	4,6%	0,2%	6,2%	6,8%	7,5%	-14,2%	6,7%	4,5%	3,0%	4,0%
Provisiones	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
Provisiones por riesgo de crédito	-1,6%	-1,3%	-1,1%	-1,1%	-1,3%	-0,8%	-2,5%	-2,6%	-2,2%	-1,7%	-1,4%
Ratios	Dic.2015	Dic.2016	Dic.2017	Dic.2018	Dic.2019	Jun.2020	Dic.2020	Dic.2021	Dic.2022	Dic.2023	Dic.2024
NIM	4,7%	4,3%	4,5%	4,4%	3,9%	1,9%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%

**Datos a junio 2020 se encuentran anualizados.*

Resumen Valorización Banco Santander Chile S.A.

Conceptos	Valores	Unidades
Valor presente flujo de caja MMUF\$	35,8	MMUF\$
Valor presente valor terminal MMUF\$	197,2	MMUF\$
Valor patrimonial MMUF\$	233,0	MMUF\$

UF Jun 2020 \$	28.696,42	CLP
valor CLP \$	6.687.148.590.299	CLP
Total Acciones n°	188.446.126.794	Q

Tasa de descuento Kp	7,31%	%
Tasa de descuento WACC	4,32%	%

Conceptos	Valores	Unidades
Valor estimado de la acción según método FCE \$	35,5	CLP
Precio de mercado de la acción (Close) al 30/06/2020 \$	33,6	CLP
Delta \$	1,9	CLP
Desviación calculo v/s valor de mercado %	5,6%	%

Valor estimado de la acción según método price to book	33,1	CLP
Valor estimado de la acción según método PER (Price to Earnings Ratio)	33,6	CLP
Valor estimado de la acción según método DDMs	33,4	CLP

Valor estimado según Analistas especializados Pomedio \$	37,9	CLP
Valor estimado según Analistas especializados Bloomberg C. \$	38,6	CLP

Anexos

Información corporativa de Banco Santander:

Banco Santander-Chile es una sociedad anónima bancaria, organizada bajo las leyes de la República de Chile, domiciliada en calle Bandera N°140 Santiago. El Banco provee una amplia gama de servicios bancarios generales a sus clientes, que van desde personas a grandes corporaciones. Banco Santander-Chile y sus afiliadas (conjuntamente referidas más adelante como “Banco” o “Banco Santander-Chile”) ofrecen servicios bancarios comerciales y de consumo, además de otros servicios, incluyendo factoring, recaudaciones, leasing, valores y corretaje de seguros, fondos mutuos y de inversión, administración de fondos de inversión e inversiones bancarias. Banco Santander España controla a Banco Santander-Chile a través de su participación en Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A. y Santander Chile Holding S.A., las cuales son subsidiarias controladas por Banco Santander España. Al 30 de junio de 2020, Banco Santander España posee o controla directa e indirectamente el 99,5% de Santander Chile Holding S.A. y el 100% de Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A. Esto otorga a Banco Santander España el control sobre el 67,18% de las acciones del Banco.

Estructura Patrimonial de Banco Santander:

Al 30 de junio de 2020 la distribución de accionistas es la siguiente:

Razón Social o Nombre Accionista	Acciones	ADRs (*)	Totales	% de participación
Santander Chile Holding S.A.	66.822.519.695	-	66.822.519.695	35,46
Teatinos Siglo XXI Inversiones Limitada	59.770.481.573	-	59.770.481.573	31,72
The Bank of New York Mellon	-	24.150.184.071	24.150.184.071	12,82
Bancos por cuenta de terceros	15.126.915.983	-	15.126.915.983	8,03
AFP por cuentas de terceros	10.652.756.952	-	10.652.756.952	5,65
Corredoras de bolsa por cuenta de terceros	6.012.577.646	-	6.012.577.646	3,19
Otros accionistas minoritarios	5.910.690.874	-	5.910.690.874	3,13
Totales	164.295.942.723	24.150.184.071	188.446.126.794	100,00

(*) Los American Depository Receipts (ADR) son certificados emitidos por un banco comercial norteamericano para ser transados en el mercado de valores de los Estados Unidos de América.

Al 31 de diciembre de 2019 la distribución de accionistas es la siguiente:

Razón Social o Nombre Accionista	Acciones	ADRs (*)	Totales	% de participación
Santander Chile Holding S.A.	66.822.519.695	-	66.822.519.695	35,46
Teatinos Siglo XXI Inversiones Limitada	59.770.481.573	-	59.770.481.573	31,72
The Bank of New York Mellon	-	24.822.041.271	24.822.041.271	13,17
Bancos por cuenta de terceros	15.957.137.883	-	15.957.137.883	8,47
AFP por cuentas de terceros	9.995.705.956	-	9.995.705.956	5,30
Corredoras de bolsa por cuenta de terceros	5.551.024.270	-	5.551.024.270	2,95
Otros accionistas minoritarios	5.527.216.146	-	5.527.216.146	2,93
Totales	163.624.085.523	24.822.041.271	188.446.126.794	100,00

(*) American Depository Receipts (ADR) son certificados emitidos por un banco comercial norteamericano para ser transados en el mercado de valores de los Estados Unidos de América.

Empresas Controladas por Banco Santander S.A.

i. Entidades controladas por el Banco a través de la participación en patrimonio

Nombre de subsidiaria	Actividad Principal	Lugar de Incorporación y operación	Porcentaje de participación								
			Al 30 de junio de 2020			Al 31 de diciembre de 2019			Al 30 de junio de 2019		
			Directo %	Indirecto %	Total %	Directo %	Indirecto %	Total %	Directo %	Indirecto %	Total %
Santander Corredora de Seguros Limitada	Corretaje de seguros	Santiago, Chile	99,75	0,01	99,76	99,75	0,01	99,76	99,75	0,01	99,76
Santander Corredores de Bolsa Limitada	Corretaje de instrumentos financieros	Santiago, Chile	50,59	0,41	51,00	50,59	0,41	51,00	50,59	0,41	51,00
Santander Asesorías Financieras Limitada (1)	Corretaje de valores	Santiago, Chile	99,03	-	99,03	99,03	-	99,03	99,03	-	99,03
Santander S.A. Sociedad Securitizadora	Adquisición de créditos y emisión de títulos de deuda	Santiago, Chile	99,64	-	99,64	99,64	-	99,64	99,64	-	99,64
Klare Corredora de Seguros S.A. (2)	Corretaje de seguros	Santiago, Chile	50,10	-	50,10	50,10	-	50,10	-	-	-
Santander Consumer Finance Limitada (3)	Financiamiento automotriz	Santiago, Chile	51,00	-	51,00	51,00	-	51,00	-	-	-

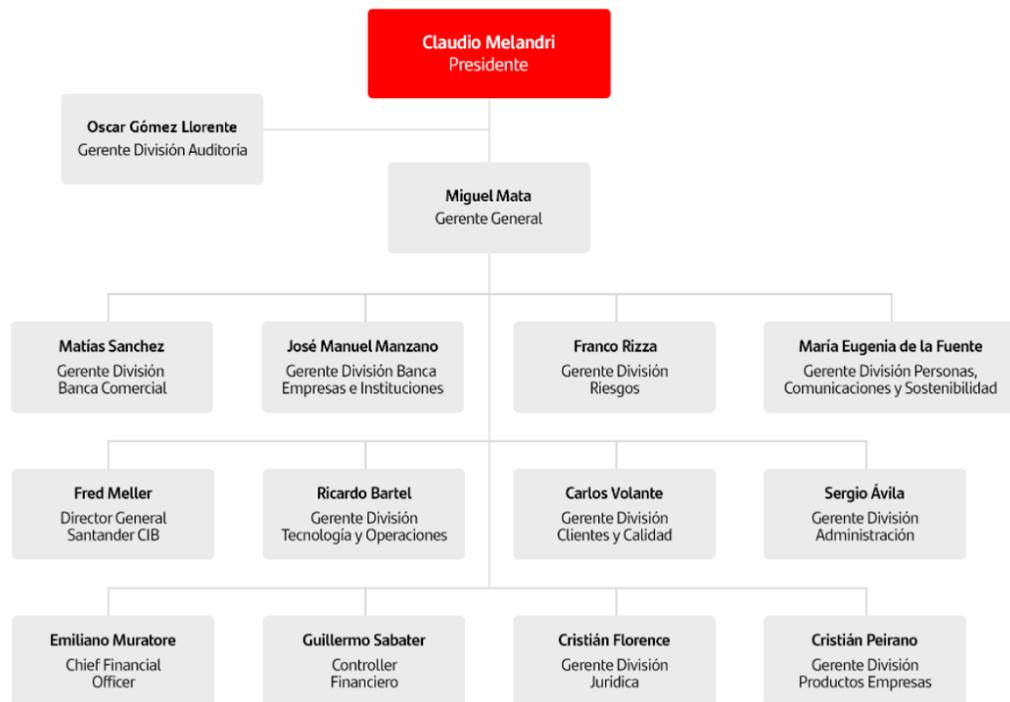
El detalle de las participaciones no controladoras se observa en la Nota N°23 Interés no controlador (minoritarios).

(1) Con fecha 18 de diciembre de 2019 se realizó cambio de razón social y objeto de la sociedad Santander Agente de Valores Limitada, pasando a llamarse Santander Asesorías Financieras Limitada.

(2) Con fecha 19 de octubre de 2019 se constituyó la sociedad Klare Corredores de Seguros S.A. corredora de seguros digital y sociedad de apoyo, el Banco es propietario del 50,10%.

(3) El 15 de noviembre de 2019 la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) aprobó la compra de Banco Santander-Chile del 51% de Santander Consumer Chile S.A. a SK Berge Financiamiento S.A. (49%) y Banco Santander S.A. (2%). La venta fue concretada el 27 de noviembre de 2019.

Organización corporativa de Banco Santander S.A (Actualidad):



Regresiones y Beta de la acción:

Periodo	Jul.2015 - Jun.2017	Jul.2017 - Jun.2018	Jul.2018 - Jun.2019	Jul.2019 - Jun.2020	Promedio
Beta de la acción	1,06	0,94	0,87	0,86	0,93
R ² Ajustado	0,46	0,48	0,54	0,60	0,52
Observaciones	105,00	105,00	103,00	103,00	104,00
Probabilidad (P_Value)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,00
Presencia bursátil	100%	100%	100%	100%	100%

2020:

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,780102097
Coefficiente de determinación R ²	0,608559281
R ² ajustado	0,604683631
Error típico	0,026109078
Observaciones	103

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,107038824	0,107038824	157,0211898	2,7134E-22
Residuos	101	0,068850079	0,000681684		
Total	102	0,175888903			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,001043805	0,002579625	-0,404634288	0,686602006	-0,006161086	0,004073477	-0,006161086	0,004073477
Retornos IPSA	0,864619201	0,068999468	12,53080962	2,7134E-22	0,727742817	1,001495585	0,727742817	1,001495585

2019:

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,735894777
Coefficiente de determinación R ²	0,541541123
R ² ajustado	0,537001926
Error típico	0,015440576
Observaciones	103

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,028443262	0,028443262	119,3032923	8,39571E-19
Residuos	101	0,024079549	0,000238411		
Total	102	0,052522811			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,00196134	0,001522266	1,288434628	0,200538426	-0,001058426	0,004981107	-0,001058426	0,004981107
Retornos IPSA	0,873650482	0,079985545	10,92260465	8,39571E-19	0,714980678	1,032320287	0,714980678	1,032320287

2018:

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,696974869
Coefficiente de determinación R ²	0,485773968
R ² ajustado	0,480781483
Error típico	0,018058691
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,031731453	0,031731453	97,30102266	1,48391E-16
Residuos	103	0,033589983	0,000326116		
Total	104	0,065321435			

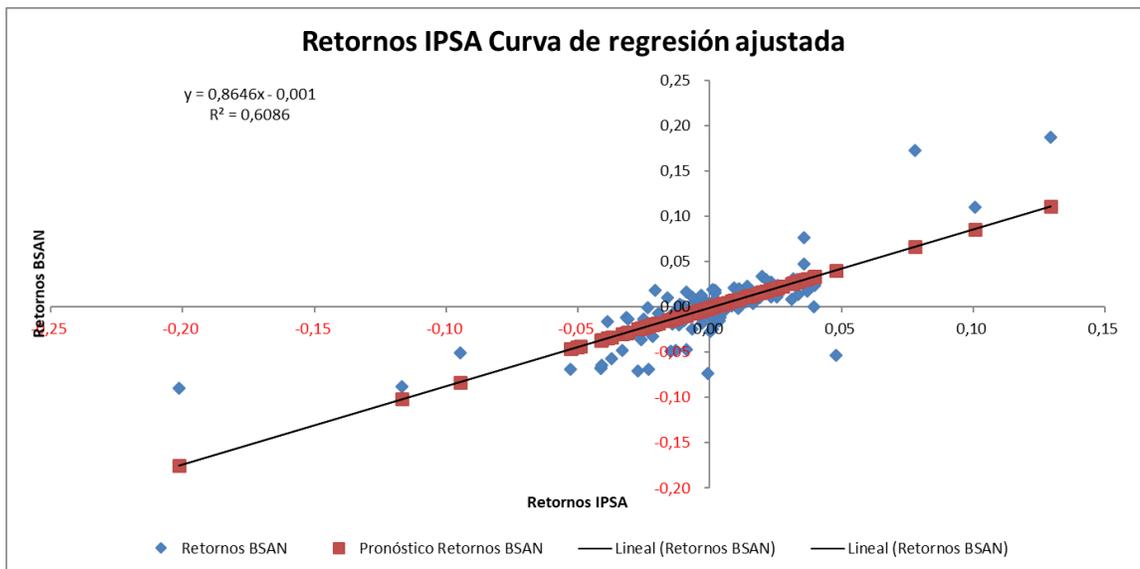
	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,002941707	0,001781932	1,650853027	0,101814591	-0,000592334	0,006475748	-0,000592334	0,006475748
Retornos IPSA	0,939663557	0,095260681	9,864128074	1,48391E-16	0,750736464	1,12859065	0,750736464	1,12859065

2017:

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,685513703
Coefficiente de determinación R ²	0,469929036
R ² ajustado	0,464782716
Error típico	0,018394642
Observaciones	105

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,03089713	0,03089713	91,31360532	7,19622E-16
Residuos	103	0,034851372	0,000338363		
Total	104	0,065748503			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,001515389	0,001807612	0,838337914	0,403782235	-0,002069582	0,005100361	-0,002069582	0,005100361
Retornos IPSA	1,056478878	0,110558738	9,555815262	7,19622E-16	0,837211697	1,27574606	0,837211697	1,27574606



Regresión para determinar factor de elasticidad entre las variaciones del PIB y variaciones de las colocaciones del sistema Bancario:

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,777834046
Coefficiente de determinación R ²	0,605025803
R ² ajustado	0,572111287
Error típico	0,028855033
Observaciones	14

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	0,015304868	0,015304868	18,38173151	0,001055133
Residuos	12	0,009991355	0,000832613		
Total	13	0,025296223			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	0,034509607	0,014801614	2,331475917	0,037968599	0,00225966	0,066759555	0,00225966	0,066759555
PIB Var%	1,489844376	0,347494309	4,287392157	0,001055133	0,732719317	2,246969435	0,732719317	2,246969435

Emisión de Bonos Banco Santander S.A.:

Emisiones Bonos Corrientes 2020

Serie	moneda	Monto Colocación	Plazo Original (años)	Tasa de emisión anual	Fecha de emisión	Monto Emisión	Fecha de vencimiento
W1	UF	2.000.000	5 y 3 meses	1,55	01/03/2020	2.000.000	01/06/2025
Total	UF	2.000.000				2.000.000	
Bono USD	USD	742.500.000	5	2,7	07/01/2020	742.500.000	07/01/2025
Total	USD	742.500.000				742.500.000	

Emisiones Bonos Corrientes 2019

Serie	moneda	Monto Colocación	Plazo Original (años)	Tasa de emisión anual	Fecha de emisión	Monto Emisión	Fecha de vencimiento
T7	UF	5.000.000	4	2,50%	01/02/2016	5.000.000	01/02/2023
T8	UF	5.678.000	4 y 6 meses	2,55%	01/02/2016	5.678.000	01/02/2023
T14	UF	9.000.000	8	2,80%	01/02/2016	18.000.000	01/02/2027
T6	UF	5.000.000	10	1,70%	01/11/2018	5.000.000	01/05/2029
T10	UF	5.000.000	5 y 4 meses	2,60%	01/02/2016	5.000.000	01/08/2024
Total	UF	29.678.000				38.678.000	
U9	CLP	75.000.000.000	2 y 8 meses	ICP + 0,80%	01/11/2018	75.000.000.000	19/11/2021
P-5	CLP	75.000.000.000	2 y 6 meses	5,30%	01/03/2015	150.000.000.000	01/03/2022
Total	CLP	150.000.000.000				225.000.000.000	
EUR	EUR	30.000.000	7	1,10%	01/02/2019	40.000.000	07/02/2016
EUR	EUR	25.000.000	15	1,25%	26/11/2019	25.000.000	26/11/2034
Total	CLP	55.000.000				65.000.000	
AUD	AUD	22.000.000	15	3,66%	20/05/2019	22.000.000	20/05/2034
AUD	AUD	20.000.000	5	1,13%	11/07/2019	20.000.000	11/07/2024
AUD	AUD	28.000.000	5	1,13%	17/07/2019	28.000.000	17/07/2024
AUD	AUD	15.000.000	5	1,13%	17/07/2019	15.000.000	17/07/2024
AUD	AUD	75.000.000	20	3,05%	30/08/2019	75.000.000	28/02/2039
AUD	AUD	12.000.000	15	3,16%	12/11/2019	12.000.000	20/11/2034
AUD	AUD	13.000.000	15	2,91%	21/11/2019	13.000.000	27/11/2034
Total	AUD	185.000.000				185.000.000	
CHF	CHF	150.000.000	5 y 6 meses	0,38%	13/03/2019	150.000.000	27/09/2024
CHF	CHF	100.000.000	10	0,14%	29/08/2019	100.000.000	29/08/2029
Total	CLP	250.000.000				250.000.000	

Bibliografía

DAMODARAN. A (2013). VALUING FINANCIAL SERVICE FIRMS.

Finanzas Corporativas Teoría y Práctica – Carlos Maquieira.

Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio de 2020 – Banco Central de Chile.

Informe del Desempeño del Sistema Bancario y Cooperativas - junio de 2020 – CMF.

Finanzas Corporativas; Jonathan Berk; Peter Demarzo.

Contabilidad Financiera; José Olivares.

Econometría (quinta edición); Damodaran N. Gujarati; Dawn C. Porter.

Estados Financieros Consolidados del Sistema Bancario (CMF) – Periodos 2015, junio 2020.

Estados Financieros Consolidados de Banco Santander Chile S.A – Periodos 2015, junio 2020.

Memoria Financiera anual 2019 Banco Santander Chile S.A.

Earnings Report 2Q20 30 de junio del 2020 - Banco Santander Chile

Valuing Financial Service Firms; Aswath Damodaram, april 2009.

Valuing Financial Institution; Z. Christopher Mercer, ASA, CFA.

Informe_estabilidad_Financiera_1°_Sem_2020_IEF1_2020

Capítulo 7 – Valorización por múltiplos; Valorización de Empresas – Pablo Fernandez.

Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario – CMF

INNOVA Research Journal 2016, Vol 1

Valoración de empresas: Método de valoración 1 Business Valuations: Valuation Methods - Alberto Parra Barrios

Paper Demanda por financiamiento por parte de las empresas - Max Errázuriz.

Página web: <https://www.cmf.cl>

Página web: <https://www.Banco.Santander.cl>

Página web: <https://www.bcentral.cl>

Página web: <https://datosmacro.expansion.com/pib/chile>

Página web: <https://santandercl.gcs-web.com> – Santander Chile Investor Relations

Página web: <https://economipedia.com/definiciones/modelo-crecimiento-gordon.html>