



“VALORACIÓN DE EMPRESA BANCO SANTANDER CHILE”

MÉTODO DE FLUJOS DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS

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

**Alumno: María Jesús Menares Fuentes
Profesor Guía: Máximo Errázuriz**

Santiago, 2020

Agradecimientos

Son muchas las personas que han contribuido en este proceso llamado Magister en Finanzas de la Universidad de Chile, pero quiero destacar a la persona más importante, mi madre, quien con cautela y tenacidad me ha entregado todos sus valores para seguir un camino claro y con objetivos constantes. A su vez, agradezco su paciencia, tiempo y esfuerzo.

*“No le temas a los **cambios**,
son necesarios para crecer
interiormente.”*

Tabla de contenido

Resumen Ejecutivo.....	6
Industria Bancaria	6
Banco Santander Chile	6
Método de valoración	8
Análisis de Sensibilidad	9
Regulación Bancaria	11
Análisis de los Analistas del Mercado Financiero	11
Capítulo I: Metodología.	12
Una Introducción a los Métodos de Valoración.	12
Metodología de Valorización de Instituciones Financieras.....	12
Modelo de Flujo de Caja Descontados (FCD).....	13
Modelo de Múltiplos o Comparables.	15
Modelo de Opciones Reales.	16
Modelo de Flujo de Caja de los Accionistas.....	17
Supuestos / Inputs	19
Capítulo II: Descripción de la Industria Bancaria y Banco Santander Chile.	23
Análisis Macroeconómico de la Industria Bancaria en Chile.....	23
Resumen de Calificación de Fitch.	24
Participación de Mercado de la Industria Bancaria.	25
Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) de Banco Santander Chile versus el ROE de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.	30
Rentabilidad Operacional sobre Activos (ROA) de Banco Santander Chile versus el ROA de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.	33
Margen Neto de Banco Santander Chile y de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.	35
Análisis de la Empresa: Banco Santander Chile.....	37
Descripción de Banco Santander Chile.	37
Ficha Banco Santander	37
Filiales del Banco Santander Chile.	38
Perfil del Negocio.....	39
Estrategia Banco Santander Chile.....	40
Posición de Mercado de Banco Santander Chile.	40

Estructura de la Propiedad y Respaldo Patrimonial de Banco Santander Chile.	42
Miembros del Directorio de Banco Santander Chile.....	43
Benchmark de la Industria Bancaria versus Banco Santander Chile.....	45
Capítulo III: Descripción del financiamiento de Banco Santander Chile.	47
Descripción de Emisión de Deuda de Banco Santander en UF que Determinan su Tasa de Costo de Deuda.	47
Capítulo IV: Estructura de Capital de Banco Santander Chile.	49
Deuda Financiera en Miles de Millones de UF.	49
Valor Económico del Patrimonio	50
Estructura de Capital Objetivo.....	50
Capítulo V: Estimación de Tasa Costo Patrimonial de Banco Santander Chile.	52
Descripción de la Metodología Empleada en la Determinación de Tasa de Costo del Patrimonio (CAPM) y Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC).....	52
Estimación del Beta (β) Patrimonial.	53
Estimación de Costo de Capital de Banco Santander Chile.	55
Costo de la Deuda (kb).....	55
Beta de la Deuda (βb).	55
Beta (β) de la Acción βpCD	56
Beta (β) Patrimonial sin Deuda βpSD	56
Beta (β) Patrimonial con Deuda βpCD	57
Costo Patrimonial kp	58
Costo de Capital Promedio Ponderado K_0, WACC.....	59
Capítulo VI: Análisis Financiero de Banco Santander Chile y de la Industria Financiera.	60
Crecimiento Real por Producto de Banco Santander.....	60
Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) de Banco Santander Chile versus el ROE de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.	61
Rentabilidad Operacional sobre Activos (ROA) de Banco Santander Chile versus el ROA de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.	63
Margen neto de Banco Santander Chile y de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.	65
Calificación de Agencias Clasificadoras de Riesgo.	67

Crecimiento Industria Bancaria.	69
Expectativas de Crecimiento en la Industria Bancaria.	70
Capítulo VII: Proyección de los Estados de Resultados de Banco Santander Chile.	72
Colocaciones del Mercado Financiero en Chile.	73
Proyección de Crecimiento Bancario sobre Crecimiento PIB.	73
Proyección de Colocaciones del Sector Bancario y Banco Santander Chile para los Años 2020 al 2024.	75
Proyección Estados de Resultados Banco Santander Chile.	76
Proyección de Ingresos por Intereses y Otros.	76
Provisiones.	78
Proyección Balance Banco Santander Chile.	79
Proyección de Crecimiento de las Colocaciones y Otros.	79
Proyección de los Pasivos.	80
Proyección de Patrimonio.	81
Flujo de Caja de los Accionistas.	82
Capítulo VIII: Valoración por Múltiplo.	85
Capítulo IX: Precio Acción Real en Bolsa de Banco Santander Chile.	87
Capítulo X: Analistas del Mercado Financiero.	88
Recomendación para Valorar Entidades Financieras.	90
Capítulo XI: Análisis de Sensibilidad.	91
Capítulo XII: Conclusión.	93
Breve Historia de la Industria Bancaria.	93
Breve Historia de Banco Santander.	94
Regulación Industria Bancaria.	95
Método de Valorización.	96
Análisis de Sensibilidad.	97
Analistas del Mercado Financiero.	98
Capítulo XIII: Bibliografía.	99
ANEXOS.	100
Anexo I: Reporte Informativo de Moody's.	101

Anexo II: Expectativas del Mercado para el 2020.....	103
Anexo III: Expectativas del PIB para el 2020.....	108
Anexo IV: Calificación Banco Santander Chile.	111

Resumen Ejecutivo

A través del presente informe se da a conocer la valorización de Banco Santander Chile al 31 de diciembre de 2019. Se efectuó el método de valorización de flujo de caja de los accionistas, método más usado y exacto para todas las instituciones financieras y se comparó con el método de múltiplos precio/utilidad.

Industria Bancaria

En la industria bancaria, Chile es el país de América latina más competitivo, y en el año 2019 el sector bancario llegó a un crecimiento en colocaciones de MM\$196.453.788, equivalente a MUS\$262.379. Este crecimiento corresponde a un 7,12% en un período de 12 meses en colocaciones, teniendo en cuenta que el último trimestre se vio afectado por la crisis social, efectuando un menor crecimiento, mayor indicador de riesgo crédito y disminución de rentabilidad. En el 2018, el crecimiento de colocaciones fue mayor correspondiente a 9,93%.

Las provisiones a nivel de industria bancaria terminaron el año 2019 con un crecimiento hasta un 2,56%, su índice de morosidad de 90 días o más avanzó a 2,07% y la cartera deteriorada lo hizo hasta un 5,03% durante el período anual del 2019.

Banco Santander Chile

Banco Santander Chile fue fundado en Santiago en octubre de 1978, cuenta con 42 años de participación en el mercado chileno y corresponde a una de las filiales del Grupo Santander. Actualmente, cuenta con 377 sucursales tradicionales, 7 centros de Servicio (mercado medio), 38 Santander Select y 53 Work Café a lo largo de todo el país.

Banco Santander durante su último período histórico, correspondiente al año 2019, mantuvo ratio de rentabilidad sobre sus activos de 1,1% y su rentabilidad sobre el patrimonio de 16,7%, siendo uno de los bancos de la industria más sólidos. Es una institución saludable con crecimiento en sus colocaciones y aunque sus indicadores

proyectados son conservadores, estos tienden a seguir siendo positivos, lo que ha efectuado que Banco Santander Chile, dado su nivel de rentabilidad y solvencia está cumpliendo los requisitos de regulación de Basilea III.

Figura 1: Indicadores financieros históricos de Banco Santander desde 2015 a 2019.

Rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilidad Sobre Activo (ROA)	1%	1%	2%	2%	1%
Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	16%	16%	19%	18%	17%
Líquidez	2015	2016	2017	2018	2019
Capital de Trabajo (millones de UF)	108	110	116	119	137
Provisión	2015	2016	2017	2018	2019
Provisión / Colocación	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Crecimiento	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento anual de colocación Bco Santander	6%	4%	1%	7%	5%
Solvencia	2015	2016	2017	2018	2019
Patrimonio / Activo ponderado por riesgo	11%	10%	11%	11%	11%
Endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda sobre Patrimonio	11,5	11,8	10,5	11,0	12,1

Fuente: elaboración propia, información obtenida a través de estados financieros anuales de Banco Santander Chile

Figura 2: Indicadores financieros proyectados de Banco Santander desde 2020 a 2024.

Rentabilidad	2020	2021	2022	2023	2024
Rentabilidad Sobre Activo (ROA)	1%	1%	1%	1%	1%
Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	8%	8%	11%	13%	12%
Líquidez	2020	2021	2022	2023	2024
Capital de Trabajo (millones de UF)	161	170	183	186	195
Provisión	2020	2021	2022	2023	2024
Provisión / Colocación	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01
Crecimiento	2020	2021	2022	2023	2024
Crecimiento anual de colocación Bco Santander	13%	5%	5%	5%	5%
Solvencia	2020	2021	2022	2023	2024
Patrimonio / Activo ponderado por riesgo	12%	12%	12%	12%	12%
Endeudamiento	2020	2021	2022	2023	2024
Deuda sobre Patrimonio	10,7	10,8	10,8	11,5	11,8

Fuente: elaboración propia, información obtenida de acuerdo a las proyecciones estimadas.

Método de valoración

Para valorizar Banco Santander Chile se efectuó el método de flujo de caja de los accionistas y se descontó a través de su tasa de costo patrimonial (K_p), porque recopila información requerida por las regulaciones a través de las normativas bancarias como el capital mínimo exigido. Este método es diferente al flujo de caja libre que se utiliza en las empresas productivas porque las instituciones financieras como los bancos tienen un capex irrelevante, cuentan con un cálculo de capital de trabajo inexacto y el gasto financiero es diferente a los costos de producción de una empresa productiva, la cual se valoriza con tasa de costo de capital promedio ponderado, también denominado WACC. De todos modos, se calcula el WACC con fines académico, se utiliza para el flujo de caja libre, el cual no es óptimo para el flujo de caja de los accionistas.

De esta forma, el flujo de caja libre no es el método recomendado ni exacto para valorizar un banco, por lo que se efectúa el método de flujo de caja de los accionistas y el método de múltiplos precio-utilidad, este último compara instituciones del mismo rubro para obtener un precio estimado de acción al 31 de diciembre 2019. Sin embargo, es menos preciso que el flujo de caja de los accionistas.

En la siguiente figura se expresa el precio real de acción de Banco Santander Chile al 31 de diciembre 2019 comparado con los precios de acción estimados a través del método de flujo de caja de los accionistas y método de múltiplos precio-utilidad.

Figura 3: Cuadro resumen de precios de acción estimados para Banco Santander Chile al 31 de diciembre del 2019.

Resumen	Valor
Costo Patrimonial (Kp)	7,80%
Precio real acción en Bolsa al 31 dic 2019	\$ 43
Valor precio acción estimado por método FC de los Accionistas al 31 dic 2019	\$ 42
Var. Porcentual precio acción real versus estimado por FC accionistas al 31 dic 2019	-2,3%
Valor precio acción estimado por método múltiplo precio-utilidad al 31 dic 2019	\$ 47

Fuente: elaboración propia

Análisis de Sensibilidad

Se efectuaron dos análisis de sensibilidad, uno optimista y otro pesimista de acuerdo a los resultados obtenidos en el flujo de caja de los accionistas como escenario base, para lo cual, varió la tasa de costo patrimonial (Kp), calculado por CAPM y el porcentaje de participación de mercado de las colocaciones de Banco Santander Chile calculado al 31 de diciembre de 2019.

Escenario base por método de flujo de caja de los accionistas al 31 de diciembre 2019:

Valor Económico del Patrimonio (miles de millones de UF)	297
Nº acciones año 2019	188.446.126.794
Precio estimado en UF	0,001576347
Valor estimado acción por FC de los accionistas 31 diciembre 2019	\$ 45
Precio real en bolsa 31 diciembre 2019	\$ 43
Valor estimado acción por múltiplo (precio/utilidad) 31 diciembre 2019	\$ 41

Tenemos dos escenarios al 31 de diciembre de 2019, el optimista al disminuir su tasa de descuento e incrementar el porcentaje de mercado de colocaciones efectuó un aumento en el precio estimado de su acción, respecto al escenario base.

En el segundo escenario, el pesimista, al aumentar la tasa de descuento calculado por CAPM y disminuir el porcentaje de participación de mercado de colocaciones, el precio de acción estimado disminuye respecto al precio estimado en el flujo de caja de los accionistas.

A continuación, se detallan los escenarios con sus respectivos precios de acción estimado:

Escenario	Optimista	Pesimista
Tasa descuento CAPM	6,5%	8,5%
Participación de mercado de colocaciones bco Santander a dic 2019	19,0%	17%
Valor económico del patrimonio (miles de millones de UF)	297	258
valor estimado de acción por FC de los accionistas al 31 dic 2019	\$ 46	\$ 43
Precio real por acción al 31 diciembre 2019	\$ 43	\$ 43
valor estimado por acción por múltiplo precio-utilidad al 31 dic 2019	\$ 41	\$ 41

Regulación Bancaria

Las instituciones financieras están reguladas por la fiscalizadora denominada Comisión para el Mercado Financiero y están bajo la Ley General de Bancos, por lo cual deben cumplir ciertos requisitos para operar en el mercado chileno, entre ellos es el patrimonio mínimo, el cual se rigen de acuerdo a lo exigido a través de Basilea.

Esta regulación está incluida en el método de flujo de caja de los accionistas, y no está presente en ningún otro método, porque las entidades bancarias operan de acuerdo a su patrimonio regulado.

Análisis de los Analistas del Mercado Financiero

Se recopiló información sobre el valor estimado por acción de las corredoras de bolsas para Banco Santander Chile al 31 de diciembre 2019, para lo cual se obtuvo información de BTG Pactual, Banchile Inversiones y Security Inversiones.

Las proyecciones que se estimaron fueron variando debido a la crisis social desarrollada en el último trimestre del 2019.

En el siguiente resumen se revisan los precios de acción estimados de las corredoras de bolsa y se efectúa un promedio del precio de acción de \$46.

Corredora	Período	Valor Estimado por Acción
Banchile	cuarto trimestre 2019	\$52
Security	cuarto trimestre 2019	\$44
BTG Pactual	cuarto trimestre 2019	\$41
Valor promedio estimado por acción por corredoras de bolsa		\$46

Capítulo I: Metodología.

Una Introducción a los Métodos de Valoración.

Los métodos de valoración de empresa otorgan una estimación de valor, debido que una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. Existen diversos grupos de métodos de valoración siendo los principales grupos de métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en la cuenta de resultados, métodos mixtos y métodos basados en el descuento de flujo de fondos.¹

Se han propuestos a través de la literatura diversos métodos para valorar empresas. Los más conocidos son: flujo de caja de los accionistas o patrimonio, valor presente ajustado, modelo de descuento de dividendos, comparables o múltiplos y opciones reales. Los dos primeros métodos mencionados estiman el valor de la empresa como el valor presente de los flujos de caja proyectado. El modelo de descuento se utiliza generalmente para bancos e instituciones financieras y el modelo de múltiplos es para empresas con mayor fluctuación en un sector industrial determinado y de alta incertidumbre como el sector commodities.²

Metodología de Valorización de Instituciones Financieras.

Desde el punto de vista empírico, el método más exacto es el flujo de caja de los accionistas. Sin embargo, para valorar a Banco Santander nos focalizaremos en el flujo de caja de los accionistas porque al ser una empresa financiera presenta diferencias respecto al resto de las empresas no financieras, las cuales son:

- Mantienen restricciones regulatorias, las cuales consisten en cuánto a capital requerido para seguir operando en el mercado y forma de dirigir el negocio.
- La contabilidad generada por este sector industrial es diferente a las otras empresas en los registros de ingresos y activos.

¹ Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera Edición (2005), 28p.

² Maquieria Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Thomson Reuters, 2015, capítulo 9, 367p.

- La deuda registrada se considera como materia prima y no fuente de capital.
- El flujo de caja descontado no es posible de calcular porque el capital de trabajo es imposible de calcular de forma certera para esta industria.

Por las razones mencionadas, se considerará la valoración de Banco Santander Chile con el método de flujo de caja de los accionistas o flujo de caja del patrimonio al 31 de diciembre de 2019.

Modelo de Flujo de Caja Descontados (FCD).

El flujo de caja descontados, lo denominaremos FCD, es el método más utilizado y sirve para empresas financiadas por patrimonio y financiamiento mixto. El objetivo es saber cuánto vale hoy la empresa, en qué precio se podría vender, y también nos ayudará a tomar decisiones como por ejemplo cómo ampliar el negocio o fusionarse con otra empresa. Sin embargo, debemos tener claro que el FCD es el modelo inicial porque luego es posible seguir utilizando otro método de valoración, considerando directamente la relación con utilidad, crecimiento del negocio y perspectivas.

El valor de la empresa puede concluirse como:

- **No es la suma del valor de cada uno de los activos por separado**, se espera que se produzca una sinergia al tener todos los activos juntos, y otorguen en el presente un valor mayor a la inversión realizada de esos activos.
- **Se debe incluir las capacidades generadoras de flujos de los activos que posee la empresa**, por ejemplo: clientes fieles, marca posicionada en el mercado, proyección de crecimiento, entre otros.

El valor de una empresa debe corresponder al valor presente del flujo de caja de sus activos, es decir de los ingresos operacionales netos y las inversiones. Cuando la empresa reparte los dividendos, es para todos los accionistas, nuevos y antiguos, pero los nuevos accionistas no reciben VAN asociado en sus aportes, obteniendo sólo el valor presente de los dividendos futuros. Debemos tener presente que sólo los proyectos con $VAN > 0$ son los que agregan valor a las empresas.

Tenemos que considerar que el valor de una empresa depende de los flujos de caja de los activos, generalmente de los ingresos operacionales netos y las inversiones.

En la valoración por FCD se determina una tasa de descuento, la cual considera el riesgo, volatilidades históricas, sector industrial, datos de mercado, entre otros, es aquí donde aparece la tasa de costo de capital promedio ponderado, conocido como WACC por sus siglas en inglés. El WACC es utilizado para calcular el valor de la empresa, a través del descuento de los flujos descontados, para utilizar la tasa WACC la empresa debe tener deuda y el ahorro tributario incluido en esta tasa de descuento. Esto quiere decir, que se deben ajustar para no incorporar el ahorro tributario de los gastos financieros, dado que es incorporado en WACC. Es la tasa utilizada para obtener el descuento de los flujos futuros.

El valor de la empresa siempre es el mismo bajo diferentes estructuras de capital, por ende, el valor de mercado de una empresa sin deuda debe ser igual al valor de mercado de una empresa con deuda. Asumiendo igual nivel de riesgo y flujos de caja esperados. La estructura de capital no cambia a través del tiempo.

Se exige una menor tasa de costo de capital para las empresas que aumentan su nivel de endeudamiento, esto debido a que genera un subsidio tributario de la deuda.

Si la empresa es financiada 100% por patrimonio, la tasa de descuento a utilizar es la tasa de costo patrimonial para luego valorar la empresa, es aquí donde se debe hacer un ajuste.

Modelo de Múltiplos o Comparables.

El método de múltiplos no necesita realizar proyecciones de flujos de caja y es más sencillo de utilizar, pero al estimar el valor de una empresa o precio de acción su resultado es menos preciso.

Las empresas para ser comparadas deben tener al menos una variable en común y contar con un activo similar, dado que no son iguales se debe ajustar para que el valor de la empresa o el precio de la acción sea lo más real posible.

Los múltiplos más utilizados son³:

- **Precio / Ganancia (PER):** corresponde al precio de la acción y la ganancia por acción. Depende positivamente de la tasa de crecimiento de los dividendos y negativamente de la tasa de costo patrimonial. Se obtienen mejores resultados cuando se comparan empresas del mismo sector industrial.
- **Precio de Mercado de la Acción / Valor Libro (P/VL):** utilizado por instituciones financieras, dado que este tipo de empresas maximiza su valor con la utilización adecuada del patrimonio.
- **Valor de la Firma o Valor Financiero de la Deuda / Resultado Operacional (VF/EBITDA):** puede presentar valores negativos si la empresa obtiene resultados de EBITDA y/o Utilidad Neta negativos.
- **Valor de la Firma / Ventas (VF/VENTAS):** depende positivamente del margen operacional y de la tasa de crecimiento de flujo de caja y negativamente de la tasa de reinversión y el costo de capital.

³ Maqueira, Carlos, "Finanzas Corporativas Teoría y Práctica", Primer Edición (2015), Método de Múltiplos, Comparables o Relativos, 410 p.

Debemos tener en cuenta que, al utilizar estos múltiplos, los bancos establecen provisiones para préstamos incobrables, reduciendo los ingresos declarados afectando la relación precio-ganancias reportados. Los bancos más conservadores en la categorización de préstamos reportarán ingresos más bajos y tienen mayores índices precio ganancia que los bancos menos conservadores que notifican ingresos más altos y un menor precio-ganancia.⁴

Se debe tener en cuenta que al momento de realizar una comparación existen tres variables importantes para escoger empresas: riesgo, tasa de crecimiento esperado y flujo de caja. Lo más óptimo es escoger empresas del mismo sector industrial.

Dentro del sector bancario el múltiplo⁵ más utilizado es:

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Capitalización}}{\text{Valor contable de las acciones}}$$

Modelo de Opciones Reales.

La valoración por opciones financieras se basa en el arbitraje, esto quiere decir, que se formará una cartera idéntica a la proporción de flujos futuros de una opción financiera. De todos modos, debemos considerar que las opciones reales casi nunca son replicables.

Inconvenientes al utilizar opciones reales:

- Definir los parámetros necesarios para valorar las opciones reales
- Definir y cuantificar la volatilidad de las fuentes de incertidumbre
- Calibrar la exclusividad de las opciones

⁴ Damodaran, Aswath. "Valuing Financial Service Firms", Abril 2009.

⁵ Fernandez, Pablo. "Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos", Diciembre 2017.

Este modelo es útil al momento que se requiere valorar una empresa o un proyecto que presenta una flexibilidad futura y no puede realizarse por los métodos tradicionales de los flujos futuros, considerando VAN o TIR.

Una opción real está presente en un proyecto de inversión cuando existe alguna posibilidad futura de actuación al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual. Una opción real se ejerce en opciones contractuales como en las concesiones petrolíferas, mineras y franquicias.⁶

Modelo de Flujo de Caja de los Accionistas.

Es difícil determinar una valoración de empresa para el sector financiero debido a que el gasto de capital, capital de trabajo y la deuda no están claramente definidos. A su vez, se deben considerar los cambios regulatorios que pueden intervenir directamente con el valor de estas empresas.

Consideremos que los bancos hacen dineros de la diferencia entre el interés de una colocación y captación, es decir, paga a aquellos quienes recaudan fondos y cobra interés a quienes piden préstamos.

Los activos de las empresas del sector financiero son los instrumentos financieros como los bonos. Estos activos siempre se negocian públicamente.

En este modelo de flujo de caja debemos tener en cuenta que la deuda es la materia prima del banco, no el capital. El capital es considerado en este rubro únicamente el capital propio.

Dificultades para desarrollar modelo de flujo caja de accionistas:

- No se pueden estimar los flujos de efectivo sin estimar la reinversión.
- Es difícil estimar el crecimiento cuando no se puede medir la tasa de reinversión.⁷

⁶ Fernandez Pablo, Valoración de Opciones Reales, pág. 20-21.

⁷ Damodaran, Aswath. "Valuing Financial Service Firms", Abril 2009.

El modelo de flujo de caja de los accionistas es el modelo que apoya la valoración de las empresas que están dentro del sector financiero, es por esto, que Banco Santander Chile será valorado a través del método de flujo de caja de los accionistas, también llamado flujo de caja de los inversionistas (FCI).

Debemos tener en cuenta que al momento de realizar el cálculo de los gastos de capital netos de una empresa del sector financiero su resultado será muy pequeño o negativo si utilizamos el método convencional contable, por lo cual es difícil de precisar.

En la valoración por FCI se determina una tasa de descuento, en este caso utilizamos el Modelo Principal de Valoración de Activos, denominado CAPM por su sigla en inglés. El CAPM calcula la rentabilidad que el inversionista debe exigir al realizar una inversión en un activo financiero en función al riesgo que está asumiendo.

El flujo de caja de los accionistas es equivalente a lo que se denomina en finanzas corporativas los dividendos netos, es decir, Dividendos – Aportes de Capital. Debemos considerar que la mejor forma de expresar los resultados de los flujos de caja de los inversionistas (FCI) es:

$$\text{FCI} = \text{Utilidad neta} + \text{Depreciación y Amortización} - \text{Inversión} - \text{Aumentos de capital de trabajo} - \text{Pago de deuda} + \text{Nueva deuda.}^8$$

⁸ Maquieria, Carlos, Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica, 2015.

Supuestos / Inputs

Los supuestos o inputs a considerar para el desarrollo de la valoración por flujo de caja de los accionistas para Banco Santander Chile son los siguientes:

El primer input necesario para desarrollar los datos básicos, con el fin de calcular las colocaciones de Banco Santander Chile, hay que tener en cuenta el indicador de elasticidad para proyectar los siguientes cinco años desde 2020 al 2024, el cual se obtiene con el promedio de la elasticidad de los últimos cinco años reales correspondientes desde 2015 a 2019, obteniendo un 1,9%.

Figura 4: Indicador de elasticidad de crecimiento de las colocaciones

Elasticidad crecimiento de colocaciones	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Crecimiento del PIB de Chile (%)	2,30%	1,60%	1,50%	3,90%	1,10%	
Crecimiento anual colocaciones de la industria bancaria (%)	7,9%	2,7%	2,5%	2,8%	2,2%	
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB (%)	3,41	1,66	1,69	0,72	2,00	1,90

Luego, el crecimiento de las colocaciones está en base al PIB del mercado chileno, para lo cual se han determinado datos reales desde el año 2015 al 2019 y proyectados desde el 2020 al 2024.

Figura 5: Datos reales base de Banco Santander Chile desde 2015 al 2019.

	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento PIB (%)	2,3%	1,6%	1,5%	3,9%	1,1%
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB (%)	3,41	1,66	1,69	0,72	2,00
Crecimiento de la industria en base a PIB (%)	7,9%	2,7%	2,5%	2,8%	2,2%
Colocaciones totales de la industria bancaria (miles de millones \$)	\$ 143.477.084	\$ 151.426.794	\$ 157.919.200	\$ 178.578.376	\$ 196.453.788
Participación de mercado de Colocaciones de Banco Santander (%)	18,7%	18,0%	17,6%	18,0%	16,7%
Colocaciones de Banco Santander (miles de millones \$)	\$ 24.535.201	\$ 26.113.485	\$ 27.725.913	\$ 30.282.022	\$ 32.731.735
Crecimiento % colocación Banco Santander	0,11	0,06	0,06	0,09	0,08

Figura 6: Datos proyectados de Banco Santander Chile desde 2020 al 2024.

	2020	2021	2022	2023	2024
Crecimiento PIB (%)	2,4%	2,8%	2,5%	2,5%	2,2%
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB (%)	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90
Crecimiento de la industria en base a PIB (%)	4,6%	5,3%	4,7%	4,7%	4,2%
Colocaciones totales de la industria bancaria (miles de millones \$)	\$ 205.397.240	\$ 216.306.270	\$ 226.563.796	\$ 237.307.747	\$ 247.210.778
Participación de mercado de Colocaciones de Banco Santander (%)	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Colocaciones de Banco Santander (miles de millones \$)	\$ 36.971.503	\$ 38.935.129	\$ 40.781.483	\$ 42.715.395	\$ 44.497.940
Crecimiento % colocación Banco Santander	0,13	0,05	0,05	0,05	0,04

Los estados financieros son empleados a valor UF⁹, para lo cual se genera un input con los valores cambiarios para efectuar valoración.

Figura 7: Valor cambiario correspondiente al último día hábil anual.

	2015	2016	2017	2018	2019
Valor UF	\$ 25.629	\$ 26.348	\$ 26.798	\$ 27.566	\$ 28.310
Valor USD	\$ 707	\$ 667	\$ 615	\$ 696	\$ 745

Hay que tener en cuenta el número de acciones circulando en Banco Santander Chile, su beta y tasa de costo de deuda, dado que esta información nos ayudará a obtener el precio estimado de acción y el costo de capital.

Promedio Beta, por regresión lineal	1,07
Número de acciones	188.446.126.794
Promedio Maxima (%), tasa más actualizada	3,30%

Para los estados financieros de Banco Santander Chile, en el proceso de proyección se requieren ciertos datos claves para estimar los años 2020 al 2024.

Figura 8: Se obtiene variación porcentual de los últimos cinco años reales para emplear como indicador en proyección de los siguientes cinco años.

Estado de Resultado	2015	2016	2017	2018	2019	promedio
Gastos por intereses y reajustes (var %)	-2,45	-2,51	-2,50	-2,81	-2,70	-2,59
Gastos por comisiones (var %)	-2,63	-2,44	-2,44	-2,58	-2,50	-2,52

Las provisiones para el estado de resultado de Banco Santander Chile fueron estimadas de forma diferente a como se empleaban, dado que debido al estallido social en Chile en el último trimestre del 2019 y pandemia en 2020, la industria bancaria y todos los sectores económicos cambiaron en sus proyecciones de negocios, es decir, no hay datos históricos que pueda recabar esta información e indicar algún tipo de estadística

⁹ Valor UF obtenido a través de la página web de SII.

para otorgar la proyecciones bancarias, por lo que en esta proyección se ha considerado las crisis que actualmente están ocurriendo a nivel país y el mundo que afectan al sector bancario. Además, el impuesto es otorgado por el Servicio de Impuestos Internos.

	2020	2021	2022	2023	2024
Provisiones (%)	-2,50%	-2,50%	-2,00%	-1,70%	-1,40%
Impuesto Legal (%)	27%				

Se calcula una variación porcentual promedio para realizar proyecciones de los años 2020 al 2024 en las cuentas del balance.

Figura 9: Cuentas de balance real entre 2015 a 2019.

Balance	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Efectivo y depósitos en bancos (var. %)	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,7	0,20
Operaciones con liquidación en curso (var. %)	0,3	-0,3	0,3	-0,5	0,0	-0,04
Instrumentos para negociación (var. %)	-0,6	0,2	0,2	-0,8	2,4	0,27
Contratos de derivados financieros (var. %)	0,1	-0,2	-0,1	0,3	1,6	0,33
Depósitos y otras obligaciones a la vista (var. %)	0,09	0,00	0,01	0,09	0,15	0,07
Depósitos y otras captaciones a plazo (var. %)	0,12	0,05	-0,11	0,07	-0,02	0,02
Contratos de derivados financieros (var. %)	0,07	-0,22	-0,08	0,14	1,86	0,35
Obligaciones con bancos (var. %)	0,02	0,43	-0,13	0,02	0,37	0,14
Instrumentos de deuda emitidos (var. %)	-0,01	0,20	-0,05	0,11	0,14	0,08
Provisiones (var. %)	0,02	-0,09	0,03	-0,01	0,00	-0,01

La provisión para el reparto de utilidades de Banco Santander Chile para los años desde el 2020 al 2024 cambiaron debido a las condiciones económicas que se han plasmado a nivel país por el estallido social y la crisis sanitaria que no se ha podido controlar. Durante el 2019 el reparto de utilidades fue un 60% de las utilidades, pero dadas las condiciones nivel país se proyecta una disminución para los siguientes años a que las colocaciones han disminuido y han aumentado los índices de morosidad.

Figura 10: Proyección de reparto de utilidades desde el 2020 al 2024 para Banco Santander Chile.

	2020	2021	2022	2023	2024
Dividendo (reparto de utilidades)	30%	35%	35%	45%	48%

Se considera un ratio de solvencia del 12% para obtener el patrimonio requerido en base a los activos ponderados por riesgo, proyectando para los años desde 2020 al 2024.

promedio ratio solvencia	12%
---------------------------------	------------

Para finalizar dentro de los inputs o supuestos empleados en la valorización de Banco Santander Chile al 31 de diciembre de 2019, para la estimación del precio de acción bajo el método de flujo de caja de los accionistas se han determinado los siguientes datos a considerar.

Promedio Ratio Solvencia	12%
Tasa Crecimiento (g) Perpetuidad (%)	2%
Costo patrimonial (%) CAPM	7,5%
Costo de Capital (%) WACC	3,1%

*WACC sólo fines académicos

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

Análisis Macroeconómico de la Industria Bancaria en Chile.

Para comprender el sector bancario, el análisis macroeconómico engloba los riesgos de la industria, comportamientos financieros de acuerdo a los escenarios del mercado, comportamiento de las colocaciones y mejoras en el Sistema Financiero, se determinarán en función al Informe de Estabilidad Financiera¹⁰ y el Informe de Desempeño del Sistema Bancario y Cooperativas¹¹.

En un análisis macroeconómico de la industria financiera, se determina que, durante el 2019, al igual que el año anterior la banca tuvo cambios en la composición del Sistema Bancario reduciendo a 16 instituciones, se canceló la sucursal establecida en Chile del banco MUFG Bank Ltda. y en el año 2018 Banco Scotiabank Azul (ex Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile) pasa a ser Scotiabank Chile.

Debemos considerar que Chile es el país de América latina más competitivo, y en el año 2019 el sector bancario llegó a un crecimiento de las colocaciones de MM\$196.453.788, equivalente a MUS\$262.379. Este crecimiento corresponde a un 7,12% en un periodo de 12 meses en colocaciones. En el 2018, el crecimiento fue mayor correspondiente a 9,93% en colocaciones.

Se considera que a contar del 18 de octubre 2019 se dio inicio al estallido social, el cual repercutió al sector bancario, generando en el último trimestre un menor crecimiento en las colocaciones, mayor indicador de riesgo y una disminución en la rentabilidad.

Las provisiones a nivel de industria bancaria crecieron hasta un 2,56%, y su índice de morosidad de 90 días o más avanzó a 2,07% y la cartera deteriorada lo hizo hasta un

¹⁰ Informe publicado por Banco Central de Chile correspondiente al segundo semestre de 2019.

¹¹ Informe publicado por Comisión para el Mercado Financiero en Diciembre 2019.

5,03%. El banco con mejor indicador en cartera vencida es Banco de Crédito e Inversiones con 1.34% y Banco de Chile con 1,37%.

BCI en término de colocaciones fue el banco que tuvo el primer lugar en colocaciones con un 17,48% de participación de mercado, seguido por Banco Santander Chile con un 16,66% y en tercer lugar Banco Chile con un 15,54% de participación de mercado.

Respecto a la rentabilidad del sector bancario, el banco que obtuvo el primer lugar fue Banco de Chile con un ROE después de impuesto de 16,81%, en segundo lugar, Banco Santander con un ROE después de impuesto de 16,02% y Scotiabank Chile en el tercer lugar con un ROE después de impuesto de 12,75%. El promedio de la rentabilidad de los bancos mostró un crecimiento de un 14% a diciembre 2019.

Durante el año 2019, Banco Santander Chile adquirió el 51% de Santander Consumer Chile S.A., expandiendo la cartera de crédito de consumo en cuotas. Además, Banco Santander junto a Banco Ripley emitieron tarjetas de prepago al igual que Banco BCI, quien comenzó en este negocio durante el 2018.

[Resumen de Calificación de Fitch¹²](#)

Banco Santander Chile, banco principal en préstamos y depósitos. En el 2019 terminó con una participación de mercado de 16,66%. Mantiene un desempeño robusto con un retorno operativo sobre activos ponderados promedio de 2,37% entre 2013 y 2018 y con un 2,08% a octubre de 2019. Se vio afectada respecto al año anterior en su utilidad neta, la cual disminuyó 5,6% debido a un crecimiento de las colocaciones y a una menor inflación durante el primer trimestre del año. Se estima que se mantendrá presionada la rentabilidad debido a las consecuencias del estallido social.

A noviembre de 2019, los préstamos vencidos representan el 1,9% de los préstamos brutos promedio y la cobertura con provisiones aumentó a 138,3%. Los castigos también

¹² Fitch Ratifica Clasificaciones Nacionales de Banco Santander Chile, Enero 2020.

siguen estables con un 1,3% de las colocaciones. Estos indicadores se consideran adecuados.

El banco gestiona activamente sus activos ponderados por riesgo para lograr el uso de capital más eficiente y Fitch estima que no necesitará aumento de capital para cumplir los requerimientos de Basilea III.

Participación de Mercado de la Industria Bancaria.

Teniendo un período de tiempo de cinco años para analizar la participación de mercado bancario correspondiente a sus colocaciones desde el año 2015 al 2019. Banco de Crédito e Inversiones es la entidad que durante los dos últimos años ha presentado el mayor crecimiento en sus colocaciones, liderando la industria bancaria chilena. Considerando su participación de mercado en 2018 y 2019 de 17,04% y 17,48%.¹³

Se destaca la participación de mercado de las colocaciones de Banco Santander Chile, el cual durante los últimos tres años ha disminuido su participación en el mercado chileno, siendo el segundo banco con mayores colocaciones a nivel de industria con un 16,66% en el año 2019.

Menores tasas de interés en la cartera hipotecaria, las colocaciones se expandieron en torno al 7% real anual, siendo a septiembre 2019 la tasa promedio de un 2%, valor mínimo histórico. Se presentaron condiciones menos restrictivas para el otorgamiento de crédito hipotecario a nivel de industria bancaria.

Crecimiento de la deuda de los hogares ha sido en torno al 7% real anual, siendo su mayor expansión el crédito hipotecario debido a la baja de tasa de interés.

¹³ Información obtenida en reporte mensual de información financiera del Sistema Bancario de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Vulnerabilidad de los deudores bancarios se detalla que familias con ingresos medios y con carga financiera sobre ingresos (RCI) sobre 40% enfrentan una probabilidad de impago del 40%, y aquellos con un RCI sobre el 80% su probabilidad sería sobre un 50%. Dado esto, se sugiere que la razón carga financiera sobre ingreso se encuentre cercana al 20%. En el último año, la cartera hipotecaria es la que ha presentado mayor refinanciamiento de su deuda.

Refinanciamiento cartera hipotecaria, durante el 2019 se llegó al nivel más bajo respecto a tasa de interés desde la crisis global del 2009, lo que permitió disminuir el valor cuota mensual, el cual en algunos casos llegó a una disminución de hasta un 28%.

Riesgo de crédito, tuvo un incremento debido al escenario macro-financiero que presentó por la desaceleración de la actividad, considerando los indicadores de morosidad y gastos en provisiones.

Nueva Ley General de Bancos, se otorgan nuevos desafíos para el cumplimiento de las exigencias bancarias, entre ellas aumento de capital gradual, lo que a su vez, podría generar modificación en el otorgamiento de crédito. Además, se produce la integración de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) a la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), permitiendo un nuevo modelo de regulación en el mercado financiero.

Basilea III. Hacia una Banca más sólida y robusta,¹⁴ son estándares internacionales para cuantificar los riesgos bancarios y compararlos. Otorga un mejor nivel de capitalización de los bancos, facilita el financiamiento con menor costo y mayor plazo, se genera un proceso más fácil de internacionalización.

Portabilidad Financiera, durante septiembre se dio inicio a la tramitación del Proyecto de Ley para el proceso de cambio de proveedor de productos y servicios financieros, su

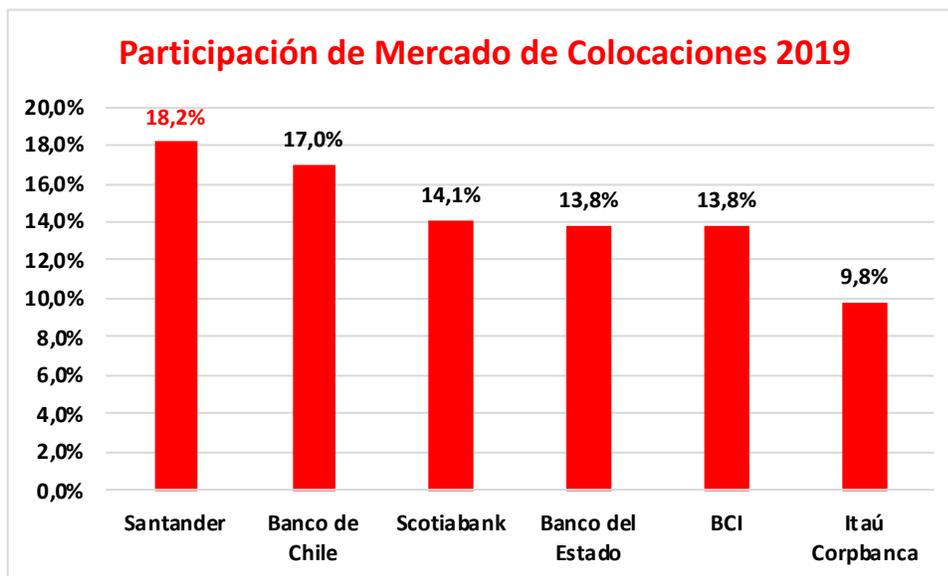
¹⁴ Reporte entregado por CMF en Agosto de 2019.

objetivo es disminuir los costos y plazos asociados en las renegociaciones de los créditos incentivando la competencia y beneficios para el consumidor.

Santander tiene una posición de liderazgo en la industria bancaria chilena en todos los negocios y segmentos, terminó el año 2019 con una participación de mercado del 18,2%. Sin embargo, fue la quinta acción más transada en Chile y tuvo un 4,66% de participación en la Bolsa de Comercio de Santiago con un monto de M\$ 1.303.528.895¹⁵.

Uno de los banco que compite de forma directa con Banco Santander es Banco de Crédito e Inversiones y Banco Chile. Actualmente Banco de Chile tuvo una participación de mercado de colocaciones de un 17% a diciembre de 2019, Banco Scotiabank terminó el año con un 14,1% de participación de mercado. Además, Banco Santander y Banco de Chile mantienen un nivel adecuado de capital y lograrán cumplir los estándares requerido por Basilea III. Banco del Estado se estima que necesitará una inyección de capital significado para alcanzar a cumplir los estándares.

Figura 11: Participación porcentual de mercado de colocaciones de los bancos con mayor participación a diciembre de 2019.



Fuente: Elaboración propia, Reporte de información financiera mensual a diciembre 2019, Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

¹⁵ Informe anual 2019 del ranking de las acciones más transadas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Se presenta en las siguientes figuras la evolución de las colocaciones de cada una de las entidades bancarias en cifras porcentuales y millones de pesos, con el fin de poder revisar su comportamiento con el porcentaje de participación de sus colocaciones en la industria. Se destaca Banco Santander Chile con un porcentaje de participación de mercado en 2019 de 16,66% que equivalen a M\$31.731.735. Banco de Crédito e Inversiones durante el año 2018 y 2019 ha logrado liderar las colocaciones en el mercado chileno, por lo que sus colocaciones han reputando hasta un 23%.

Figura 12: Participación del mercado de colocaciones bancarias históricas, cifras porcentuales desde 2015 al 2019.

Participación de Mercado Bancario en %					
	2015	2016	2017	2018	2019
Banco Bice	2,8%	2,9%	3,0%	3,09%	3,17%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	6,3%	6,1%	6,2%	0,00%	0,00%
Banco BTG Pactual Chile	0,0%	0,0%	0,1%	0,26%	0,46%
Banco Consorcio	1,1%	1,2%	1,3%	1,48%	1,77%
Banco de Chile	17,4%	17,1%	16,4%	15,85%	15,54%
Banco de Crédito e Inversiones	14,2%	14,9%	15,6%	17,04%	17,48%
Banco de la Nación Argentina	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco del Estado de Chile	13,6%	14,1%	14,7%	13,76%	13,37%
Banco do Brasil S.A.	0,0%	0,0%	0,0%	0,02%	0,03%
Banco Falabella	1,0%	1,0%	1,0%	2,03%	1,99%
Banco Internacional	0,6%	0,6%	0,7%	0,89%	1,03%
Banco Itaú Chile	4,8%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco Paris	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco Penta	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco Ripley	0,5%	0,5%	0,5%	0,50%	0,46%
Banco Santander-Chile	17,6%	18,0%	17,6%	16,96%	16,66%
Banco Security	2,8%	2,9%	3,1%	2,99%	3,08%
Bank of China, Agencia en Chile	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
China Construction Bank, Agencia en Chile	0,0%	0,0%	0,1%	0,08%	0,11%
Corpbanca	10,4%	0,0%	0%	0%	0%
Deutsche Bank (Chile) (4)	0,0%	0,0%	0%	0%	0%
HSBC Bank (Chile)	0,2%	0,1%	0,1%	0,15%	0,11%
Itaú Corpbanca	0,0%	14,0%	13,0%	12,12%	11,84%
JP Morgan Chase Bank, N.A.	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Rabobank Chile	0,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
MUFG Bank, Ltd. (2)	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Scotiabank Chile	5,8%	5,8%	6,6%	12,78%	12,90%
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sistema Bancario	100%	100%	100%	100%	100%
Colocaciones totales (miles de millones de pesos)	143.477.084	151.426.794	157.919.200	178.578.376	196.453.788

Fuente: Elaboración propia, Reporte de información financiera mensual a diciembre 2019, Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Figura 13: Evolución de colocaciones en el sistema bancario entre 2015 a 2019 en millones de pesos.

	Crecimiento de la industria (cifras en millones de pesos)				
	2015	2016	2017	2018	2019
Banco Bice	\$ 4.051.548	\$ 4.363.214	\$ 4.775.263	\$ 5.510.770	\$ 6.228.650
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	\$ 9.030.380	\$ 9.271.674	\$ 9.724.985	\$ -	\$ -
Banco BTG Pactual Chile	\$ 25.248	\$ 40.561	\$ 174.159	\$ 458.813	\$ 904.445
Banco Consorcio	\$ 1.616.788	\$ 1.884.659	\$ 2.103.265	\$ 2.644.392	\$ 3.473.357
Banco de Chile	\$ 24.953.505	\$ 25.858.639	\$ 25.848.904	\$ 28.308.887	\$ 30.529.608
Banco de Crédito e Inversiones	\$ 20.304.692	\$ 22.547.672	\$ 24.710.833	\$ 30.433.380	\$ 34.338.923
Banco de la Nación Argentina	\$ 16.320	\$ 8.138	\$ 8.914	\$ -	\$ -
Banco del Estado de Chile	\$ 19.562.146	\$ 21.317.079	\$ 23.140.689	\$ 24.566.789	\$ 26.273.621
Banco do Brasil S.A.	\$ 39.198	\$ 33.824	\$ 30.779	\$ 37.719	\$ 51.145
Banco Falabella	\$ 1.416.217	\$ 1.546.890	\$ 1.643.817	\$ 3.625.619	\$ 3.911.440
Banco Internacional	\$ 834.945	\$ 919.690	\$ 1.141.236	\$ 1.580.745	\$ 2.014.029
Banco Itaú Chile	\$ 6.923.445	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Banco Paris	\$ 10.434	\$ 9.651	\$ -	\$ -	\$ -
Banco Penta	\$ 36.745	\$ 26.065	\$ -	\$ -	\$ -
Banco Ripley	\$ 746.318	\$ 778.652	\$ 847.760	\$ 897.552	\$ 894.316
Banco Santander-Chile	\$ 25.300.757	\$ 27.206.431	\$ 27.725.914	\$ 30.282.023	\$ 32.731.735
Banco Security	\$ 4.056.096	\$ 4.462.332	\$ 4.834.290	\$ 5.346.071	\$ 6.051.817
China Construction Bank, Agencia en Chile	\$ -	\$ 44.393	\$ 95.817	\$ 147.620	\$ 224.150
Corpbanca	\$ 14.954.177	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Deutsche Bank (Chile)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
HSBC Bank (Chile)	\$ 247.224	\$ 223.819	\$ 160.608	\$ 261.311	\$ 221.121
Itaú Corpbanca	\$ -	\$ 21.199.264	\$ 20.475.729	\$ 21.650.556	\$ 23.255.995
JP Morgan Chase Bank, N.A.	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Rabobank Chile	\$ 922.916	\$ 740.105	\$ -	\$ -	\$ -
Scotiabank Chile	\$ 8.381.926	\$ 8.852.662	\$ 10.448.237	\$ 22.826.129	\$ 25.349.436
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	\$ 46.059	\$ 91.380	\$ 28.001	\$ -	\$ -
Total Colocaciones	\$ 143.477.084	\$ 151.426.794	\$ 157.919.200	\$ 178.578.376	\$ 196.453.788
Crecimiento		5,5%	4,3%	13,1%	10,0%

Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte mensual de Información Financiera del Sistema Banco de la Comisión para el Mercado Financiero.

En la siguiente figura se detalla el crecimiento de las colocaciones consolidadas del sector bancario entre los años 2014 y 2019. Hubo una estacionalidad promedio de crecimiento entre el 2016 y el 2019, la industria creció en promedio 2,5% en colocaciones consolidadas.

Figura 14: Crecimiento del PIB y colocaciones bancarias histórico entre los años 2014 al 2019.

Crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas y variación del PIB para Chile entre los años 2015 a 2019						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento PIB	1,9%	2,3%	1,6%	1,5%	3,9%	1,1%
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB	2,53	3,41	1,66	1,69	0,72	2,00
Crecimiento de la industria en base a PIB	4,8%	7,9%	2,7%	2,5%	2,8%	2,2%
Colocaciones totales de la industria bancaria (miles de millones \$)	\$127.834.447	\$143.477.084	\$151.426.794	\$157.919.200	\$178.578.376	\$196.453.788
% Colocaciones de Banco Santander	17,9%	18,7%	18,0%	17,6%	18,0%	16,7%
Colocaciones de Banco Santander (miles de millones \$)	\$ 22.179.912	\$ 24.535.201	\$ 26.113.485	\$ 27.725.913	\$ 30.282.022	\$ 32.731.735
Crecimiento % colocación Banco Santander		0,11	0,06	0,06	0,09	0,08

Fuente: Elaboración propia.

- Comisión para el Mercado Financiero, reporte anual entre 2014 a 2019.
- Banco Central de Chile, series de crecimiento del PIB

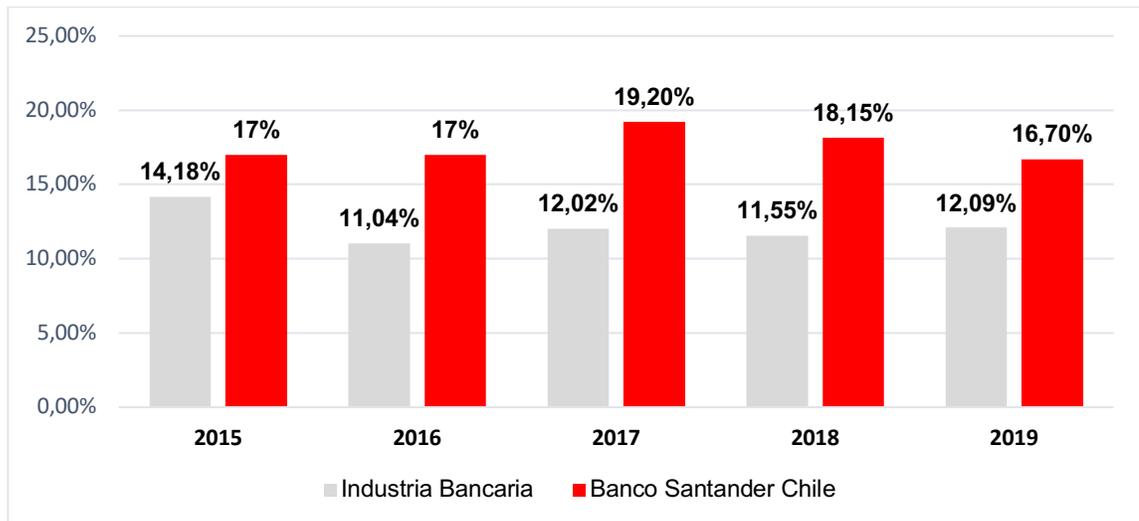
Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) de Banco Santander Chile versus el ROE de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.

La siguiente figura contiene información consolidada de la industria bancaria versus Banco Santander Chile, donde se compara el ROE en periodos anuales desde 2015 a 2019. Se observa que en el último periodo anual Banco Santander Chile presentó un ROE de 16,7% comparado con el de la industria que fue de 12,09%.

Durante los cinco años analizados desde 2015 a 2019, la industria presenta un promedio en su resultado sobre el patrimonio de 12,18% y Banco Santander Chile un 17,61%.

Banco Santander debido a sus estrategias y nivel de negocio ha logrado tener un mayor resultado comparado con el de la industria.

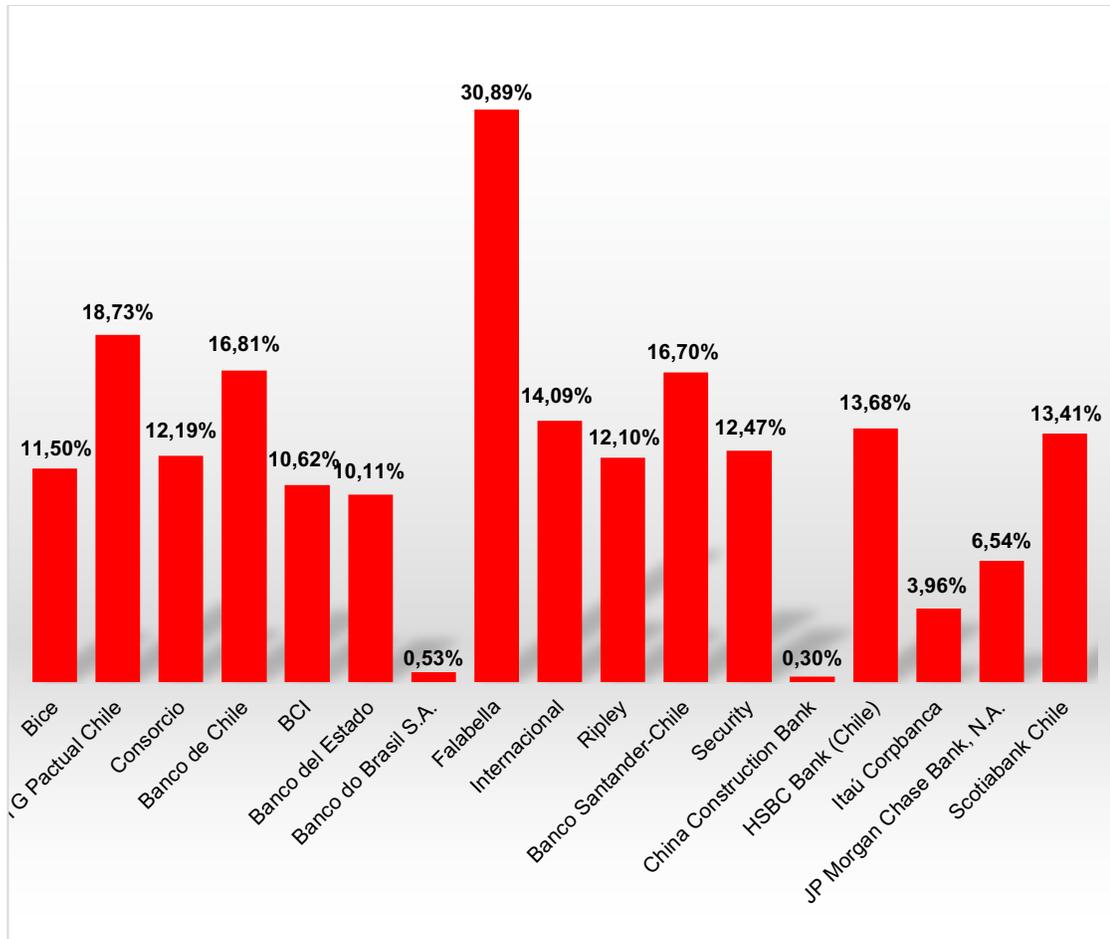
Figura 15: ROE histórico de Banco Santander Chile y la industria bancaria consolidada entre los años 2015 a 2019.



Fuente: Elaboración propia, información obtenida por estados financieros anual de Banco Santander Chile y Reporte Mensual de Comisión para el Mercado Financiero.

En la siguiente figura se detalla el ROE de las instituciones financieras chilenas durante el año 2019. Falabella es la institución con mayor rentabilidad sobre el patrimonio, pero si comparamos con Banco de Crédito e Inversiones que es el banco que durante el 2019 tuvo el primer lugar en participación de mercado en colocaciones a la misma fecha logró un ROE de 10,62%, es decir, Banco Santander Chile durante el periodo 2019 siendo el segundo banco con mayor colocación, obtuvo una rentabilidad sobre el patrimonio mejor evaluada que BCI.

Figura 16: ROE de la industria financiera consolidada para el año 2019.



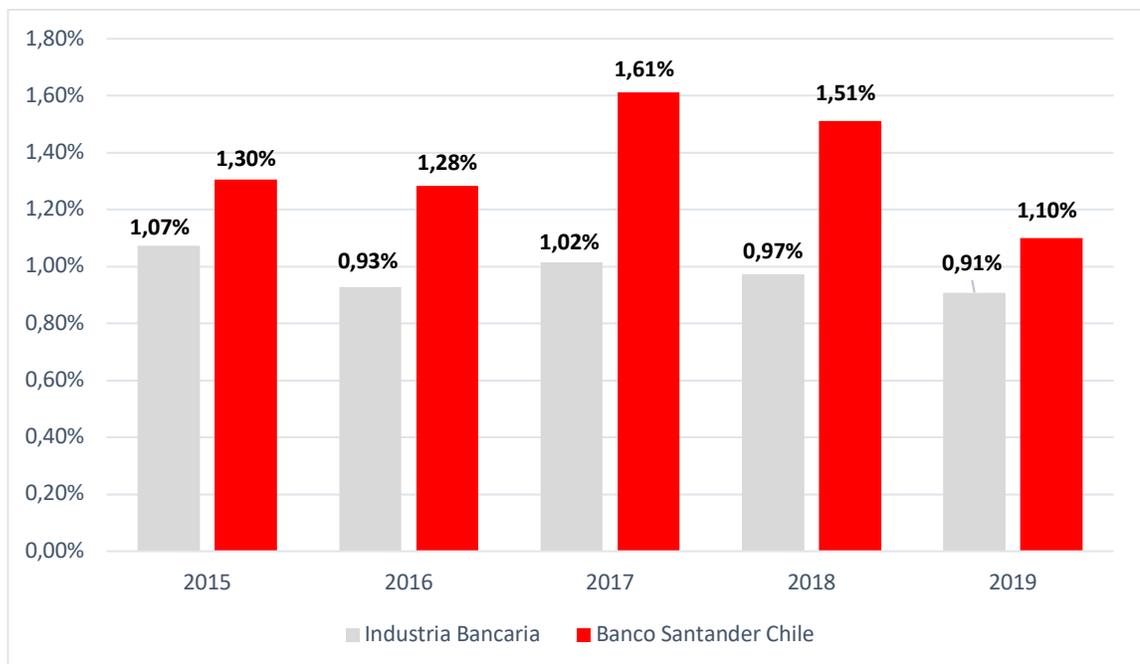
Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario de la Comisión para el Mercado Financiero.

Rentabilidad Operacional sobre Activos (ROA) de Banco Santander Chile versus el ROA de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.

Se detalla el resultado operacional neto sobre activo de Banco Santander Chile versus el resultado de la industria financiera entre los años 2015 a 2019. Banco Santander ha presentado durante estos últimos cinco años un ROA superior al de la industria, dado que ha mantenido y mejorado sus indicadores financieros, a pesar que su nivel de colocación en el 2018 y 2019 fue superado por Banco de Crédito e Inversiones.

Se considera que durante el último trimestre del 2019 todas las industrias a nivel país se vieron afectadas debido al estallido social, lo que paralizó o disminuyó los flujos de negocios, afectando a su vez también al sector bancario.

Figura 17: ROA histórico de Banco Santander Chile y la industria bancaria consolidada entre los años 2015 a 2019.

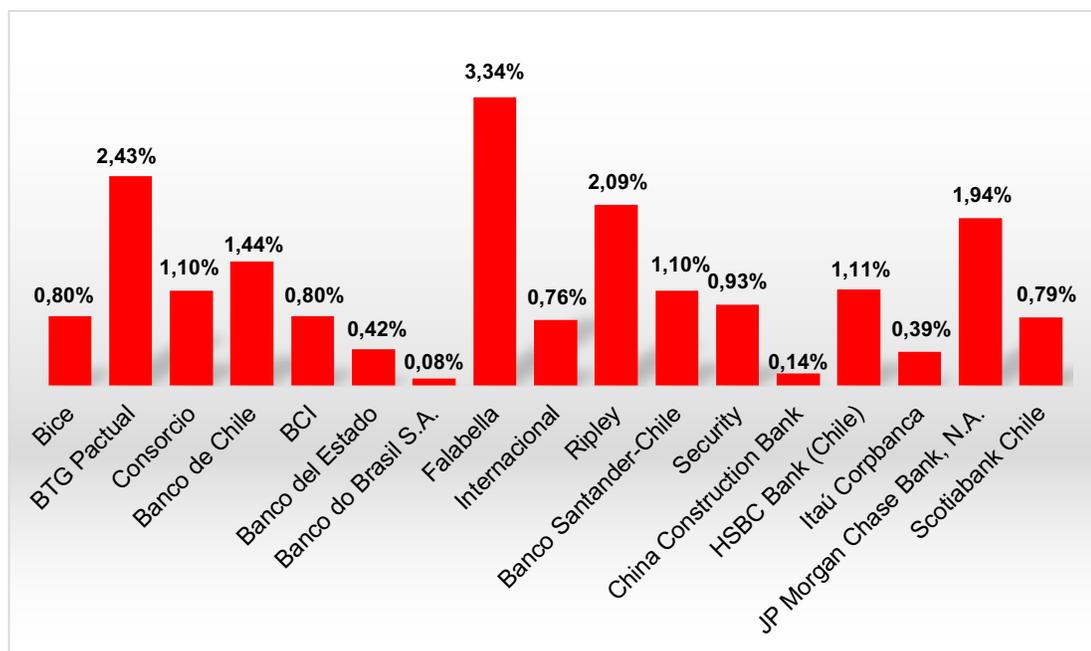


Fuente: Elaboración propia, información obtenida por estados financieros anual de Banco Santander Chile y Reporte Mensual de Comisión para el Mercado Financiero.

Durante los últimos cinco años la industria bancaria logró obtener un ROA promedio de 0,98% y Banco Santander Chile de 1,36%.

Banco Santander Chile se ha comparado con los bancos de la industria que tienen características similares en crecimiento, destacando a Banco de Crédito e Inversiones que es el banco con el primer lugar en participación de mercado en colocaciones, el cual mantiene un ROA de 0,80% y Banco de Chile con el tercer lugar en participación de mercado en colocaciones con un ROA de 1,44%, mientras que Banco Santander Chile tuvo un ROA de 1,1%.

Figura 18: ROA de la industria financiera consolidada para el año 2019.

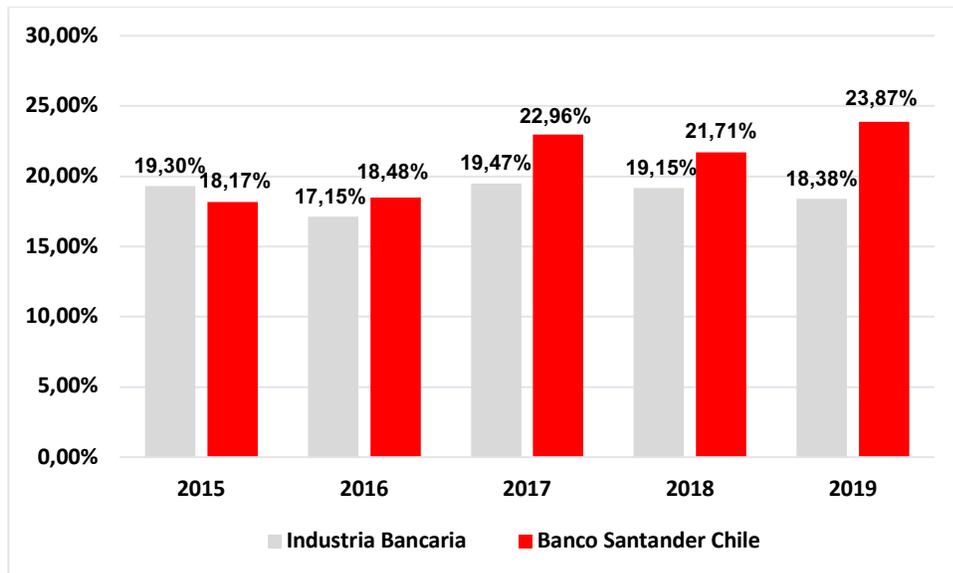


Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario de la Comisión para el Mercado Financiero.

Margen Neto de Banco Santander Chile y de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.

A continuación se expresa el consolidado histórico de la industria bancaria y Banco Santander Chile entre los años 2015 al 2019 del margen neto. Podemos apreciar que Banco Santander está levemente más alto que el sector industrial, esto significa que tiene una mayor rentabilidad. Entre los últimos cinco años, el margen neto de la industria bancaria consolidado estuvo entre 17,15% y 19,47%, mientras que Banco Santander su rango fue de 18,17% a 23,87%.

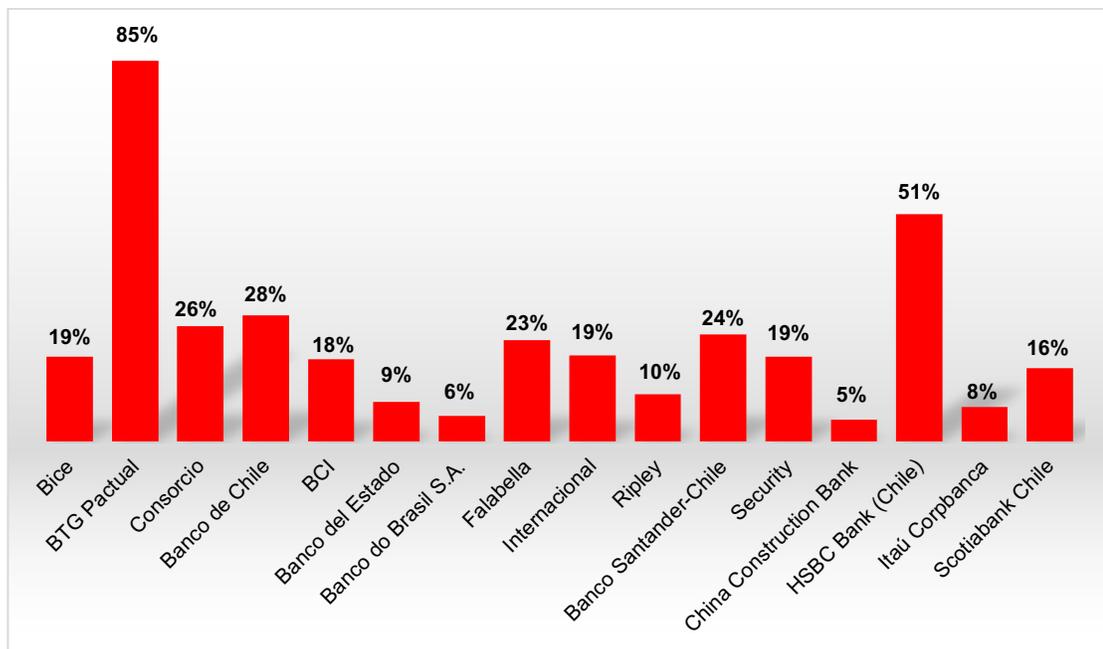
Figura 19: Margen neto histórico de Banco Santander Chile y la industria bancaria consolidada entre los años 2015 a 2019.



Fuente: Elaboración propia, información obtenida por estados financieros anual de Banco Santander Chile y Reporte Mensual de Comisión para el Mercado Financiero.

Si revisamos en detalle, el margen operacional neto por cada institución bancaria del mercado durante el 2019, considerando los bancos que tienen mayor similitud con Banco Santander Chile, se observa que Banco de Crédito e Inversiones presenta un margen operacional neto de 18% y Banco de Chile un 28%, comparado con Banco Santander Chile que tiene un margen de 24%.

Figura 20: Margen Operacional Neto de la industria financiera consolidada para el año 2019.



Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario de la Comisión para el Mercado Financiero.

Análisis de la Empresa: Banco Santander Chile.

Descripción de Banco Santander Chile.

Banco Santander Chile fue fundado en Santiago de Chile en el año 1978, 42 años en el mercado chileno, y corresponde a una de las filiales de Banco Santander, uno de los grupos más grandes del mundo. En Chile comenzó operando con transacciones de comercio exterior. Actualmente, mantiene 268 sucursales tradicionales, 7 centros de Servicio (mercado medio), 38 Santander Select y 53 Work Café a lo largo de todo el país, las cuales se complementan con las plataformas de banca en línea y APP's.

Banco Santander Chile al considerar su información real hasta diciembre de 2019 presentó un 16,66% de participación de mercado de colocaciones en el mercado, un universo de 3.400.000 de clientes, activos por MM\$50.578.000 y pasivos por MM\$47.108.000. Capitalización bursátil por MMUS\$11.179,57. Obtuvo una rentabilidad sobre los activos (ROA) de 1,03% y una rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) por 16,7%. Cuenta con 11.200 colaboradores, los cuales el 54% son mujeres y el 18% de las mujeres en posiciones de liderazgo.

Ficha Banco Santander

Razón social: Banco Santander Chile

Rut: 97.036.000-k

Nemotécnico: BSANTANDER y cotiza en la bolsa chilena:

- Bolsa de Comercio de Santiago

En la Bolsa de Nueva York, Estados Unidos (New York Stock Exchange – NYSE) transa American Depositary Receipt (ADR) con el nemotécnico SAN.

Industria: Bancaria - Financiera

Regulación: Es regulada por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) en su condición de institución bancaria, por el Banco Central de Chile y se rige por la Ley General de Banco. Además, debido a su registro en la Bolsa de Nueva York por un programa de American Depositary Receipt (ADR) es supervisado por la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC).

Filiales del Banco Santander Chile.

Banco Santander cuenta con compañías subsidiarias prestando un apoyo al servicio bancario y su giro financiero ofreciendo productos y servicios complementarios para sus clientes:

- **Santander Corredores de Bolsa Ltda.:** Lleva a cabo la administración de las carteras de inversión por instrumentos de renta fija, renta variable e intermediación financiera.
- **Santander Agente de Valores Ltda.:** Constituida en 1991, se desempeña al corretaje de valores, compra y venta de moneda extranjera, inversiones de renta fija, operaciones de forward y entre otras.
- **Santander Corredora de Seguros Ltda.:** Constituida en 1987, se dedica a la venta de seguros generales y vida para sus clientes.
- **Santander S.A. Sociedad Securitizadora:** Constituida en 1995, encargada de los contratos de forward y valoriza los activos.
- **Santander Consumer Finance Ltda.:** Constituido en 2007, Banco Santander Chile adquirió el 51% de las acciones de esta filial. Entidad encargada del financiamiento automotriz de personas y empresas.
- **Santander Asset Management S.A.:** Gestora internacional con más de 10 años en Chile dedicada a soluciones de inversión de fondos

Perfil del Negocio.

Banco Santander Chile es un banco robusto dentro de la industria bancaria en Chile y en el mundo, atiende a un amplio segmento de clientes, para lo cual su actividad se organiza de la siguiente manera:

- **Banca Comercial (segmento persona):** Representa el 64% de los ingresos, incluyendo los ingresos por intereses, comisiones y resultados operacionales financieros, el 37% a través de venta de productos y servicios como préstamos de consumos e hipotecarios, tarjetas de créditos y débitos, cuentas corrientes y vistas, productos de ahorro e inversión y seguros. Se canalizaron el impulso en el crecimiento de Work Café y Life. Durante el 2019, Banco Santander logró el 27% de participación de mercado en la apertura de nuevas cuentas y más de 1.000.000 de cuentas corrientes en el mercado nacional.
- **Banca Empresa e Instituciones:** Productos y servicios destinados a compañías y empresas con ventas anuales sobre los \$2.000.000, cubre las necesidades de sus clientes a través de préstamos comerciales, préstamos hipotecarios, leasing, factoring, comercio exterior, tarjeta de crédito, cuentas corrientes, consultoría financiera, productos de ahorros e inversión y seguros. Durante el 2019, aumentó un 8% sus clientes digitales y los préstamos crecieron un 5,2%, lineal con el crecimiento económico del país.
- **Santander Corporate & Investment Banking:** Presente en 22 países, ofrece asesoría a compañías multinacionales extranjeras o chilenas con ventas superiores a \$10.000 millones.
- **Productos Empresa:** Es una nueva área focalizada en las 3 áreas de negocio del banco, con el fin de apoyar en la venta especializada y está compuesta de cuatro áreas de productos: área de venta especializada, negocios internacionales, cash management y leasing, factoring y confirmning.

Estrategia Banco Santander Chile.

Banco Santander Chile está priorizando su estrategia de acuerdo a la nueva Ley General de Banco, la cual adoptará los niveles de capitalización establecido por Basilea III.

El banco impulsó la industria de medios de pago a través de Getnet, nueva red de adquirencia que ayudará a expandir el mercado de tarjeta en Chile. Esto significa que el nuevo modelo de compra consta de cuatro partes, y no de tres como es actualmente, para lo cual interactúa en primer lugar el comercio, segundo lugar el adquirente, tercer lugar el emisor y finaliza con el consumidor. Incentiva una mayor competencia en la industria, moderniza al sector de medios de pago y facilita la incorporación de nuevos actores al mercado.

Posición de Mercado de Banco Santander Chile.

Banco Santander Chile tiene una posición de liderazgo en todos los negocios y segmentos del sistema bancario. Es líder en la industria con las colocaciones, dado que su portafolio de colocaciones tiene una presencia en diversos sectores de la economía y una extensa base de clientes minoristas, lo que genera una distribución de su cartera de crédito de 16% en consumo, 34% en hipotecarios y 50% en créditos comerciales.

Banco Santander tiene una rentabilidad superior al promedio del sistema debido a su estrategia del segmento minorista donde genera mayor volumen de negocio. Proyecta un crecimiento en favor a apoyar a sus clientes, lo que significa reprogramar créditos y generar renegociaciones. Actualmente, su respaldo de capital está sustentando su sana posición de liquidez y soporte patrimonial.

La siguiente tabla contiene la participación de mercado de colocaciones históricas de las instituciones financieras que han estado en funcionamiento en la industria chilena. Se destacan las colocaciones de Banco Santander Chile expresadas en porcentaje, siendo el segundo banco con mayor participación.¹⁶

¹⁶ Información obtenida a través de CMF en Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario.

Figura 21: Participación de mercado de colocaciones históricas en cifras porcentuales.

Participación de Mercado Bancario en %					
	2015	2016	2017	2018	2019
Banco Bice	2,8%	2,9%	3,0%	3,09%	3,17%
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	6,3%	6,1%	6,2%	0,00%	0,00%
Banco BTG Pactual Chile	0,0%	0,0%	0,1%	0,26%	0,46%
Banco Consorcio	1,1%	1,2%	1,3%	1,48%	1,77%
Banco de Chile	17,4%	17,1%	16,4%	15,85%	17,20%
Banco de Crédito e Inversiones	14,2%	14,9%	15,6%	17,04%	13,80%
Banco de la Nación Argentina	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco del Estado de Chile	13,6%	14,1%	14,7%	13,76%	13,80%
Banco do Brasil S.A.	0,0%	0,0%	0,0%	0,02%	0,03%
Banco Falabella	1,0%	1,0%	1,0%	2,03%	1,99%
Banco Internacional	0,6%	0,6%	0,7%	0,89%	1,03%
Banco Itaú Chile	4,8%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco Paris	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco Penta	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Banco Ripley	0,5%	0,5%	0,5%	0,50%	0,46%
Banco Santander-Chile	17,6%	18,0%	17,6%	16,96%	18,20%
Banco Security	2,8%	2,9%	3,1%	2,99%	3,08%
Bank of China, Agencia en Chile	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
China Construction Bank, Agencia en Chile	0,0%	0,0%	0,1%	0,08%	0,11%
Corpbanca	10,4%	0,0%	0%	0%	0%
Deutsche Bank (Chile) (4)	0,0%	0,0%	0%	0%	0%
HSBC Bank (Chile)	0,2%	0,1%	0,1%	0,15%	0,11%
Itaú Corpbanca	0,0%	14,0%	13,0%	12,12%	11,84%
JP Morgan Chase Bank, N.A.	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Rabobank Chile	0,6%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
MUFG Bank, Ltd. (2)	0,0%	0,0%	0,0%	0,00%	0,00%
Scotiabank Chile	5,8%	5,8%	6,6%	12,78%	14,10%
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Sistema Bancario	100%	100%	100%	100%	101%
Colocaciones totales (miles de millones)	143.477.084	151.426.794	157.919.200	178.578.376	196.453.788

Fuente: Elaboración propia. Reporte de información financiera mensual a diciembre 2019, Comisión para el Mercado Financiero (CMF).

Estructura de la Propiedad y Respaldo Patrimonial de Banco Santander Chile.

Banco Santander está compuesto por 188.446.126.794 acciones en circulación en serie única y con una capitalización bursátil de MMUS\$ 11.179,57 a diciembre de 2019. Principal accionista es el Grupo Santander que controla el 67,2%, el cual incluye a las sociedades Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A. y Santander Chile Holding S.A.

Figura 22: Se destacan los 12 mayores accionistas que componen el 87% de las acciones de Banco Santander Chile.

Razón Social o Nombre Accionista	Nº Acciones	% Sobre Total
AFP Capital S.A.	2.111.056.412	1,10%
Vanguard Group Inc/The	2.404.530.695	1,30%
AFP Provida S.A.	2.498.414.222	1,30%
Schroders PLC	2.755.972.800	1,50%
AFP Habitat S.A.	2.916.887.066	1,50%
Standard Life Aberdeen PLC	3.716.450.000	2,00%
Bco Santander por cta. de inversionistas extranjero.	4.571.196.533	2,40%
T Rowe Price Group Inc	4.925.701.200	2,60%
Itaú-Corpbanca por cta. de inversionistas	5.083.184.612	2,70%
Banco de Chile por cuenta de terceros	6.314.521.607	3,40%
Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A.	59.770.481.573	31,70%
Santander Chile Holding S.A.	66.822.519.695	35,50%
Total Acciones	163.890.916.415	87%

Fuente: Memoria Anual Banco Santander Chile 2019.

Miembros del Directorio de Banco Santander Chile.

Tras la renuncia en el 2017 de Vittorio Corbo Lioni y otros, hubo una transformación de directorio durante el 2018, quedando en la presidencia Claudio Melandri Hinojosa. Sin embargo, los nuevos miembros del directorio fueron escogidos por su larga trayectoria financiera y experiencia nacional e internacional quedando a cargo de la administración de todos los accionistas, de los cuales 27% son mujeres.

Figura 23: miembros del directorio de Banco Santander Chile

Miembros Directorio	Cargo	Desde
Claudio Melandri Hinojosa	Presidente	27-02-18
Rodrigo Vergara Montes	Primer Vicepresidente	12-07-18
Orlando Poblete Iturrate	Segundo Vicepresidente	22-04-14
Félix de Vicente Mingo	Director Titular	27-03-18
Alfonso Gómez Morales	Director Titular	27-03-18
Ana Dorrego de Carlos	Director Titular	15-03-15
Dodrigo Echenique Gordillo	Director Titular	26-03-19
Lucía Santa Cruz Sutil	Director Titular	19-08-03
Juan Pedro Santa María Perez	Director Titular	24-07-12
Blanca Bustamante Bravo	Director Suplente	28-04-15
Óscar Von Chrismar Carvajal	Director Suplente	22-12-09

Fuente: Memoria Anual Banco Santander Chile 2019.¹⁷

Se detalla la totalidad de los miembros accionarios de Banco Santander Chile y con un número total de acciones circulantes de serie única que asciende a 188.446.126.794. Son transadas en la Bolsa de Comercio de Santiago y en el New York Stock Exchange (NYSE) como ADR's. Información obtenida a través de la memoria anual 2019 de Banco Santander Chile.

¹⁷ Fuente: Memoria Anual Banco Santander Chile 2019.

Razón Social o Nombre Accionista	N° Acciones	% Sobre Total
Santander Chile Holding S.A.	66.822.519.695	35,50%
Teatinos Siglo XXI Inversiones S.A.	59.770.481.573	31,70%
T Rowe Price Group Inc	4.925.701.200	2,60%
Standard Life Aberdeen PLC	3.716.450.000	2,00%
AFP Habitat S.A.	2.916.887.066	1,50%
Banco de Chile por cuenta de terceros	6.314.521.607	3,40%
Schroders PLC	2.755.972.800	1,50%
AFP Provida S.A.	2.498.414.222	1,30%
Vanguard Group Inc/The	2.404.530.695	1,30%
AFP Capital S.A.	2.111.056.412	1,10%
JPMorgan Chase & Co	1.940.978.400	1,00%
Itaú-Corpbanca por cta. de inversionistas	5.083.184.612	2,70%
Bco Santander por cta. de inversionistas extranjero.	4.571.196.533	2,40%
AFP Cuprum S.A.	1.298.142.588	0,70%
Banchile Corredores de Bolsa	1.219.522.255	0,60%
Harding Loevner LP	1.113.956.400	0,60%
Wells Fargo & Co	1.092.526.000	0,60%
B.C.I. Corredor de Bolsa S.A.	840.788.679	0,40%
Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa	809.744.704	0,40%
Renaissance Technologies LLC	806.210.800	0,40%
Santander Corredores de Bolsa Limitada	765.833.180	0,40%
AFP Modelo S.A.	755.936.113	0,40%
INCA Investments LLC	563.000.000	0,30%
FMR LLC	527.084.000	0,30%
USS Investment Management Ltd	526.869.600	0,30%
Morgan Stanley	486.296.813	0,30%
Dimensional Fund Advisors LP	466.870.800	0,20%
State Street Corp	443.735.078	0,20%
A F P Planvital S A	427.142.802	0,20%
AQR Capital Management LLC	407.518.000	0,20%
BlackRock Inc	376.796.000	0,20%
Btg Pactual Chile S.A. Corredores de Bolsa	345.251.421	0,20%
Valores Security S.A. Corredores de Bolsa	316.077.690	0,20%
Ariel Investments LLC	314.219.200	0,20%
Bice Inversiones Corredores de Bolsa S.A	310.148.814	0,20%
Driehaus Capital Management LLC	281.274.000	0,10%
Todd Asset Management LLC	260.487.200	0,10%
Parametric Portfolio Associates LL	222.464.000	0,10%
Otros 11.387 accionistas	7.636.335.842	4,00%
Total	188.446.126.794	100%

Benchmark de la Industria Bancaria versus Banco Santander Chile.

Se expresan dos entidades bancarias, Banco de Chile y Banco de Crédito e Inversiones para una comparación y/o similitud con Banco Santander Chile:

Nombre de la Empresa	Banco de Chile ¹⁸
Ticker o Nemo­técnico	Bolsa de Comercio de Santiago: CHILE
	Bolsa de Nueva York: BCH
Clase de Acción	SM-CHILE serie A, SM-CHILE serie B, SM-CHILE serie D y SM-CHILE serie E.
Derechos de cada Clase	Serie A: Acciones nominativas sin valor nominal.
	Serie B: acciones preferentes, Serie D: acciones preferentes y Serie E: acciones preferentes.
Mercado dónde transa sus acciones	Transa en el mercado local por intermedio de la Bolsa de Comercio de Santiago y en Nueva York por NYSE.
Descripción de la empresa	Banco de Chile se encuentra dentro del negocio de la banca comercial y está derivado a la entrega de servicios en los segmentos: Banca Minorista, Banca Mayorista, Tesorería y Filiales. Otorga productos crediticios y no crediticios.
Sector o Industria	Financiero
	Bancario
Negocio en que se encuentra	Banchile Securitizadora S.A.
	Banchile Adm. General de Fondo S.A.
	Banchile Asesoría Financiera S.A.
	Banchile Corredora de Bolsa S.A.
	Banchile Corredores de Seguros Ltda.

¹⁸ Fuente: www.sm-chile.cl

Nombre de la Empresa	Banco de Crédito e Inversiones
Ticker o Nemotécnico	Mercado local: BCI
Clase de Acción	Sólo presenta una clasificación de acción SMCHILE BCI
Derechos de cada Clase	Acciones comunes y preferentes
Mercado dónde transa sus acciones	Transa en la Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile
Descripción de la empresa	Es una corporación financiera privada, ofrece productos y servicios a personas, microempresas, empresas e instituciones a través de unidades de negocio.
Sector o Industria	Financiero
	Bancario
Negocio en que se encuentra	BCI Asesoría Financiera S.A.
	BCI Assent Management Adm. General de Fondos S.A.
	BCI Corredores de Seguros S.A.
	BCI Factoring S.A.
	BCI Securitizadora S.A.
	Servicios de Normalización y Cobranza, Normalizada S.A.
	BCI Corredores de Bolsa de Productos

Capítulo III: Descripción del financiamiento de Banco Santander Chile.

Banco Santander Chile al 31 de diciembre de 2019 ha presentado un financiamiento correspondiente del 56,15% en UF, un 19,23% en dólares, un 14,49% en pesos, un 5,83% de franco suizo, un 1,93% de euro, un 1,45% de dólar australiano , y 0,91% de yen. En la siguiente figura se expresa el monto en UF de las emisiones de bonos.

Figura 24: Financiamiento de Banco Santander Chile al 31 de diciembre de 2019 en base a sus colocaciones vigentes.

Moneda	moneda de emisión de deuda convertida en UF	emisiones de deuda en porcentaje.
UF	170.067.616	56,15%
US\$	58.256.499	19,23%
CHF \$	17.643.450	5,83%
\$	43.893.876	14,49%
AUD	4.406.509	1,45%
JPY	2.748.045	0,91%
EUR	5.853.350	1,93%
Total	302.869.346	100,00%

Fuente: Estado Financiero Banco Santander 2019.

Descripción de Emisión de Deuda de Banco Santander en UF que Determinan su Tasa de Costo de Deuda.

Se obtiene información de deuda de Banco Santander Chile a través de un terminal de Bloomberg, se puede apreciar monto, duration, tasa de emisión, frecuencia de pago. Entre la suma de las emisiones se considera que existe un monto de deuda al 31 de diciembre de 2019 por UF 248.821.919.

Se selecciona el bono con tasa 3,3% con frecuencia semestral y con vencimiento en octubre de 2021, esta tasa será utilizada para luego calcular el costo de capital.

Figura 25: Indicadores financieros de los bonos en UF emitidos por Banco Santander Chile al 31 Diciembre de 2019.

Nemotécnico	Tipo Deuda	Entidad	Divisa	Nominal	Outstanding Nominal USD	Año Emisión	Fecha Valor	Fecha Vto.	Call	Año Vto.	Tipo Cupón	Cupón	Frecuencia
BSTDH10799	Senior	CHILE	UF	466.450	19,05	1999	01-10-99	01-07-21	Non-Callable	2021	Fijo	5,50%	SEMESTRAL
BSTGL-5GC	Senior	CHILE	UF	88.414	3,60	1999	17-12-04	15-01-19	Non-Callable	2019	Fijo	5,50%	SEMESTRAL
USTD-M0301	Subordinado	CHILE	UF	5.000.000	201,89	2001	08-09-06	01-09-26	Non-Callable	2026	Fijo	4,80%	SEMESTRAL
USTD-X1107	Subordinado	CHILE	UF	2.000.000	80,00	2007	01-12-07	02-11-32	Non-Callable	2032	Fijo	4,00%	SEMESTRAL
USTD-Z1207	Subordinado	CHILE	UF	2.000.000	45,42	2007	01-12-07	01-12-32	Non-Callable	2032	Fijo	0,00%	ANUAL
BSTD-Y20208	Senior	CHILE	UF	3.000.000	68,96	2008	01-04-08	01-02-33	Non-Callable	2033	Fijo	0,00%	ANUAL
USTDG10508	Subordinado	CHILE	UF	3.000.000	119,99	2008	01-07-08	02-05-33	Non-Callable	2033	Fijo	3,90%	SEMESTRAL
USTDG20908	Subordinado	CHILE	UF	3.000.000	121,13	2008	01-06-10	01-03-38	Non-Callable	2038	Fijo	4,80%	SEMESTRAL
USTDG40710	Subordinado	CHILE	UF	3.000.000	121,55	2010	01-08-10	01-07-40	Non-Callable	2040	Fijo	3,90%	SEMESTRAL
BSTDFC0810	Senior	CHILE	UF	4.000.000	161,96	2010	12-08-10	01-08-24	Non-Callable	2024	Fijo	4,50%	SEMESTRAL
USTDG30710	Subordinado	CHILE	UF	3.000.000	121,55	2010	01-03-11	01-07-35	Non-Callable	2035	Fijo	3,90%	SEMESTRAL
USTDG50411	Subordinado	CHILE	UF	4.000.000	160,53	2011	01-08-11	01-04-31	Non-Callable	2031	Fijo	3,90%	SEMESTRAL
BSTDE30111	Senior	CHILE	UF	4.000.000	161,75	2011	01-09-11	01-07-19	Non-Callable	2019	Fijo	3,50%	SEMESTRAL
BSTDE60412	Senior	CHILE	UF	4.000.000	160,37	2012	15-06-12	01-04-22	Non-Callable	2022	Fijo	3,50%	SEMESTRAL
HSTDA0713	Hipotecario	CHILE	UF	2.153.898	86,97	2013	01-08-13	01-07-28	Callable	2028	Fijo	3,20%	SEMESTRAL
BSTDE90113	Senior	CHILE	UF	2.000.000	80,92	2013	28-11-13	01-01-23	Non-Callable	2023	Fijo	3,60%	SEMESTRAL
BSTDEC0913	Senior	CHILE	UF	2.000.000	80,41	2013	28-11-13	01-09-23	Non-Callable	2023	Fijo	3,50%	SEMESTRAL
USTDH10411	Subordinado	CHILE	UF	4.000.000	160,53	2011	13-12-13	01-04-41	Non-Callable	2041	Fijo	3,90%	SEMESTRAL
BSTDED0114	Senior	CHILE	UF	2.000.000	80,88	2014	28-08-14	01-01-21	Non-Callable	2021	Fijo	3,50%	SEMESTRAL
HSTDA80414	Hipotecario	CHILE	UF	1.201.158	48,12	2014	01-09-14	01-04-32	Callable	2032	Fijo	3,20%	SEMESTRAL
BSTDEF0114	Senior	CHILE	UF	2.400.000	97,00	2014	29-10-14	01-01-24	Non-Callable	2024	Fijo	3,40%	SEMESTRAL
BSTD580714	Senior	CHILE	UF	5.000.000	201,35	2014	11-12-14	01-07-19	Non-Callable	2019	Fijo	2,65%	SEMESTRAL
BSTD5A0714	Senior	CHILE	UF	5.000.000	201,70	2014	16-12-14	01-07-24	Non-Callable	2024	Fijo	3,00%	SEMESTRAL
BSTD5F1014	Senior	CHILE	UF	3.000.000	120,13	2014	19-02-15	01-04-20	Non-Callable	2020	Fijo	3,00%	SEMESTRAL
BSTD5G1014	Senior	CHILE	UF	3.000.000	120,22	2014	26-02-15	01-10-25	Non-Callable	2025	Fijo	3,30%	SEMESTRAL
BSTD60315	Senior	CHILE	UF	3.000.000	120,12	2015	04-06-15	01-03-20	Non-Callable	2020	Fijo	2,25%	SEMESTRAL
BSTD680315	Senior	CHILE	UF	3.000.000	120,12	2015	04-06-15	01-09-20	Non-Callable	2020	Fijo	2,25%	SEMESTRAL
BSTD670315	Senior	CHILE	UF	3.000.000	120,18	2015	04-06-15	01-09-22	Non-Callable	2022	Fijo	2,25%	SEMESTRAL
BSTD690315	Senior	CHILE	UF	5.000.000	200,44	2015	03-11-15	01-09-25	Non-Callable	2025	Fijo	2,60%	SEMESTRAL
BSTD610915	Senior	CHILE	UF	15.000.000	601,12	2015	15-02-16	01-03-21	Non-Callable	2021	Fijo	2,50%	SEMESTRAL
BSTD630915	Senior	CHILE	UF	10.000.000	401,40	2015	15-03-16	01-03-26	Non-Callable	2026	Fijo	3,00%	SEMESTRAL
BSTD620915	Senior	CHILE	UF	10.000.000	400,88	2015	16-03-16	01-03-23	Non-Callable	2023	Fijo	2,60%	SEMESTRAL
BSTD61215	Senior	CHILE	UF	7.000.000	278,82	2015	07-04-16	01-12-24	Non-Callable	2024	Fijo	2,65%	SEMESTRAL
BSTD651215	Senior	CHILE	UF	7.000.000	278,80	2015	14-07-16	01-12-22	Non-Callable	2022	Fijo	2,55%	SEMESTRAL
BSTD050216	Senior	CHILE	UF	5.000.000	200,71	2016	06-09-16	01-02-22	Non-Callable	2022	Fijo	2,40%	SEMESTRAL
BSTD020216	Senior	CHILE	UF	5.000.000	200,59	2016	04-10-16	01-08-20	Non-Callable	2020	Fijo	2,25%	SEMESTRAL
BSTD090216	Senior	CHILE	UF	5.000.000	200,88	2016	04-01-17	01-02-24	Non-Callable	2024	Fijo	2,60%	SEMESTRAL
BSTD130216	Senior	CHILE	UF	5.000.000	201,00	2016	13-01-17	01-02-26	Non-Callable	2026	Fijo	2,75%	SEMESTRAL
BSTD150216	Senior	CHILE	UF	5.000.000	201,21	2016	01-02-18	01-08-28	Non-Callable	2028	Fijo	3,00%	SEMESTRAL
BSTD110216	Senior	CHILE	UF	5.000.000	200,92	2016	06-02-18	01-02-25	Non-Callable	2025	Fijo	2,65%	SEMESTRAL
BSTD010216	Senior	CHILE	UF	4.000.000	160,44	2016	01-03-18	01-02-20	Non-Callable	2020	Fijo	2,20%	SEMESTRAL
BSTD120216	Senior	CHILE	UF	5.000.000	200,96	2016	17-05-18	01-08-25	Non-Callable	2025	Fijo	2,70%	SEMESTRAL
BSTD040216	Senior	CHILE	UF	4.000.000	160,54	2016	28-08-18	01-08-21	Non-Callable	2021	Fijo	2,35%	SEMESTRAL
BSTD061118	Senior	CHILE	UF	5.000.000		2018	08-05-19	01-05-29	Non-Callable	2029	Fijo	1,70%	SEMESTRAL
BSTD100216	Senior	CHILE	UF	4.990.000		2016	01-04-19	01-08-24	Non-Callable	2024	Fijo	2,60%	SEMESTRAL
BSTD070216	Senior	CHILE	UF	5.000.000		2016	01-02-19	01-02-23	Non-Callable	2023	Fijo	2,50%	SEMESTRAL
BSTD080216	Senior	CHILE	UF	5.678.000		2016	30-01-19	01-08-23	Non-Callable	2023	Fijo	2,50%	SEMESTRAL
BSTD140216	Senior	CHILE	UF	6.905.000		2016	24-01-19	01-02-27	Non-Callable	2027	Fijo	2,80%	SEMESTRAL
BSTD040216	Senior	CHILE	UF	2.587.000		2016	28-08-18	01-08-21	Non-Callable	2021	Fijo	2,35%	SEMESTRAL
BSTD120216	Senior	CHILE	UF	5.000.000		2016	17-05-18	01-08-25	Non-Callable	2025	Fijo	2,70%	SEMESTRAL
BSTD110216	Senior	CHILE	UF	5.000.000		2016	06-02-18	01-02-25	Non-Callable	2025	Fijo	2,65%	SEMESTRAL
BSTD150216	Senior	CHILE	UF	5.000.000		2016	01-02-18	01-08-28	Non-Callable	2028	Fijo	3,00%	SEMESTRAL
BSTD090216	Senior	CHILE	UF	5.000.000		2016	04-01-17	01-02-24	Non-Callable	2024	Fijo	2,60%	SEMESTRAL
BSTD020216	Senior	CHILE	UF	3.522.000		2016	04-10-16	01-08-20	Non-Callable	2020	Fijo	2,25%	SEMESTRAL
BSTD050216	Senior	CHILE	UF	4.038.000		2016	06-09-16	01-02-22	Non-Callable	2022	Fijo	2,40%	SEMESTRAL
BSTDED0114	Senior	CHILE	UF	1.792.000		2014	28-08-14	01-01-21	Non-Callable	2021	Fijo	3,50%	SEMESTRAL
BSTDE90113	Senior	CHILE	UF	2.000.000		2013	28-11-13	01-01-23	Non-Callable	2023	Fijo	3,60%	SEMESTRAL
BSTDEC0913	Senior	CHILE	UF	2.000.000		2013	28-11-13	01-09-23	Non-Callable	2023	Fijo	3,50%	SEMESTRAL
BSTDE60412	Senior	CHILE	UF	4.000.000		2012	15-06-12	01-04-22	Non-Callable	2022	Fijo	3,50%	SEMESTRAL
BSTD-Y20208	Senior	CHILE	UF	3.000.000		2008	01-04-08	01-02-33	Non-Callable	2033	Fijo	0,00%	SEMESTRAL

Fuente: Bloomberg.

Capítulo IV: Estructura de Capital de Banco Santander Chile.

Deuda Financiera en Miles de Millones de UF.

Para estimar el costo de capital necesitaremos depurar en detalle el financiamiento de Banco Santander, para lo cual se considerarán sólo los pasivos que pagan intereses durante el periodo de 2015 a 2019, expresados en miles de millones de UF.

Figura 26: Se detallan los pasivos circulantes y no circulantes que devengan intereses.

Pasivos Circulantes en miles de millones de UF					
Períodos Anuales	2015	2016	2017	2018	2019
Depósitos y otras obligaciones a la vista	287,02	286,14	289,88	317,11	363,34
Operaciones con liquidación en curso	18,03	10,95	18,16	5,91	7,00
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	5,61	8,06	10,00	1,76	13,42
Depósitos y otras captaciones a plazo	475,35	499,15	444,58	474,06	466,01
Total Deuda Financiera Circulante	786,01	804,31	762,62	798,85	849,77

Pasivos No Circulantes en miles de millones de UF					
Períodos Anuales	2015	2016	2017	2018	2019
Contratos de derivados financieros	111,69	87,00	79,84	91,34	261,06
Obligaciones con bancos	51,02	72,73	63,38	64,89	89,00
Instrumentos de deuda emitidos	232,43	278,06	264,71	294,40	335,60
Otras obligaciones financieras	8,60	9,11	9,03	7,81	8,00
Total Deuda Financiera No Circulante	403,75	446,90	416,95	458,43	693,66

Fuente: Elaboración propia. Información obtenida a través de los estados financieros anuales de Banco Santander Chile.

Los pasivos de Banco Santander se han mantenido constante durante los años, para lo cual podemos resumir como deuda financiera en miles de millones de UF¹⁹:

Figura 27: Resumen de los pasivos circulantes y no circulantes.

Deuda Financiera en miles de millones de UF	2015	2016	2017	2018	2019
Otros Pasivos Financieros (circulante)	786,01	804,31	762,62	798,85	849,77
Otros Pasivos Financieros (no circulante)	403,75	446,90	416,95	458,43	693,66
Total Pasivos Financieros	1.189,76	1.251,21	1.179,58	1.257,28	1.543,43

¹⁹ Valor UF obtenido por SII, último día hábil anual.

Valor Económico del Patrimonio

El patrimonio económico de Banco Santander calculado entre el 2015 y el 2019 detalla la cantidad de acciones circulante que presenta la entidad bancaria, su precio accionario al último día hábil anual, monto total de su activo bursátil en pesos y dólar. Teniendo estos antecedentes, podemos obtener el resultado esperado para próximamente utilizar en la estructura de capital.

La fórmula para la obtención del patrimonio económico es:

Valor Económico del Patrimonio = (Nº de Acciones) * (Precio de la Acción).

Figura 28: detalle de cálculo de patrimonio económico entre 2015 al 2019.

	Patrimonio Económico				
	2015	2016	2017	2018	2019
Nº de acciones	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794	188.446.126.794
Precio \$	\$ 32	\$ 37	\$ 49	\$ 52	\$ 44
Monto total activo bursátil	\$ 5.990.702.370.781	\$ 7.021.502.684.344	\$ 9.277.202.822.069	\$ 9.740.780.293.982	\$ 8.329.318.804.295
Total USD	8.469.339.173	10.522.415.568	15.079.488.349	14.001.610.335	11.185.999.307
Valor Económico del Patrimonio UF	233.746.199	266.491.119	346.188.311	353.364.815	294.218.879

Fuente: Memoria anual de Banco Santander Chile y Bolsa de Comercio de Santiago.

Valor del patrimonio económico en pesos es convertido a UF dado que la valoración se está trabajando en UF en cada uno de sus cálculos, por lo que se utilizó el valor de la moneda correspondiente al último día hábil de cada año, información entregada por el Servicio de Impuestos Internos.

Estructura de Capital Objetivo.

Se presume que la estructura de capital en el modelo de Modigliani y Miller (1963) no cambia a través del tiempo. La relación entre deuda-valor de activos o deuda-patrimonio son constantes, por lo que mientras la estructura de capital no varíe en el tiempo, el costo de capital promedio ponderado es un buen estimador para los activos de la empresa, pero recordemos que el sector bancario y/o financiero debe ser valorizado por el método de valoración de flujo de caja de los accionistas.

Para calcular la estructura de capital objetivo de Banco Santander Chile utilizaremos como supuesto que la deuda financiera es igual a la deuda de mercado, para lo cual consideraremos:

- **Razón de endeudamiento de la empresa (B/V):** corresponde a la deuda financiera sobre el valor de la empresa, equivalente a la suma del patrimonio económico más la deuda financiera.
- **Razón de patrimonio a valor de empresa (P/V):** corresponde a la suma del patrimonio económico sobre el valor de la empresa.
- **Razón de deuda a patrimonio de la empresa (B/P):** Corresponde a la deuda financiera que está cubierta por el patrimonio, la cual ha generado fluctuaciones durante los años, tanto al alza como a la baja.

Estructura de Capital (miles de millones de UF)					
	2015	2016	2017	2018	2019
B	1.244,26	1.294,54	1.220,09	1.302,76	1.664,00
P	233,75	266,49	346,19	353,36	294,22
V	1.478,01	1.561,03	1.566,28	1.656,13	1.958,22

Los resultados de cada una de las razones se mantienen relativamente constante en el tiempo. En palabras simple, la estructura de capital objetivo nos sirve para determinar la mezcla de deuda a largo plazo y de capital que la empresa ha destinado para financiar sus operaciones. En Banco Santander Chile, el mayor porcentaje de financiamiento está dado por deuda, la cual ha tenido una tendencia al alza durante el último año.

Capítulo V: Estimación de Tasa Costo Patrimonial de Banco Santander Chile.

En este capítulo se calcula la tasa de costo patrimonial, la cual fue 7,8%. Esta tasa es utilizada para descontar el flujo de caja de los accionistas, se asume una tasa de libre de riesgo de 1,5%, un premio por riesgo de 6,26% y un beta del patrimonio real de 1,0. En la industria bancaria y de instituciones financieras las valorizaciones son descontadas directamente por el costo patrimonial, el cual es calculado por CAPM, corresponde al costo que exige el accionista para atender una inversión. Para un efecto de referencia académica se ha calculado el Costo de Capital Promedio Ponderado, WACC por sus siglas en inglés. El WACC no se emplea para descontar flujos de valorización de bancos e instituciones financieras porque no tienen activos.

Descripción de la Metodología Empleada en la Determinación de Tasa de Costo del Patrimonio (CAPM) y Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC).

Para realizar el cálculo de la tasa de costo patrimonial de Banco Santander Chile y WACC se ha utilizado la siguiente metodología:

- Se utiliza tasa libre de riesgo (R_f) de 1,5% (BCU-30 a diciembre 2019).
- Premio por riesgo de mercado ($R_m - R_f$) es de 6,26% en base a las indicaciones para realizar valoración del presente trabajo.
- Se utiliza una tasa de costo de deuda (K_b) de 3,3%, mayor tasa en la emisión de bono del banco.
- Se ha calculado el beta de acción a través de una regresión lineal entre Banco Santander Chile y el IGPA, se tomaron los años desde 2015 a 2019. Siendo la fuente de información Yahoo Finance.

- El beta de la acción se ha determinado utilizando 5 años de base histórica en la regresión lineal. Posteriormente, se requiere que este beta sea desapalancado a la estructura de capital y después apalancar a la estructura de capital objetivo de Banco Santander Chile.
- El Costo del patrimonio, tasa con la cual se descontará el flujo de caja de los accionistas se determina por la siguiente formula:

$$(k_p) = R_f + PRM * \beta_p^{\frac{C}{D}}$$

Se detalla:

k_p = costo patrimonial

R_f = tasa libre de riesgo, otorgada en pauta para realizar valoración

PRM = premio por riesgo de mercado, otorgado por pauta para realizar valoración

$\beta_p^{\frac{C}{D}}$ = beta de la acción de Banco Santander

Estimación del Beta (β) Patrimonial.

Se realiza cálculo de los retornos semanales de los dos últimos años para la acción de Banco Santander Chile y el índice del mercado chileno que corresponde al Índice General de Precios de Acciones, también conocido por su sigla IGPA²⁰, es uno de los principales índices de la Bolsa de Comercio de Santiago y principales indicadores del mercado accionario chileno, dado que es de carácter patrimonial por la cobertura de amplitud que tiene este índice versus el IPSA, es un portafolio diversificado y cubre al mercado de mejor forma para estimar el modelo de mercado, calculándose de la siguiente forma: $(R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon)$.

²⁰ Fuente: Yahoo Finance.

α : Retorno de la acción de Banco Santander Chile

R_{it} : Retorno semanal del precio de la acción de Banco Santander Chile

R_{mt} : Retorno semanal del índice del mercado chile, IGPA

ε : Error del modelo

Teniendo los datos mencionados anteriormente, donde se considera la información hasta diciembre de 2019, se generó una regresión lineal por cada año, para lo cual se obtuvieron los siguientes resultados:

Figura 29: Regresión lineal anual

	2016	2017	2018	2019
Beta de la Acción	1,25	0,97	0,98	0,60
P- Value (significancia)	0,07	0,43	1,30	1,10
Presencia Bursatil	100%	100%	100%	100%

Todos los valores obtenidos a través de la regresión lineal son comparables porque Banco Santander Chile tiene presencia bursátil al 100%. No obstante, considerando que el Beta a diciembre de 2019 es bajo respecto a los años anteriores, se promedió el Beta con los años anteriores para un resultado más ajustado, es decir, Beta promedio de la acción de Banco Santander Chile, $\beta_P^{C/D}{}_{acción} = 1,07$.

El beta (β) de la acción sólo captura el riesgo operacional del banco y en el caso de presentar deuda también reflejará su riesgo financiero.

Estimación de Costo de Capital de Banco Santander Chile.

Para la estimación de costo de capital de Banco Santander Chile se han considerado los siguientes datos del mercado:

$$R_f = 1,5\%$$

$$PRM = 6,26\%^{21}$$

$$\text{Tasa Impuesto} = 27\%$$

Costo de la Deuda (k_b).

Banco Santander Chile tiene una variedad de bonos emitidos tanto en moneda local como extranjera, para el costo de la deuda se considera la tasa más alta con el mayor plazo correspondiente a un bono de renta fija en UF, emitido en 1999 con una tasa de 3,3% y con fecha de vencimiento para octubre de 2021. El promedio de las tasas de los bonos emitidos es 2,96%. Entonces, consideramos a $k_b = 3,3\%$.

El costo de deuda corresponde al costo que tiene la entidad por pedir prestado un financiamiento o crédito, es decir, es lo que debe pagar en un determinado plazo de tiempo.

Beta de la Deuda (β_b).

Utilizando CAPM, $\beta_b = \frac{k_b - R_f}{PRM}$, se determina el beta de la deuda (β_b), corresponde al siguiente desarrollo:

$$\beta_b = \frac{3,30\% - 1,5\%}{6,26\%}$$
$$\beta_b = 0,29$$

²¹ Fuente: premios por riesgo de mercado provisto por Damodaran.

Ahora que tenemos el beta de la deuda (β_b) podremos calcular el beta patrimonial sin deuda.

$$\text{Beta } (\beta) \text{ de la Acción } \left(\beta_p^{C/D} \right)$$

De acuerdo a lo calculado anteriormente, hemos registrado que el Beta (β) a diciembre de 2019 es 0,60, pero está fuera de parámetro respecto a los años anteriores, para lo cual se ha obtenido un promedio de los últimos betas, obteniendo $\beta = 1,07$.

$$\text{Beta } (\beta) \text{ Patrimonial sin Deuda } \left(\beta_p^{S/D} \right)$$

Se desapalanca el β de la acción, el que fue calculado en el paso anterior, se realiza por intermedio de la ecuación de Rubinstein:

$$\left(\beta_p^{C/D} \right) = \beta_p^{S/D} * \left(1 + (1 - \text{tasa impuesto}) * \frac{B}{P^{C/D}} \right) - \beta_b * (1 - \text{tasa impuesto}) * \frac{B}{P^{C/D}}$$

Se detalla:

$\beta_p^{C/D} = 1,07$ calculado en el presente capítulo, beta patrimonial con deuda.

T_c = Tasa de impuesto, la cual equivale al 27% por normativa chilena para todas las empresas.

$(B/P) = 5,6557$, equivalente a la estructura histórica de la deuda sobre patrimonio.

Figura 30: Detalle de deuda sobre patrimonio histórica de Banco Santander Chile.

Estructura de Capital Objetivo	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
B/V (Deuda Financiera/Valor Empresa)	84,19%	82,93%	77,90%	78,66%	84,98%	81,73%
P/V (Patrimonio economico / Valor Empresa)	15,81%	17,07%	22,10%	21,34%	15,02%	18,27%
B/P (Deuda Financiera/ Patrimonio economico)	532,31%	485,77%	352,44%	368,67%	565,57%	460,95%

Fuente: Elaboración propia. Estados financieros anuales de Banco Santander Chile.

El beta patrimonial sin deuda se calcula de la siguiente manera:

$$\left(\beta_p^{S/D}\right) = \frac{\beta_p^{C/D} + (1 - TC) * \frac{B}{P^{C/D}} * \beta_b}{\left(1 + (1 - \text{tasa impuesto}) * \frac{B}{P^{C/D}}\right)}$$

$$\left(\beta_p^{S/D}\right) = \frac{1,07 + (1 - 27\%) * 5,6557 * 0,29}{(1 + (1 - 27\%) * 5,6557)}$$

$$\left(\beta_p^{S/D}\right) = 0,72$$

Teniendo el resultado del beta patrimonial sin deuda, se procederá apalancando para obtener el beta patrimonial con deuda a través de la estructura de capital objetivo.

Beta (β) Patrimonial con Deuda $\left(\beta_p^{\frac{C}{D}}\right)$

El beta patrimonial con deuda mide el riesgo sistemático operacional y financiero, enfrenta a los accionistas al momento de invertir su patrimonio en la entidad financiera que financia parte de sus operaciones con deuda.

Se apalanca el beta patrimonial sin deuda, considerando la siguiente ecuación:

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = \beta_p^{S/D} * \left(1 + (1 - \text{tasa impuesto}) \frac{B}{P^{C/D}}\right) - \beta_b * (1 - \text{tasa impuesto}) * \frac{B}{P^{C/D}}$$

Reemplazando:

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = 0,72 * (1 + (1 - 27\%) * 4,6095) - 0,64 * (1 - 27\%) * 4,6095$$

$$\left(\beta_p^{C/D}\right) = 1,00$$

Costo Patrimonial (k_p)

Utilizando la fórmula de CAPM y $\beta_p^{C/D}$ se obtendrá el costo patrimonial de Banco Santander Chile con la siguiente ecuación:

$$(k_p) = R_f + PRM * \beta_p^{\frac{C}{D}}$$

Se detalla:

k_p = Costo patrimonial, tasa que se utilizará para descontar los flujo de caja de Banco Santander Chile.

R_f = Tasa libre de riesgo

PRM = Premio por riesgo de mercado

$\beta_p^{\frac{C}{D}}$ = Beta patrimonial con deuda

Reemplazando:

$$(k_p) = 1,5\% + 6,26\% * 0,95$$

$$(k_p) = 7,5\%$$

Costo de Capital Promedio Ponderado(K_0), WACC.

Para efectos académicos se ha calculado la tasa WACC, debido a que en la industria financiera no se emplea en los métodos de valorización. La tasa WACC se utiliza para descuento en los flujos de empresas de bienes y servicios que presenten activos. Los bancos y las entidades financieras utilizan el costo patrimonial. Se obtiene un resultado de 4,5% empleando la proporción de deuda/patrimonio de Banco Santander a los valores de mercado debido a que el negocio principal consta de la emisión de deuda.

El costo de capital promedio ponderado, conocido como WACC por sus siglas en inglés, se desarrolla a través de la siguiente fórmula:

$$(K_0) = k_b * (1 - \text{tasa impuesto}) * \frac{B}{V} + k_p * \frac{P}{V}$$

$$(K_0) = \text{WACC} = 3,3\% * (1 - 0,27) * 0,8173 + 0,075 * 0,1502$$

$$(K_0) = 3,1\%$$

Capítulo VI: Análisis Financiero de Banco Santander Chile y de la Industria Financiera.

Para analizar un proyecto bancario del sector financiero en Chile, se necesita indagar respecto a su industria y participación de mercado de cada uno de los Bancos, recordemos que durante el 2018, se procedió con la venta de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), el cual fue absorbido por Banco Scotiabank Chile, quedando en aquella oportunidad en el mercado sólo 20 bancos. A la fecha en la industria chilena bancaria se encuentran vigentes sólo 16. Estas entidades son fiscalizadas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Además, debemos tener presente que los bancos están agrupados en una organización gremial llamada Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A. G. (ABIF).

Durante el año 2019, las mayores participaciones de mercado en colocaciones estuvo en Banco Santander con 18,2%, Banco de Chile con un 17% y Banco Scotiabank con un 14, 1% de participación de mercado en colocaciones.

Banco Santander es el banco que hoy lidera las colocaciones en el mercado financiero con un 18,2% participación de mercado. Sin embargo, Banco Santander Chile ha obtenido el segundo lugar con un 17%.

Debemos considerar que en términos de cartera vencida por colocaciones los bancos que han presentado mejores resultados son: BCI con 1,34%, Banco de Chile con 1,37% y en tercer lugar se encuentra Security con 1,55%.

Crecimiento Real por Producto de Banco Santander.

Dentro de las opciones de crecimiento de Banco Santander, se consideran las colocaciones comerciales, aquí encontramos los créditos de estudios superiores, operaciones de leasing, colocaciones para vivienda donde se segmentan los mutuos hipotecarios, préstamos con letras de crédito, y consumo en cuotas, tarjetas de créditos,

entre otras operaciones comerciales, para lo cual, podemos determinar el nivel de colocación anual detallado por segmento de producto que ha producido en la industria financiera. Además, se ha generado una variación positiva entre un año y otro, debemos tener en cuenta que Banco Santander Chile durante el 2018 y el 2019 se posicionó en el segundo lugar a nivel nacional en el sector bancario.

Figura 31: Detalle de las colocaciones por segmento de producto de Banco Santander Chile desde 2014 a 2019.

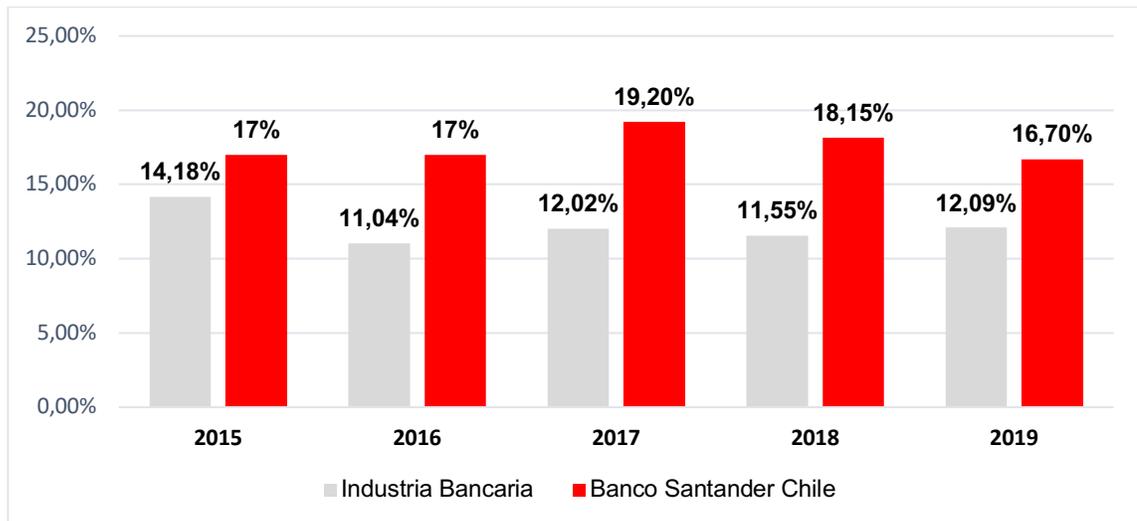
Cifras en miles de millones de pesos	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Colocaciones comerciales	12.330.300	13.326.361	13.867.465	13.908.642	13.631.904	14.123.361
Colocaciones para vivienda	6.632.031	7.812.850	8.619.356	9.096.895	9.678.316	10.733.871
Colocaciones de consumo	3.918.375	4.150.671	4.446.803	4.557.692	4.601.694	5.258.137
Total Colocaciones	22.880.706	25.289.882	26.933.624	27.563.229	29.153.327	30.115.369
Var.% Colocaciones		10,53%	6,50%	2,34%	5,77%	3,30%

Fuente: Elaboración propia, información obtenida por Memoria Anual de Banco Santander Chile.

Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) de Banco Santander Chile versus el ROE de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.

La siguiente figura contiene información consolidada de la industria bancaria versus Banco Santander Chile, donde se compara el ROE en periodos anuales desde 2015 a 2019. Se observa que en el último periodo anual correspondiente al año 2019 Banco Santander Chile presentó un ROE de 16,7% comparado con la industria que fue de 12,09%.

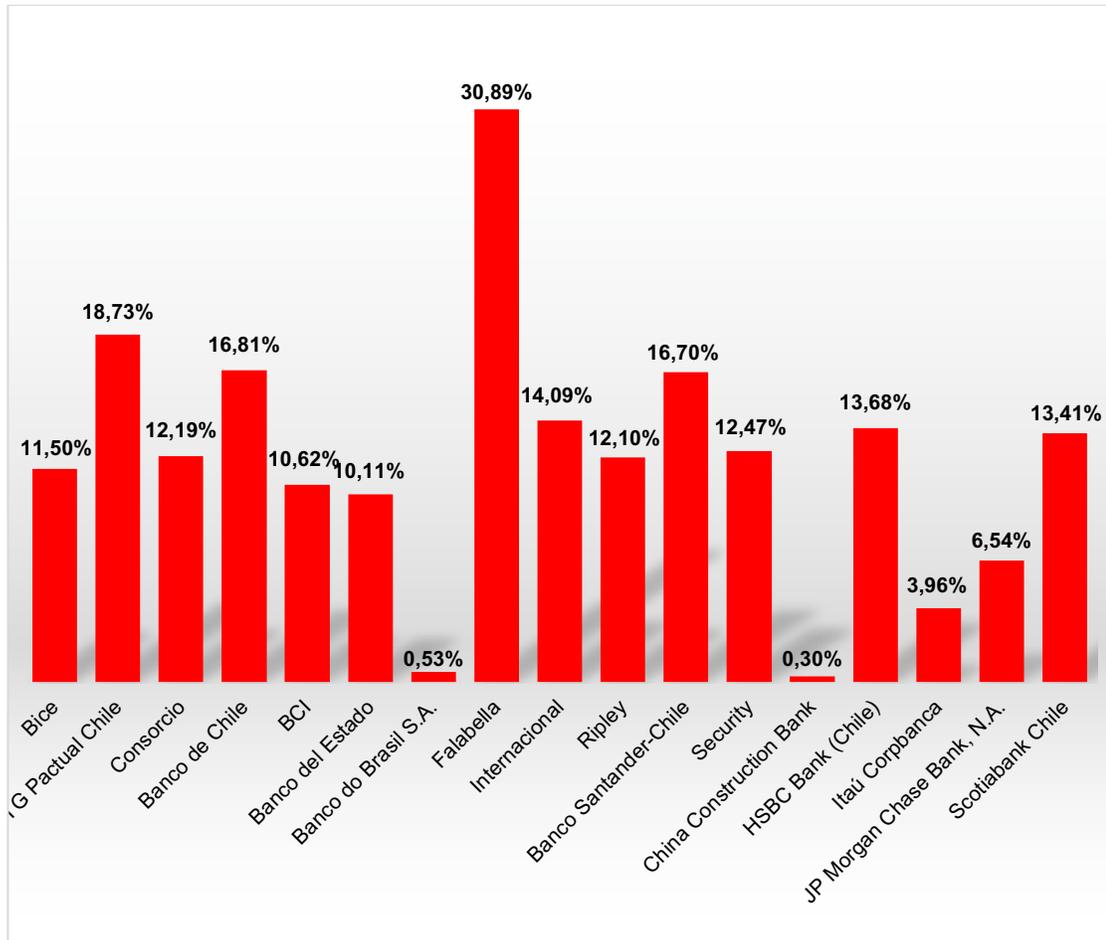
Figura 32: ROE histórico de Banco Santander Chile y la industria bancaria consolidada entre los años 2015 a 2019.



Fuente: Elaboración propia, información obtenida por estados financieros anual de Banco Santander Chile y Reporte Mensual de Comisión para el Mercado Financiero.

En la siguiente figura se detalla el ROE de las instituciones financieras chilenas durante el año 2019. Falabella es la institución con mayor rentabilidad sobre el patrimonio, pero si comparamos con Banco de Crédito Inversiones que es el banco que durante el 2019 tuvo el primer lugar en colocaciones, a la misma fecha logró un ROE de 10,62%, es decir, Banco Santander Chile, durante el periodo 2019 siendo el segundo mejor en colocaciones, obtuvo una rentabilidad sobre el patrimonio mejor evaluada.

Figura 33: ROE de la industria financiera consolidada para el año 2019.



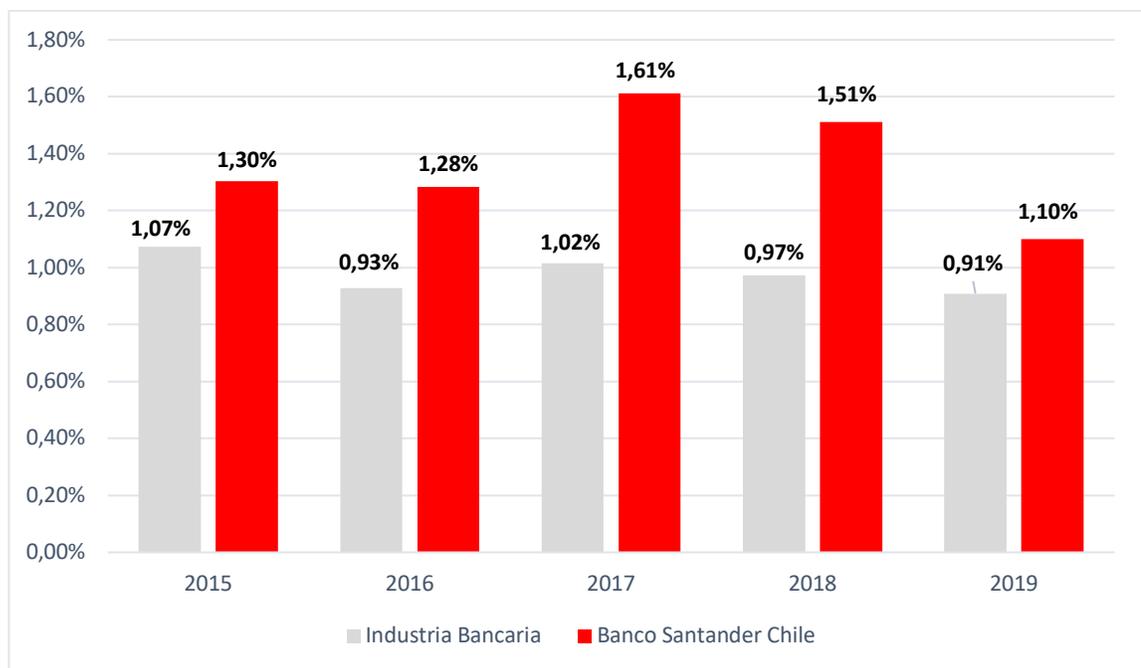
Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario de la Comisión para el Mercado Financiero.

Rentabilidad Operacional sobre Activos (ROA) de Banco Santander Chile versus el ROA de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.

Se detalla el resultado operacional neto sobre activo de Banco Santander Chile versus el resultado de la industria financiera entre los años 2015 a 2019. Banco Santander ha presentado durante estos últimos cinco años un ROA superior al de la industria, dado que ha mantenido y mejorado sus indicadores financieros, a pesar que su nivel de colocación en el 2018 y 2019 fue superado por Banco de Crédito de Inversiones.

Se considera que durante el último trimestre del 2019 todas las industrias a nivel país se vieron afectadas debido al estallido social, lo que paralizó o disminuyó los flujos de negocios, afectando a su vez también al sector bancario.

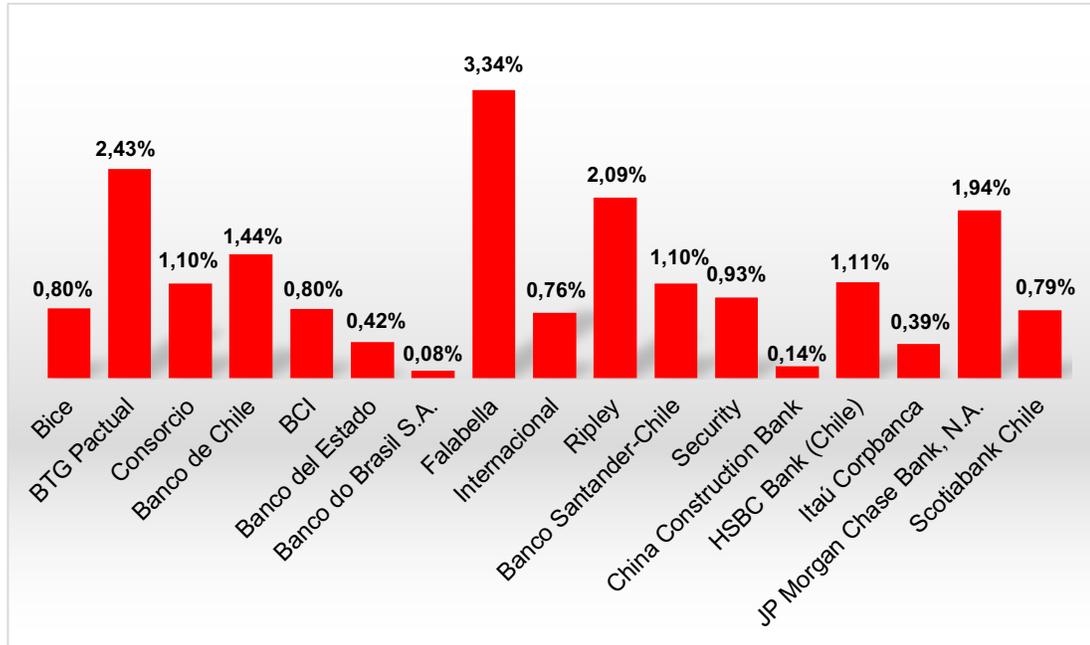
Figura 34: ROA histórico de Banco Santander Chile y la industria bancaria consolidada entre los años 2015 a 2019.



Fuente: Elaboración propia, información obtenida por estados financieros anual de Banco Santander Chile y Reporte Mensual de Comisión para el Mercado Financiero.

Banco Santander Chile se ha comparado con la industria bancaria que son los bancos que tienen sus características similares en crecimiento. Podemos mencionar que Banco de Crédito e Inversiones que es el banco con el primer lugar en colocaciones tiene un ROA de 0,80% y Banco de Chile con el tercer lugar en colocaciones, tiene un ROA de 1,44%, mientras que Banco Santander Chile tuvo un ROA de 1,1%.

Figura 35: ROA de la industria financiera consolidada para el año 2019.

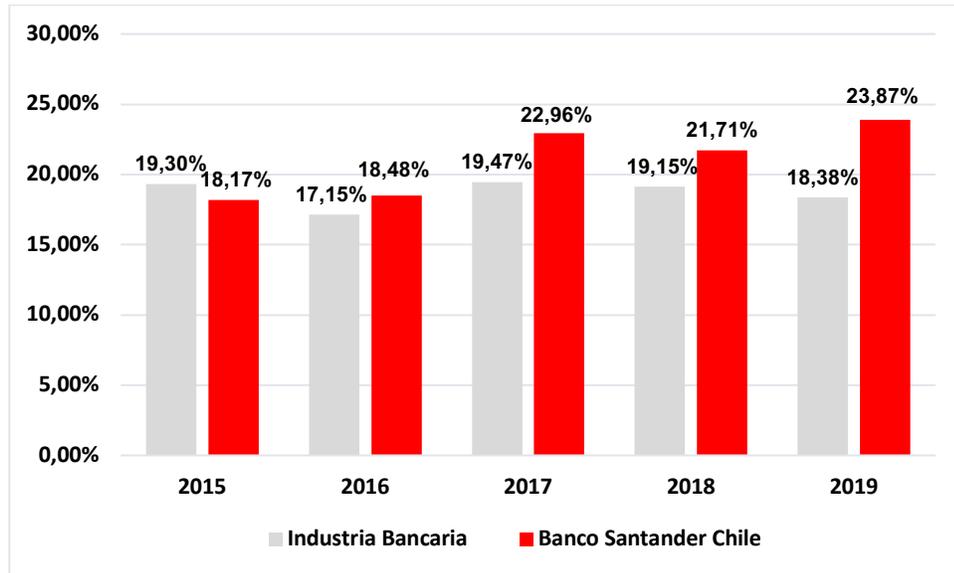


Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario de la Comisión para el Mercado Financiero.

Margen neto de Banco Santander Chile y de la Industria Bancaria Consolidada a diciembre de 2019.

En la figura de a continuación se expresa el consolidado histórico de la industria bancaria entre los años 2015 al 2019 del margen neto versus Banco Santander Chile. Podemos apreciar que Banco Santander está levemente más alto que el sector industrial, esto significa que tiene una mayor rentabilidad. Entre los últimos cinco años el margen neto de la industria bancaria consolidado estuvo entre 17,15% y 19,47, mientras que Banco Santander su rango fue de 18,17% a 23,87%.

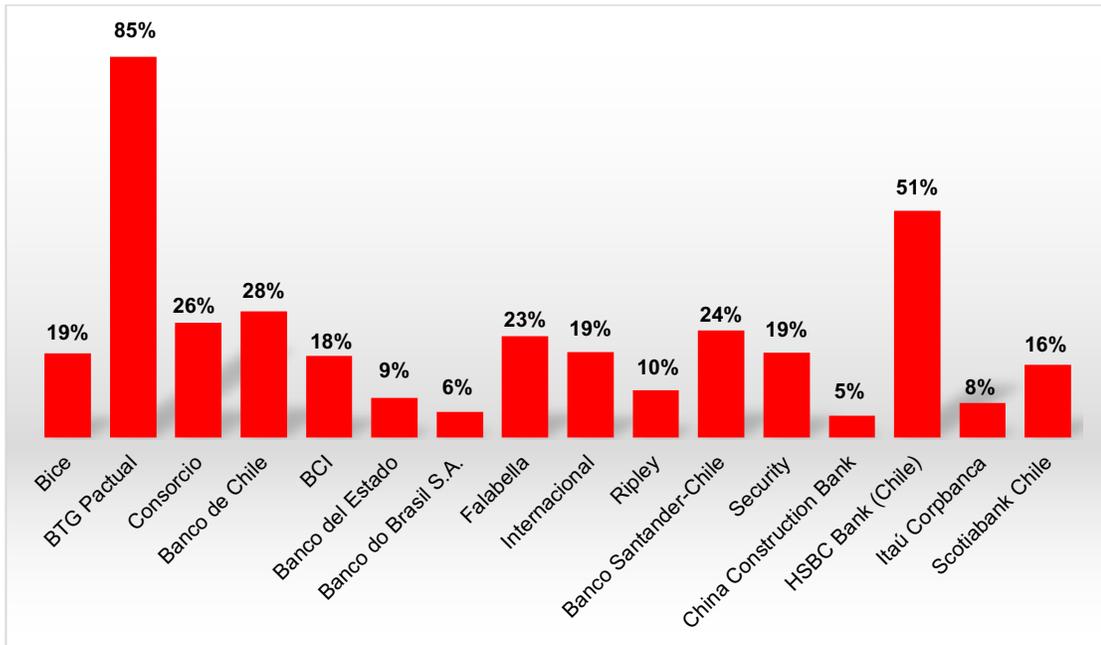
Figura 36: Margen neto histórico de Banco Santander Chile y la industria bancaria consolidada entre los años 2015 a 2019.



Fuente: Elaboración propia, información obtenida por estados financieros anual de Banco Santander Chile y Reporte Mensual de Comisión para el Mercado Financiero.

Si revisamos en detalle, el margen operacional neto por cada institución bancaria del mercado durante el 2019, considerando los bancos que tienen mayor similitud con Banco Santander Chile, podemos revisar que Banco de Crédito e Inversiones presenta un margen operacional neto de 18% y Banco de Chile un 28%, comparado con Banco Santander Chile que tiene un margen de 24%.

Figura 37: Margen Operacional Neto de la industria financiera consolidada para el año 2019.



Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte Mensual de Información Financiera del Sistema Bancario de la Comisión para el Mercado Financiero.

Calificación de Agencias Clasificadoras de Riesgo.

Banco Santander Chile mantiene su clasificación otorgada por ICR Chile clasificadora de riesgo, de acuerdo a los resultados obtenidos en 2019, esto debido a su liderazgo en la industria, manteniendo su participación de mercado de colocaciones como en depósitos e instrumentos de deuda. Por lo cual, se detalla:

Rating 2019	
Solvencia, depósitos de largo plazo, letras de crédito, bonos, líneas de bonos bancarios, línea de bonos hipotecarios	AAA
Depósitos de corto plazo	N1+
Bonos subordinados y líneas de bonos subordinados	Primera Clase Nive 1
Tendencia	Estable

El riesgo de Banco Santander se ha mantenido acorde a la industria, manteniendo un indicador de riesgo de la cartera de 2,6% y la industria de 2,45%. Además, mantiene una estructura de financiamiento diversificada, estable y calzada con sus activos, lo que permite que cuente con un costo de fondo privilegiado dentro de la industria.

Cuenta con el segundo lugar en la industria bancaria en depósito a plazo y vista, generando un crecimiento constante, con un indicador de depósito a plazo de 16,7% y un depósito a la vista de 21,5%.

Banco Santander es una de las instituciones más grandes a nivel mundial, ocupando el lugar N° 16 de acuerdo al valor de sus activos. Sin embargo, a nivel global cuenta con 144 millones de clientes, abarcando principalmente los países de Europa y América. ICR Chile detalla una constante evolución del rating de Banco Santander Chile en todo el 2019 en sus instrumentos financieros con categoría AAA.²²

INSTRUMENTOS DE BANCO SANTANDER CHILE						
Fecha	Solvencia / Depósitos a largo plazo/ Letras de crédito / Bonos bancarios	Bonos subordinados	Depósitos corto plazo	Acciones	Tendencia	Motivo
May-19	AAA	AA+	N1+	Primera Clase Nivel 1	Estable	Primera clasificación
Jun-19	AAA				Estable	Clasificación de nuevo instrumento
May-19	AAA	AA+	N1+	Primera Clase Nivel 1	Estable	Reseña anual de clasificación

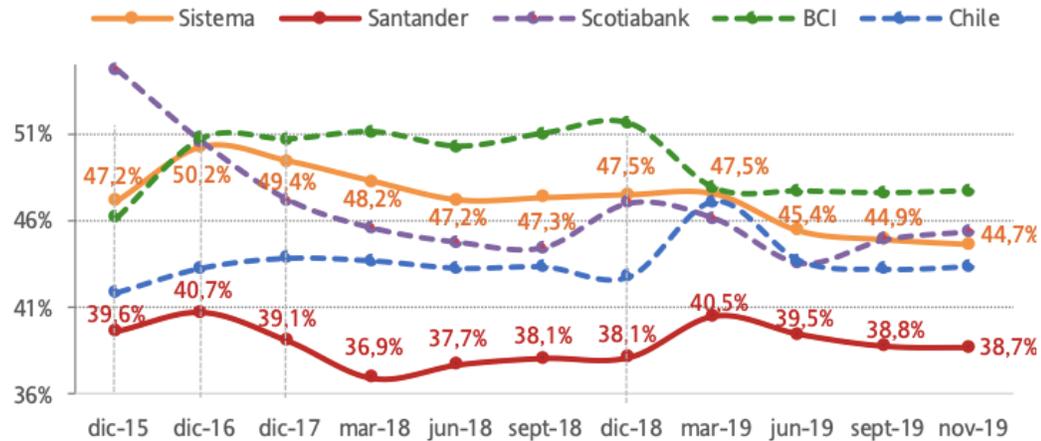
Fuente: ICR Chile, Acción de Rating, Febrero 2020.

Su calificación se debe principalmente a que Banco Santander Chile²³ se ha convertido en uno de los bancos más eficientes del sistema bancario, manteniendo niveles efectivos de costos, permitiendo adecuados márgenes.

²² Categoría AAA: instrumentos financieros que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses, la cual no se vería afectada ante un posible cambio en la industria o economía.

²³ Calificación de Banco Santander Chile por ICR Chile en Acción de rating, Febrero 2020.

Figura 38: Índice de eficiencia de Banco Santander y los principales bancos de la industria bancaria desde diciembre 2015 a noviembre 2019.



Fuente: Comisión para el Mercado Financiero

Moody's determina que el desempeño de Banco Santander Chile se debe principalmente a que ha mantenido una sólida rentabilidad con un control exhaustivo en sus costos. Su capitalización respalda el crecimiento futuro, por lo que no tendría inconvenientes en cumplir los requerimientos de Basilea III. En una situación de estrés del mercado, existe una probabilidad alta que Banco Santander Chile contaría con el respaldo del gobierno.²⁴

Crecimiento Industria Bancaria.

Se presenta en la siguiente figura la evolución de las colocaciones bancarias de las entidades financieras, destacando a Banco Santander Chile y sus principales competencia, las cuales son Banco de Crédito e Inversiones y Banco de Chile. Banco Santander Chile ha mantenido un constante crecimiento anual al igual que Banco de Chile, pero Banco de Crédito e Inversiones ha logrado repuntar en sus colocaciones hasta en un 23%.

²⁴ Moody's Investors Service, Moody's announces completion of a periodic review of rating of Banco Santander – Chile.

Figura 39: Evolución de colocaciones en el sistema bancario entre 2015 a 2019.

	Crecimiento de la industria (cifras en millones de pesos)				
	2015	2016	2017	2018	2019
Banco Bice	\$ 4.051.548	\$ 4.363.214	\$ 4.775.263	\$ 5.510.770	\$ 6.228.650
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	\$ 9.030.380	\$ 9.271.674	\$ 9.724.985	\$ -	\$ -
Banco BTG Pactual Chile	\$ 25.248	\$ 40.561	\$ 174.159	\$ 458.813	\$ 904.445
Banco Consorcio	\$ 1.616.788	\$ 1.884.659	\$ 2.103.265	\$ 2.644.392	\$ 3.473.357
Banco de Chile	\$ 24.953.505	\$ 25.858.639	\$ 25.848.904	\$ 28.308.887	\$ 30.529.608
Banco de Crédito e Inversiones	\$ 20.304.692	\$ 22.547.672	\$ 24.710.833	\$ 30.433.380	\$ 34.338.923
Banco de la Nación Argentina	\$ 16.320	\$ 8.138	\$ 8.914	\$ -	\$ -
Banco del Estado de Chile	\$ 19.562.146	\$ 21.317.079	\$ 23.140.689	\$ 24.566.789	\$ 26.273.621
Banco do Brasil S.A.	\$ 39.198	\$ 33.824	\$ 30.779	\$ 37.719	\$ 51.145
Banco Falabella	\$ 1.416.217	\$ 1.546.890	\$ 1.643.817	\$ 3.625.619	\$ 3.911.440
Banco Internacional	\$ 834.945	\$ 919.690	\$ 1.141.236	\$ 1.580.745	\$ 2.014.029
Banco Itaú Chile	\$ 6.923.445	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Banco Paris	\$ 10.434	\$ 9.651	\$ -	\$ -	\$ -
Banco Penta	\$ 36.745	\$ 26.065	\$ -	\$ -	\$ -
Banco Ripley	\$ 746.318	\$ 778.652	\$ 847.760	\$ 897.552	\$ 894.316
Banco Santander-Chile	\$ 25.300.757	\$ 27.206.431	\$ 27.725.914	\$ 30.282.023	\$ 32.731.735
Banco Security	\$ 4.056.096	\$ 4.462.332	\$ 4.834.290	\$ 5.346.071	\$ 6.051.817
China Construction Bank, Agencia en Chile	\$ -	\$ 44.393	\$ 95.817	\$ 147.620	\$ 224.150
Corpbanca	\$ 14.954.177	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Deutsche Bank (Chile)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
HSBC Bank (Chile)	\$ 247.224	\$ 223.819	\$ 160.608	\$ 261.311	\$ 221.121
Itaú Corpbanca	\$ -	\$ 21.199.264	\$ 20.475.729	\$ 21.650.556	\$ 23.255.995
JP Morgan Chase Bank, N.A.	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Rabobank Chile	\$ 922.916	\$ 740.105	\$ -	\$ -	\$ -
Scotiabank Chile	\$ 8.381.926	\$ 8.852.662	\$ 10.448.237	\$ 22.826.129	\$ 25.349.436
The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.	\$ 46.059	\$ 91.380	\$ 28.001	\$ -	\$ -
Total Colocaciones	\$ 143.477.084	\$ 151.426.794	\$ 157.919.200	\$ 178.578.376	\$ 196.453.788
Crecimiento		5,5%	4,3%	13,1%	10,0%

Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de Reporte mensual de Información Financiera del Sistema de Banco de la Comisión para el Mercado Financiero.

Expectativas de Crecimiento en la Industria Bancaria.

El último trimestre de 2019 se generó el estallido social, afectando a casi todos los sectores económicos, disminuyendo su producción, aumentando la cesantía, incrementando el tipo de cambio, y las expectativas del mercado cambiaron de acuerdo a lo que se había plasmado durante el primer semestre.

Se estima que para el 2020 el producto interno bruto (PIB) tenga un crecimiento entre 0,5% y un 1,5% y para el 2021 entre un 2,5% y un 3,5%, de acuerdo a lo expuesto por

el presidente del Banco Central de Chile, Mario Marcel en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2019.²⁵

Dada la evolución de esta crisis social, los analistas económicos han entregado su visión que es más optimista que el Banco Central de Chile, especificando en el informe de Consensus Forecast que recopiló a 20 entidades determinando que habrá un crecimiento de 1,5% para el 2020 y que el cierre del 2019 será de 1,3%.²⁶

²⁵ Diario Financiero, edición 05/12/2019.

²⁶ Diario Financiero, edición 20/12/2019.

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

Los bancos generan ingresos a través de sus ingresos por interés y comisiones provenientes de sus colocaciones, por lo que se considera la siguiente metodología para proyectar su crecimiento:

- El periodo de proyección anual consta de cinco años consecutivos desde el 2020 al 2024.
- El crecimiento de las colocaciones está relacionada con el crecimiento del PIB, se proyecta el crecimiento anual del PIB y la elasticidad del crecimiento de las colocaciones, teniendo este indicador, se podrá proyectar las colocaciones consolidadas de la industria bancaria.
- Se calcula la proyección de las colocaciones de la industria bancaria consolidada para los periodos anuales de 2020 al 2024.
- Se estimará la participación de mercado de colocaciones proyectado de Banco Santander Chile desde el año 2020 al 2024, para obtener las colocaciones anuales.
- Con las colocaciones proyectadas de Banco Santander, se realiza el cálculo del crecimiento anual, para luego utilizar este indicador en las futuras proyecciones en los estados financieros.
- Obteniendo el crecimiento de las colocaciones de Banco Santander, se puede extraer el porcentaje de crecimiento anual, permitiendo a través de este indicador realizar las proyecciones necesarias.

Colocaciones del Mercado Financiero en Chile.

Las colocaciones bancarias a nivel nacional han presentado un incremento anual. En la siguiente figura se visualiza el resumen total de las colocaciones consolidadas en el mercado chileno durante los últimos cinco años correspondiente al periodo desde el 2015 al 2019.

Figura 40: Colocaciones de la industria bancaria consolidadas entre el año 2015 al 2019

	Crecimiento de la industria (cifras en millones de pesos)				
	2015	2016	2017	2018	2019
Total Colocaciones	\$ 143.477.084	\$ 151.426.794	\$ 157.919.200	\$ 178.578.376	\$ 196.453.788

Fuente: Elaboración propia. Reporte Mensual de Comisión para el Mercado Financiero.

La participación de mercado de los bancos se mide a través de las colocaciones, en el cual, podemos determinar que durante el 2019 Banco Santander Chile fue el segundo banco con mayor participación de mercado con un 16,66%. A diciembre 2019, Banco de Crédito e Inversiones tuvo por segundo año consecutivo el liderazgo en la participación de mercado en Chile por M\$34.338.923 y Banco Santander Chile M\$32.731.735.

Proyección de Crecimiento Bancario sobre Crecimiento PIB.

El crecimiento bancario se mide con el crecimiento del PIB, por lo que existe una sensibilidad entre la variación del PIB y el crecimiento de las colocaciones de la industria bancaria.

La siguiente tabla incluye información relevante para expresar como fluctuó el crecimiento de las colocaciones durante el periodo desde el 2015 al 2019, para luego proceder con las proyecciones. Información del PIB histórico obtenido a través del Banco Central de Chile y las colocaciones históricas a través de Comisión para el Mercado Financiero.

Figura 41: Crecimiento de las colocaciones consolidadas de la industria bancaria y variación del PIB en Chile entre los años 2015 al 2019.

Crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas y variación del PIB para Chile entre los años 2015 a 2019						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento PIB Real	1,9%	2,3%	1,6%	1,5%	3,9%	1,1%
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB	2,53	3,41	1,66	1,69	0,72	2,00
Crecimiento de la industria en base a PIB	4,8%	7,9%	2,7%	2,5%	2,8%	2,2%
Colocaciones totales de la industria bancaria (miles de millones \$)	\$127.834.447	\$143.477.084	\$151.426.794	\$157.919.200	\$178.578.376	\$196.453.788
Participación de mercado de colocaciones Bco Santander	17,9%	18,7%	18,0%	17,6%	18,0%	16,7%
Colocaciones de Banco Santander (miles de millones \$)	\$ 22.179.912	\$ 24.535.201	\$ 26.113.485	\$ 27.725.913	\$ 30.282.022	\$ 32.731.735
Var. Crecimiento porcentual de Banco Santander Chile año a año		0,11	0,06	0,06	0,09	0,08

Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de BCC y CMF.

Teniendo los datos reflejados en la figura anterior se puede calcular una elasticidad promedio de los años 2015 al 2019, este promedio de elasticidad nos permitirá proyectar el crecimiento de las colocaciones sobre PIB. Se detalla en la siguiente figura:

Figura 42: Elasticidad de crecimiento de las colocaciones sobre PIB (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Crecimiento del PIB de Chile	2,30%	1,60%	1,50%	3,90%	1,10%	
Crecimiento anual colocaciones de la industria bancaria	7,9%	2,7%	2,5%	2,8%	2,2%	
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB	3,41	1,66	1,69	0,72	2,00	1,90

Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de BCC y CMF.

Se calcula el promedio de las elasticidades entre los años 2015 al 2019, permitiendo obtener un promedio para los años en que se desarrollará la proyección, los cuales corresponden desde el 2020 al 2024. La elasticidad promedio es multiplicado por el PIB proyectado, y su resultado nos otorga el crecimiento anual de colocaciones sobre PIB, permitiendo calcular y/o proyectar las colocaciones futuras de la industria bancaria. El PIB es proyectado de acuerdo a las estimaciones del mercado y su comportamiento histórico.

Para proceder con la valoración de empresa de Banco Santander Chile, a través del método de flujo de caja de los accionistas, debemos tener presente los índices macroeconómicos a nivel nacional, dado que existe una directa relación entre el PIB y el crecimiento de las colocaciones bancarias.

El producto interno bruto chileno (PIB) esta generando incertidumbre en las proyecciones futuras, esto se debe principalmente a la guerra comercial que ha perjudicado al país disminuyendo los ingresos por intermedio de las importaciones y exportaciones. Además, el último trimestre del 2019, Chile se vio directamente afectado con el estallido social bajando las expectativas de crecimiento y provocando un aumento en la tasa de desocupación, lo que ha generado que el sector bancario, al igual que otras industrias se contraigan y disminuyan sus crecimientos.

Debemos considerar que algunas economías mundiales están presentando recesión económica, Argentina con una inflación que bordea el 60% y su moneda (peso argentino) totalmente devaluado.

Proyección de Colocaciones del Sector Bancario y Banco Santander Chile para los Años 2020 al 2024.

Para la proyección de las colocaciones de Banco Santander Chile, primero debemos calcular las colocaciones del sector bancario, para esto hemos obtenido en el punto anterior nuestra proyección del PIB y la elasticidad de crecimiento de colocaciones sobre PIB, donde hemos obtenido nuestro crecimiento anual.

Figura 43: Evolución de crecimiento de las colocaciones del sector bancario y Banco Santander Chile, considerando datos reales entre 2015 a 2019 y datos proyectados desde el 2020 al 2024.

Crecimiento de colocaciones bancarias consolidadas y variación del PIB para Chile entre los años 2015 a 2019					
	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento PIB Real	2,3%	1,6%	1,5%	3,9%	1,1%
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB	3,41	1,66	1,69	0,72	2,00
Crecimiento de la industria en base a PIB	7,9%	2,7%	2,5%	2,8%	2,2%
Colocaciones totales de la industria bancaria (miles de millones \$)	\$143.477.084	\$151.426.794	\$157.919.200	\$178.578.376	\$196.453.788
Participación de mercado de colocaciones Bco Santander	18,7%	18,0%	17,6%	18,0%	16,7%
Colocaciones de Banco Santander (miles de millones \$)	\$ 24.535.201	\$ 26.113.485	\$ 27.725.913	\$ 30.282.022	\$ 32.731.735
Var. Crecimiento porcentual de Banco Santander Chile año a año	0,11	0,06	0,06	0,09	0,08

	1	2	3	4	5
nes bancarias consolidadas y variación del PIB para Chile e	Proyección de colocaciones entre los años 2020 y 2024				
	2020	2021	2022	2023	2024
Crecimiento PIB Real	2,4%	2,8%	2,5%	2,5%	2,2%
Elasticidad de crecimiento de las colocaciones a PIB	1,90	1,90	1,90	1,90	1,90
Crecimiento de la industria en base a PIB	4,6%	5,3%	4,7%	4,7%	4,2%
Colocaciones totales de la industria bancaria (miles de millones \$)	\$205.397.240	\$216.306.270	\$226.563.796	\$237.307.747	\$247.210.778
Participación de mercado de colocaciones Bco Santander	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Colocaciones de Banco Santander (miles de millones \$)	\$ 36.971.503	\$ 38.935.129	\$ 40.781.483	\$ 42.715.395	\$ 44.497.940
Var. Crecimiento porcentual de Banco Santander Chile año a año	0,13	0,05	0,05	0,05	0,04

Para la estimación del crecimiento de las colocaciones anuales tanto para el sector bancario como para Banco Santander Chile durante los años 2020 al 2024, se ha indicado que el PIB está relacionado directamente con la elasticidad, y su multiplicación nos otorga el porcentaje de crecimiento de la industria en base a PIB. Sin embargo, este indicador es el dato relevante para calcular las colocaciones totales de la industria bancaria en miles de millones de pesos.

Respecto a Banco Santander Chile, se ha estimado un 18% de participación del mercado de colocaciones en la industria chilena, por lo que teniendo las colocaciones totales de la industria y el porcentaje de cuota de mercado, es posible obtener las colocaciones directas por parte de Banco Santander y a su vez el crecimiento anual, con este indicador se proyectarán los estados financieros.

Proyección Estados de Resultados Banco Santander Chile.

Proyección de Ingresos por Intereses y Otros.

El crecimiento bancario proviene principalmente de los ingresos por intereses y comisiones que se aplican a las colocaciones o producto. La proyección se realiza desde el año 2020 al 2024, considerando el crecimiento anual proyectado de Banco Santander Chile.

Durante el periodo del 2015 al 2019 se detalla la información real de Banco Santander Chile en UF, donde se visualiza un crecimiento constante tanto en los ingresos como en la utilidad.

Figura 44: Se determina la proyección de los estados de resultados de Banco Santander Chile desde el 2020 al 2024 en miles de millones de UF.

	2015	2016	2017	2018	2019	Proyección en miles de millones de UF				
						1	2	3	4	5
Ingresos por intereses y reajustes	81	81	77	81	82	93	98	102	107	111
Gastos por intereses y reajustes	-32	-32	-27	-30	-32	-36	-38	-39	-41	-43
Ingreso neto por intereses y reajustes	49	49	50	51	50	57	60	63	66	69
Ingresos por comisiones	16	16	17	18	18	20	21	22	23	24
Gastos por comisiones	-6	-7	-7	-7	-7	-8	-8	-9	-9	-10
Ingreso neto por comisiones	9	10	10	11	10	12	13	13	14	14
Utilidad (pérdida) neta de operaciones financieras	-18	-14	0	2	-3	-7	-4	-2	-3	-4
Utilidad (pérdida) de cambio neta	24	19	5	2	10	12	10	8	8	9
Otros ingresos operacionales	1	1	3	1	1	1	2	2	1	1
Total ingresos operacionales	65	64	68	67	68	76	79	83	86	90
Provisiones por riesgo de crédito	-16	-13	-11	-12	-15	-30	-33	-27	-24	-21
INGRESO OPERACIONAL NETO	48	51	57	55	54	46	47	56	62	69
Remuneraciones y gastos del personal	-15	-15	-15	-14	-14	-15	-15	-15	-15	-15
Gastos de administración	-9	-9	-9	-9	-8	-9	-9	-9	-9	-9
Depreciaciones y amortizaciones	-2	-2	-3	-3	-4	-3	-3	-3	-3	-3
Deterioro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros gastos operacionales	-2	-3	-4	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-2
Total gastos operacionales	-28	-29	-30	-28	-29	-29	-29	-29	-29	-29
RESULTADO OPERACIONAL	20	22	27	27	25	17	18	27	33	41
Resultado por inversiones en sociedades	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado antes de impuesto a la renta	21	22	27	28	25	17	18	27	33	41
Impuesto a la renta	-3	-4	-5	-6	-5	-5	-5	-7	-9	-11
UTILIDAD CONSOLIDADA DEL EJERCICIO	18	18	22	21	20	13	13	20	24	30

Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de estados financieros de Banco Santander Chile entre el 2015 al 2019.

Los ingresos por interés y comisión en los estados de resultados para los periodos proyectados correspondientes desde el 2020 al 2024 se han calculado con el porcentaje de crecimiento proyectado que se ha planteado en los ejercicios anteriores. Para los gastos por intereses y comisiones se ha obtenido una variación promedio de los años 2015 al 2019 y con este indicador se proyectó para los siguientes años desde el 2020 al 2024. En los gastos operacionales su proyección se ha calculado con el promedio de los últimos cinco años de cada periodo anual. El impuesto se calcula en base al 27% que corresponde al impuesto de primera categoría determinado y regularizado por el Servicio de Impuesto Internos.

Se ha estimado un crecimiento de las colocaciones para el 2020 un 2,4%, 2021 un 2,8% debido a lo sucedido a nivel mundial producto de la pandemia, para el año 2022 y 2023 de un 2,5%, y para el 2024 de 2,2%.

Provisiones.

Las provisiones fueron proyectadas de acuerdo a un nuevo riesgo de crédito de la industria bancaria, esto se debe a que en la economía chilena no se había presenciado una situación similar, la cual incluía un estallido social junto a una pandemia o crisis sanitaria que ha afectado a todo el mundo. Dado esto, la proyección de las provisiones bancarias tuvieron que verse modificadas y aumentar este indicador versus años anteriores, debido a que el riesgo de crédito aumentó porque la población chilena comenzó a generar un índice mayor de desempleo.

Debido a estos antecedentes, no fue posible calcular una provisión de acuerdo a los antecedentes históricos.

Las colocaciones de cada banco están relacionadas directamente con el crecimiento del PIB y debido a la participación del mercado en colocaciones cada una de las entidades de la industria bancaria determina su indicador de provisiones, para Banco Santander Chile durante los últimos cinco años desde 2015 al 2019 presenta un promedio porcentual de sus provisiones correspondiente al 1,31%, mientras que la proyección se incrementó a 2,5% para el año 2020.

Figura 45: Proyección de provisiones para los años 2020 al 2024 de Banco Santander Chile.

	2020	2021	2022	2023	2024
Provisiones (%)	-2,50%	-2,50%	-2,00%	-1,70%	-1,40%

Proyección Balance Banco Santander Chile.

Proyección de Crecimiento de las Colocaciones y Otros.

Banco Santander Chile obtiene sus ingresos provenientes de sus colocaciones, las cuales presentan crecimiento constante entre los años 2015 a 2019, periodo real de este análisis. La proyección que se produce desde el año 2020 hasta el 2024 consta principalmente del crecimiento de los créditos y cuentas por cobrar a clientes que es parte de los activos del banco.

Las colocaciones del banco se considera como una materia prima del negocio, y no una fuente de capital. Su proyección se realiza con el crecimiento porcentual de colocaciones de Banco Santander calculado anteriormente, con este indicador se procede con un crecimiento anual período a período. Los instrumentos de inversión disponible para la venta se proyectan con el mismo indicador porcentual, el cual genera un crecimiento anual constante.

Figura 46: Activos reales de Banco Santander Chile entre los años 2015 a 2019 y proyectado entre los años 2020 a 2024 en miles de millones de UF.

Activos (miles de millones de UF)	Proyección en MM UF									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Efectivo y depósitos en bancos	81	87	54	75	126	150	180	216	259	310
Operaciones con liquidación en curso	28	19	25	13	13	12	12	11	11	10
Instrumentos para negociación	13	15	18	3	10	12	15	20	25	32
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contratos de derivados financieros	125	95	84	112	288	188	205	234	274	317
Adeudado por bancos	0	10	6	1	1	3	3	4	3	2
Créditos y cuentas por cobrar a clientes	957	991	998	1.069	1.124	1.270	1.337	1.401	1.467	1.528
Instrumentos de inversión disponibles para la venta	80	129	96	87	142	160	169	176	185	193
Instrumentos de inversión hasta el vencimiento	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones en sociedades	0	1	1	1	0	1	1	1	1	1
Intangibles	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2
Activo fijo	9	10	9	9	7	9	9	9	8	8
Activo por derecho a usar bienes en arrendamiento	0	0	0	0	7	1	2	2	3	3
Impuestos corrientes	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos diferidos	13	14	14	14	16	14	15	15	15	15
Otros activos	43	32	28	36	51	57	60	63	66	69
TOTAL ACTIVOS	1.352	1.404	1.336	1.422	1.787	1.880	2.010	2.154	2.319	2.491

Fuente: elaboración propia, información obtenida de los estados financieros anuales de Banco Santander Chile.

Se ha obtenido una variación promedio de los últimos cinco años de las cuentas en efectivos y depósitos en bancos, operaciones con liquidación en curso, instrumentos para negociación, contratos de retrocompra y préstamos de valores, contratos derivados financieros y adeudado por bancos, y con este indicador que se ha calculado en cada una de estas cuentas se deja como parámetro de crecimiento anual y se proyecta para los periodos desde el 2020 al 2024.

Se ha realizado promedio de los últimos cinco años por cada periodo anual proyectado de las inversiones de sociedades, intangibles, activo fijo, activo por derecho a usar bienes en arrendamiento, impuestos corrientes e impuestos diferidos.

Proyección de los Pasivos.

Los pasivos de Banco Santander Chile se han proyectado de forma creciente, para esto en los depósitos y otras obligaciones se ha obtenido un promedio de la variación entre los años 2015 al 2019 y con este promedio se han proyectado los flujos anuales. Las operaciones con liquidación en curso y contratos de retrocompra y préstamos de valores se ha obtenido a través del promedio de los últimos cinco años para cada proyección anual. Los depósitos y otras captaciones a plazos, contratos de derivados financieros, obligaciones con bancos e instrumentos financieros, se ha calculado el promedio de la variación de los últimos cinco años y con este promedio se estimó la proyección anual para los años 2020 a 2024. Otras obligaciones financieras, obligaciones por contratos de arrendamiento, impuestos corrientes e impuestos diferidos se realiza un promedio de los últimos cinco años para cada periodo anual. Otros pasivos o cuenta de cuadre, es la diferencia faltante para cuadrar el balance proyectado.

En la siguiente figura se expresan las cifras reales de Banco Santander Chile de sus pasivos reales entre el año 2015 al 2019 en miles de millones de UF y sus pasivos proyectados desde el 2020 al 2024.

Figura 47: Pasivos reales de Banco Santander Chile entre los años 2015 a 2019 y proyectado entre los años 2020 a 2024 en miles de millones de UF.

Pasivos (miles de millones de UF)	Proyección en MM UF									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Depósitos y otras obligaciones a la vista	287	286	290	317	363	388	415	443	473	505
Operaciones con liquidación en curso	18	11	18	6	7	12	11	11	9	10
Contratos de retrocompra y préstamos de valores	6	8	10	2	13	8	8	8	8	9
Depósitos y otras captaciones a plazo	475	499	445	474	466	477	488	499	510	522
Contratos de derivados financieros	112	87	80	91	261	171	232	314	425	575
Obligaciones con bancos	51	73	63	65	89	78	89	102	116	133
Instrumentos de deuda emitidos	232	278	265	294	336	362	390	420	453	488
Otras obligaciones financieras	9	9	9	8	8	9	8	8	8	8
Obligaciones por contratos de arrendamiento	0	0	0	0	6	1	1	2	2	2
Impuestos corrientes	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Impuestos diferidos	0	0	0	1	4	1	1	1	2	2
Provisiones	13	12	12	12	12	12	12	12	11	11
Otros pasivos / Cuenta de cuadre	41	30	28	33	85	201	185	152	115	30
TOTAL PASIVOS	1.244	1.295	1.220	1.303	1.650	1.719	1.840	1.971	2.133	2.297

Fuente: elaboración propia, información obtenida de los estados financieros anual de Banco Santander Chile.

Proyección de Patrimonio.

En la proyección de patrimonio debemos tener en cuenta que todos los años comenzamos con el patrimonio con el cual se terminó el año anterior, para esto debemos revisar si se necesita algún aumento de capital, en este análisis sólo se requiere para los años 2020, 2023 y 2024. Además, hay que tener en cuenta que existe reparto de utilidades de acuerdo a los resultados obtenidos por parte de Banco Santander Chile para sus accionistas, durante el año 2019, el banco repartió el 60% de sus utilidades. En esta proyección se considera y se estima un reparto de utilidades correspondiente al 30% para el año 2020, 35% para los años 2021 y 2022, 45% para el año 2023 y un 48% para el año 2024. Se genera un ratio de solvencia para el cálculo de sus activos ponderados por riesgo de 12%.

A continuación, se revisará en detalle las cuentas que están asociadas al ítem de patrimonio en el balance para los periodos reales desde el 2015 al 2019 y los proyectados desde el 2020 al 2024.

Figura 48: Patrimonio real de Banco Santander Chile entre los años 2015 a 2019 y proyectado entre los años 2020 a 2024 en miles de millones de UF.

Patrimonio (miles de millones de UF)	2015	2016	2017	2018	2019	Proyección en MM UF				
						2020	2021	2022	2023	2024
Atribuible a tenedores patrimoniales del Banco:	107	109	115	117	120	137	161	170	183	186
Capital	35	34	33	32	31	-	-	-	-	-
Reservas	60	62	66	70	75	-	-	-	-	-
Aumento de Capital	-	-	-	-	-	16	-	-	-10	-4
Utilidades retenidas	12	13	15	15	14	-	-	-	-	-
Utilidades retenidas de ejercicios anteriores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad del ejercicio	18	18	21	21	20	13	13	20	24	24
Menos: Provisión para dividendos mínimos	-5	-5	-6	-6	-6	-4	-5	-7	-11	-12
Interés no controlador	1	1	2	2	3	-	-	-	-	-
TOTAL PATRIMONIO	108	110	116	119	137	161	170	183	186	195
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	1.352	1.404	1.336	1.422	1.787	1.880	2.010	2.154	2.319	2.491

Fuente: elaboración propia, información obtenida de los estados financieros anual de Banco Santander Chile.

Flujo de Caja de los Accionistas.

Teniendo los estados financieros calculados y proyectados, se procederá con el flujo de caja de los accionistas. Con la proyección del estados de resultados se podrá obtener la valorización dado que necesitamos la utilidad del ejercicio de los períodos proyectados correspondientes a cinco años desde el 2020 al 2024.

El año 2024, es el último periodo de esta proyección, el cual se ha considerado como el año perpetuo. Los resultados del flujo de caja son los siguientes:

Cifras en miles de millones de UF	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Proyección FC				
							2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad del Ejercicio	23	18	18	22	21	20	13	13	20	24	30
Aumento de Capital		2	2	6	3	18	25	9	13	3	9
FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS	23	16	16	15	19	2	-12	5	7	21	21

Con los resultado del flujo de caja, es posible realizar el cálculo del valor terminal, considerando una tasa de crecimiento por perpetuidad del 2% y una tasa de descuento correspondiente al costo patrimonial de 7,8%, más el flujo de caja de los accionistas del último año proyectado, calculado con la siguiente fórmula, se obtiene:

$$V(t) = \frac{\text{Flujo de caja libre}}{K_p - g}$$

Obteniendo el resultado de:

$$V(t) = 385$$

De acuerdo a los resultados anteriores, se procede con el cálculo del valor económico del patrimonio, para esto es necesario contar con el flujo de caja de los accionistas y el valor terminal que incluye el último periodo de la valoración.

Figura 49: Flujo de caja de los accionistas proyectado desde 2020 al 2024 en miles de millones de UF.

	1	2	3	4	5
Miles de millones de UF	2020	2021	2022	2023	2024
Flujo de Caja de los Accionistas	-12	5	7	21	21
Valor terminal V (t)					385
Total	-12	5	7	21	406
Valor Económico del Patrimonio (Miles de millones de UF)	297				

El valor económico del patrimonio se obtiene descontando con tasa de costo patrimonial por CAPM y los flujos de caja desde el 2020 al 2024.

Finalmente, se logra obtener el valor económico del patrimonio y valor estimado por acción por método de flujo de caja de los accionistas al 31 de diciembre del 2019.

Figura 50: Valor económico del patrimonio en miles de millones de UF y precio de acción estimado en pesos al 31 de diciembre de 2019.

Valor Económico del Patrimonio (miles de millones de UF)	297
Nº acciones año 2019	188.446.126.794
Precio estimado en UF	0,001576347
Valor estimado acción por FC de los accionistas 31 diciembre 2019	\$ 45
Precio real en bolsa 31 diciembre 2019	\$ 43
Valor estimado acción por múltiplo (precio/utilidad) 31 diciembre 2019	\$ 41

Banco Santander Chile al 31 de diciembre de 2019 cerró con un valor de precio de acción real de \$43, por intermedio de flujo de caja de los accionistas se ha obtenido un precio de acción estimado de \$45 y por método de múltiplo precio/utilidad un precio estimado de acción de \$41 (desarrollo se revisará en el capítulo siguiente).

Capítulo VIII: Valoración por Múltiplo.

El método de valorar por múltiplo nos sirve para comparar el precio de la acción de esta metodología versus el flujo de caja de los accionistas. Este método es menos preciso, pero realiza una comparación con instituciones de similares características, en el caso de Banco Santander Chile se comparará con Banco de Chile y Banco Crédito e Inversión.

La siguiente figura cuenta con la información financiera a diciembre de 2019 de cada una de las instituciones, incluyendo a Banco Santander Chile.

Figura 51: Información financiera a diciembre 2019 en miles de millones de pesos.

Sector Bancario a Diciembre 2019 en miles de millones de \$			
	Banco Chile	BCI	Banco Santander
Ingresos Operacionales	\$ 1.239.018	\$ 1.891.788	\$ 1.378.283
Utilidad	\$ 445.863	\$ 402.739	\$ 437.128
Capitalización Bursátil	\$ 10.111.810	\$ 4.828.908	\$ 8.103.183
Nº Acciones	101.017.081.114	141.616.409	188.446.126.794
Precio Acción	\$ 100,10	\$ 31.352,86	\$ 43,00
Patrimonio a valor contable	\$ 3.423.957	\$ 3.792.520	\$ 3.129.481
Ganancia por acción	\$ 4,41	\$ 2.843,87	\$ 2,32
Patrimonio por acción	\$ 33,89	\$ 26.780,23	\$ 16,61
Ingresos por acción	\$ 12,27	\$ 13.358,54	\$ 7,31

Fuente: Elaboración propia, información obtenida en estados financieros y memoria anual de cada institución financiera.

Los múltiplos que se desempeñan mejor en el rubro financiero son los siguientes:

- Precio / utilidad = $\frac{\text{capitalización bursátil}}{\text{Utilidad}}$
- Price to book equity = $\frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Patrimonio contable}}$
- Price to sales ratio = $\frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Ingresos operacionales}}$

De acuerdo a los ratios anteriormente mencionados, se realiza el cálculo por cada entidad financiera, obteniendo los siguientes resultados:

Figura 52: Múltiplos para Banco de Chile, Banco Crédito e Inversión versus Banco Santander Chile a diciembre 2019.

Múltiplos Sector Bancario a Diciembre 2019				
	Banco Chile	BCI	Banco Santander	Industria Bancaria
(PE) Precio/Utilidad	22,68	11,99	18,54	17,74
(P/BV) Price to book Value	2,95	1,27	2,59	2,27
(PS) Price to sales ratio	8,16	2,55	5,88	5,53

Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de figura anterior.

Se obtiene un promedio de la industria bancaria. En este promedio también se incluyen los resultado de Banco Santander Chile. Por lo tanto, se puede obtener el valor de acción considerando estos múltiplos.

Figura 53: Valorización precio de acción al 31 de diciembre de 2019.

Resumen de Resultados por cada método				
Múltiplos	Promedio Industria Bancaria	Valor acción Bsantander	Diferencia con método FC	Diferencia con valor real \$43
(PE) Precio/Utilidad	17,74	\$ 41,14	\$ 92,19	\$ 95,67
(P/BV) Price to book Value	2,27	\$ 37,73	\$ 84,55	\$ 87,74
(PS) Price to sales ratio	5,53	\$ 40,45	\$ 90,65	\$ 94,08

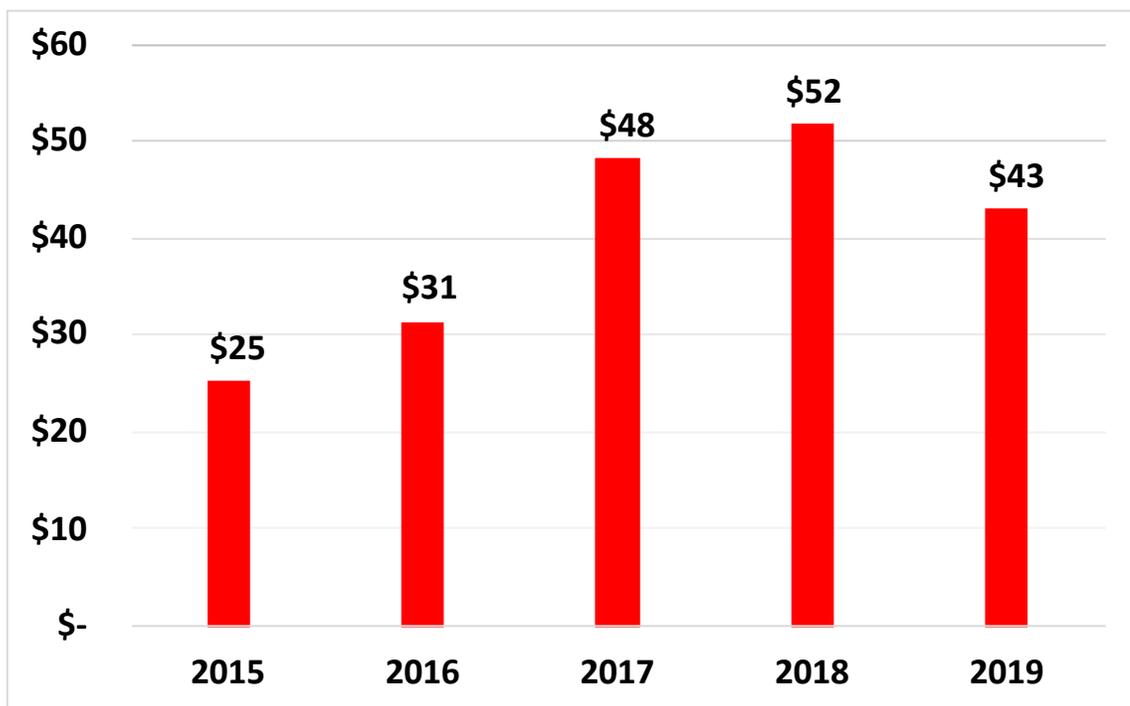
Fuente: Elaboración propia, información obtenida a través de figura anterior.

Banco Santander Chile, a través del método de múltiplo tiene un valor estimado por acción entre \$37,73 a \$41,14 a diciembre de 2019, considerando que el precio real es de \$43 y por método de flujo de caja de los accionistas el valor estimado de acción es de \$45.

Capítulo IX: Precio Acción Real en Bolsa de Banco Santander Chile.

A continuación se detalla el precio de acción real en bolsa al 31 de diciembre de los últimos cinco años desde 2015 al 2019. Se puede apreciar que durante el 2019 tuvo una disminución en el precio de acción, pero se debe a las contingencias que hubo en el mercado chileno repercutiendo en el sector financiero. En los años anteriores, el precio real de acción incrementaba anualmente debido a la solidez que presenta Banco Santander en la industria financiera.

Figura 54: Precio real de acción a bolsa de Banco Santander Chile desde 2015 a 2019.



Fuente: Elaboración propia. Información obtenida a través de Bolsa de Comercio de Santiago.

Capítulo X: Analistas del Mercado Financiero.

El precio real de acción al 31 de diciembre 2019 de Banco Santander Chile terminó en \$43. Los analistas del mercado financiero comenzaron el año proyectando el valor de acción de Banco Santander Chile a un valor superior a \$50 debido a las proyecciones históricas y se estimaba que durante el 2019 el precio iba a superar la barrera de los \$50, sin tener en consideración el efecto de crisis social ocurrido en el último trimestre.

Entre los analistas o instituciones especializadas en analizar el precio de acción de las entidades que son transadas en bolsa, se destaca a BTG Pactual, quien en uno de sus informes desarrollados con fecha enero 2020, indicó que Banco Santander Chile tuvo una estimación en el precio de su acción entre \$52,20 y \$41,15, debido a su comportamiento bursátil durante sus últimas 52 semanas y el precio de acción promedio de sus últimos 12 meses fue de \$45, por lo que finalmente proyectaron el cierre de año a un valor estimado de acción en \$41,15 debido a la crisis social que se desarrollo en el cuarto trimestre del año 2019.²⁷

Banchile Inversiones en marzo de 2019 proyectaba un valor de acción para Banco Santander Chile de \$50 y un precio objetivo de \$55. Esta proyección se basaba en que Banco Santander mantenía un capital bursátil de MUS\$13.711 y un free float de 33%. Además, contaba con un precio histórico de los 12 últimos meses entre \$47 y \$55,8, lo que indicaba que el precio accionario durante el 2019 se mantendría superior a \$50.²⁸

La recomendación a junio 2019 entregada por Banchile Inversiones es mantener la inversión, pero durante el mes de noviembre, se modificó la proyección del precio estimado a Banco Santander Chile debido que desde el comienzo de las manifestaciones sociales a noviembre de 2019 las acciones han caído un 11,7%, por lo que se proyecta cerrar el año en un precio de \$52, pero se está pendiente de lo que pueda pasar a nivel macroeconómico.²⁹

²⁷ BTG Pactual, Equity Research, 29 enero 2020.

²⁸ Banchile Inversiones, Informe de apertura Bursátil, 27 de marzo de 2019.

²⁹ Banchile Inversiones, Informe semanal, noviembre 2019.

Inversiones Security proyectó para Banco Santander Chile un valor de acción en junio de 2019 entre un mínimo \$47,5 y un máximo \$53,2, con un precio objetivo de acción en \$58, esta estimación del precio era referente a su precio real a bolsa en \$50,6 y se recomendó sobreponderar.³⁰ Durante el mes de diciembre 2019, y con los antecedentes efectuados en Chile por el estallido social, finalmente se proyectó un precio de cierre de año en \$44.³¹

El precio de acción en el sector bancario dio sorpresa a todos los analistas del mercados, quienes a comienzo del año 2019 sus proyecciones eran positivas y con objetivos elevados en el precio de acción de Banco Santander Chile, pero los resultados fueron diferentes, debido al estallido social que se desarrolló en el último trimestre del año. De todos modos, el método de valorización desarrollado en este informe, determinó que el precio de acción no estuvo sobre valuado. El precio de cierre de la acción de Banco Santander Chile fue \$43 y valor estimado de acción por método de flujo de caja de los accionistas de \$45 y método de múltiplos fue \$41.

Figura 55: Resumen de precio de acción proyectados por analistas del mercado financiero.

Corredora	Período	Valor Estimado por Acción
Banchile	cuarto trimestre 2019	\$52
Security	cuarto trimestre 2019	\$44
BTG Pactual	cuarto trimestre 2019	\$41
Valor promedio estimado por acción por corredoras de bolsa		\$46

Fuente: Elaboración propia. Información obtenida a través de los informes financieros de cada corredora de inversiones.

Considerando los precios otorgados por cada una de las corredoras de inversiones, el valor promedio de acción estimado entre ellas para Banco Santander Chile fue de \$46, valor estimado que estuvo cercano a su valorización real en bolsa, dado que cerró al 31 de diciembre de 2019 con un precio de \$43.

³⁰ Inversiones Security, Sector Bancario, oportunidades en un sector presionado, junio 2019.

³¹ Inversiones Security, Informe Diario. Diciembre 2019.

Recomendación para Valorar Entidades Financieras.

Se recomienda que al momento de efectuar una valorización de una institución financiera, se pueda considerar su escenario base, el cual corresponde al resultado obtenido por intermedio del flujo de caja de los accionistas y proyectar un escenario optimista y otro pesimista para revisar como fluctúa el valor de acción estimado en caso de cualquier estrés positivo o negativo que pueda ocurrir en el mercado de valores. Sin embargo, para proyectar un escenario optimista o pesimista se debe efectuar una modificación en las variables que se sensibilizan como el porcentaje de participación de mercado de las colocaciones y la tasa de descuento que es el costo patrimonial calculado por CAPM.

Los mercados financieros no están asegurados y cualquier estrés puede generar alguna variación positiva o negativa en su precio accionario.

Para revisar un análisis de sensibilidad, se considera los resultados obtenidos como escenario base a través del flujo de caja de los accionistas, y con estos antecedentes sensibilizar, es decir, al disminuir la tasa de descuento y aumentar el porcentaje de participación de mercado de colocaciones, efectuará un escenario positivo, pero de forma inversa, otorgará un escenario negativo.

Capítulo XI: Análisis de Sensibilidad

La valoración de Banco Santander Chile al 31 de diciembre de 2019 se ha realizado a través del método de flujo de caja de los accionistas, este es el método de valoración de todas las entidades financieras, debido a que no cuenta con activos como las empresas de servicios o productos.

A diciembre de 2019 el precio de cierre anual de Banco Santander fue de \$43 y a través del método de flujo de caja de los accionistas fue de \$45, pero en esta metodología no se consideró el efecto pandemia, dado que es un efecto ocurrido netamente a contar del 2020, por lo que se ha realizado un análisis de sensibilidad considerando un escenario optimista y otro pesimista con efecto Covid-19.

Se detalla el escenario base, el cual corresponde al resultado obtenido por método de flujo de caja de los accionistas para luego hacer una comparación con los nuevos escenarios.

Figura 56: Escenario base, resultado flujo de caja de los accionistas, precio de acción estimado al 31 de diciembre de 2019, sin efecto pandemia.

Valor Económico del Patrimonio (miles de millones de UF)	297
Nº acciones año 2019	188.446.126.794
Precio estimado en UF	0,001576347
Valor estimado acción por FC de los accionistas 31 diciembre 2019	\$ 45
Precio real en bolsa 31 diciembre 2019	\$ 43
Valor estimado acción por múltiplo (precio/utilidad) 31 diciembre 2019	\$ 41

Precio real acción de \$43, valor de acción estimado por método múltiplo precio-utilidad de \$41 y valor estimado por acción por método de flujo de caja de los accionistas de \$45.

Figura 57: Escenario optimista, aumento precio de acción

Escenario Optimista	
Tasa de Descuento CAPM	6,5%
Participación de Mercado de Colocaciones BSAN	19,0%
Patrimonio económico (miles de millones de UF)	297
Precio estimado por acción por FC equity	\$ 46
Precio real en bolsa 31 diciembre 2019	\$ 43
Precio estimado por acción con multiplo (precio utilidad)	\$ 41

El escenario optimista se considera una disminución en la tasa de descuento correspondiente a CAPM de 7,5% a 6,5% y un aumento en el porcentaje de colocación de Banco Santander Chile de 18% a 19%. Al disminuir la tasa de descuento y aumentar el porcentaje de las colocaciones se produce un incremento en el precio estimado de la acción por flujo de caja de los accionistas a \$46, considerando el precio estimado de acción en el escenario base de \$45 y un precio real al 31 de diciembre de 2019 de \$43.

Figura 58: Escenario pesimista, disminuye precio de acción

Escenario Pesimista	
Tasa de Descuento CAPM	7,5%
Participación de Mercado de Colocaciones BSAN	17%
Valor económico (miles de millones de UF)	258
Valor estimado por acción por FC equity	\$ 43
Precio real en bolsa	\$ 43
Valor estimado por acción con multiplo (precio utilidad)	\$ 41

El escenario pesimista se genera con un aumento en la tasa de descuento correspondiente a CAPM de 7,5% a 8,5% y una disminución en el porcentaje de colocación de Banco Santander Chile de 18% a 17%. Al aumentar la tasa de descuento y disminuir el porcentaje de las colocaciones se produce una baja en el precio estimado de la acción por flujo de caja de los accionistas a \$43, considerando el precio estimado de acción en el escenario base de \$45 y un precio real al 31 de diciembre 2019 de \$43.

Capítulo XII: Conclusión

En este trabajo se realizó una valorización a una institución financiera llamada Banco Santander Chile al 31 de diciembre de 2019, la cual inició en Santiago de Chile en 1978 con 42 años de presencia en el mercado y pertenece al Grupo Santander, durante estos años creció en el segmento de banca personas y empresas, y actualmente es líder en el mercado de las colocaciones.

Breve Historia de la Industria Bancaria

La industria bancaria chilena es una de las más sólidas a nivel latinoamericano. Posteriormente a la crisis social, la industria tuvo que incrementar las provisiones para solventar el riesgo crediticio.

Los principales bancos en participación de mercado de colocaciones en Chile al 31 de diciembre 2019 son:

Banco	Fecha	% participación colocaciones
BCI	dic-19	17%
Santander	dic-19	17%
Chile	dic-19	16%

Respecto a la rentabilidad en el sector bancario, los bancos con mejor rentabilidad sobre el patrimonio al 31 de diciembre 2019 son:

Banco	Fecha	ROE
Chile	dic-19	17%
Santander	dic-19	14%
Scotiabank	dic-19	13%

Breve Historia de Banco Santander

Banco Santander mantiene un porcentaje de participación de mercado al 31 diciembre 2019 de 18,2%, siendo uno de los principales bancos de la industria, con una rentabilidad sobre sus activo de 1,09% y rentabilidad sobre el patrimonio de 14,29%. Ha mantenido un crecimiento constante en sus colocaciones, pero durante el 2019.

Se puede concluir que Banco Santander Chile es uno de los bancos más sólidos a nivel de industria bancaria, ha logrado obtener los mejores resultados en rentabilidad y margen neto respecto a la industria, para lo cual se detallan los indicadores financieros de Banco Santander históricos y proyectados.

Figura 59: ratios históricos de Banco Santander Chile desde 2015 a 2019.

Rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilidad Sobre Activo (ROA)	1%	1%	2%	2%	1%
Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	16%	16%	19%	18%	17%
Líquidez	2015	2016	2017	2018	2019
Capital de Trabajo (millones de UF)	108	110	116	119	137
Provisión	2015	2016	2017	2018	2019
Provisión / Colocación	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Crecimiento	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento anual de colocación Bco Santander	6%	4%	1%	7%	5%
Solvencia	2015	2016	2017	2018	2019
Patrimonio / Activo ponderado por riesgo	11%	10%	11%	11%	11%
Endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda sobre Patrimonio	11,5	11,8	10,5	11,0	12,1

Fuente: elaboración propia, información obtenida a través de estados financieros anuales de Banco Santander Chile.

Figura 60: ratios proyectados de Banco Santander Chile desde 2020 al 2024.

Rentabilidad	2020	2021	2022	2023	2024
Rentabilidad Sobre Activo (ROA)	1%	1%	1%	1%	1%
Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	8%	8%	11%	13%	12%
Líquidez	2020	2021	2022	2023	2024
Capital de Trabajo (millones de UF)	161	170	183	186	195
Provisión	2020	2021	2022	2023	2024
Provisión / Colocación	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01
Crecimiento	2020	2021	2022	2023	2024
Crecimiento anual de colocación Bco Santander	13%	5%	5%	5%	5%
Solvencia	2020	2021	2022	2023	2024
Patrimonio / Activo ponderado por riesgo	12%	12%	12%	12%	12%
Endeudamiento	2020	2021	2022	2023	2024
Deuda sobre Patrimonio	10,7	10,8	10,8	11,5	11,8

Fuente: elaboración propia, información proyectada de acuerdo a los calculos vistos en este informe para Banco Santander Chile.

Regulación Industria Bancaria

La industria bancaria está regulada en el mercado chileno a través de la Comisión para el Mercado Financiero y por la Ley General de Bancos. Para que la industria pueda crecer, se deben generar constantes aumentos de capital porque deben cumplir con el ratio de solvencia y a su vez deben mantener un patrimonio mínimo para ejercer su funcionamiento, es por esta razón que se valoriza por el método de flujo de caja de los accionistas y no por flujo de caja libre, el cual no captura los aumento de capital y tampoco las regulaciones y el patrimonio exigido por Ley.

Flujo de caja libre captura los activos, pero la industria bancaria no cuenta con activos, sólo patrimonio.

Método de Valorización

Método utilizado para valorizar precio de acción estimado de Banco Santander Chile es el flujo de caja de los accionistas por ser el más exacto y preciso en el rubro de la industria financiera, debido a que tienen un capex inexacto, no cuentan con activos y su gasto financiero es diferente a una empresa productiva. Además, este método incluye las regulaciones y normas que se exigen a los bancos para operar en el mercado financiero chileno. En esta valorización no fue considerada el efecto de la pandemia, pero si la crisis social desarrollada en el cuarto trimestre del 2019.

En el método de valorización se ha utilizado como tasa de descuento el costo patrimonial, calculado por CAPM y no WACC debido a que se ha desarrollado por intermedio de flujo de caja de los accionistas y no por flujo de caja libre, dado que este no incluye el requerimiento de capitalización y solvencia que se exige por normativa a los bancos.

Se desarrolló una segunda valorización a través del método de múltiplos precio-utilidad, el cual compara entidades de la misma industria para indicar un precio estimado de acción, es menos preciso que el flujo de caja de los accionistas.

A continuación se detallan los resultados obtenidos de precios estimados para Banco Santander al 31 diciembre 2019:

Resumen	Valor
Costo Patrimonial (Kp)	7,50%
Precio real por acción acción en Bolsa a dic 2019	\$ 43
Valor estimado por acción por método FC de los Accionistas a dic 2019	\$ 45
Var. Porcentual precio real por acción versus valor estimado por FC accionistas a dic 2019	4,7%
Valor estimado por acción por método múltiplo precio-utilidad a dic 2019	\$ 41
Valor estimado por acción promedio por analistas del mercado	\$ 46

Análisis de Sensibilidad

El resultado de Banco Santander Chile a través de su valorización por método de flujo de caja de los accionistas, permitió desarrollar un análisis de sensibilidad, con el fin de analizar el valor de acción estimado al 31 de diciembre 2019. Este análisis consiste en modificar las variables de tasa de descuento, calculado por CAPM y porcentaje de participación de mercado de colocaciones, lo que efectúa dos escenarios, uno positivo que aumenta el valor de acción estimado y otro negativa que disminuye el valor de acción estimado.

A continuación se detalla el análisis de sensibilidad con las variables que efectúan el cambio en el precio estimado:

Escenario	Optimista	Pesimista
Tasa descuento CAPM	6,5%	8,5%
Participación de mercado de colocaciones bco Santander a dic 2019	19,0%	17%
Valor económico del patrimonio (miles de millones de UF)	297	258
valor estimado de acción por FC de los accionistas al 31 dic 2019	\$ 46	\$ 43
Precio real por acción al 31 diciembre 2019	\$ 43	\$ 43
valor estimado por acción por múltiplo precio-utilidad al 31 dic 2019	\$ 41	\$ 41

Se puede concluir que al disminuir la tasa de descuento, calculada por CAPM y aumentar el porcentaje de colocaciones del mercado, el precio estimado aumenta en el escenario optimista.

En el escenario pesimista, al aumentar la tasa de descuento y disminuir el porcentaje de participación del mercado, el valor de acción estimado disminuye. Ambas variables están relacionadas inversamente proporcional, efectuando un efecto en el precio de acción estimado.

Analistas del Mercado Financiero

Se desarrolló un análisis de acuerdo a la información entregada por las corredoras de inversiones, las cuales se consideraron BTG Pactual, Banchile Inversiones y Security Inversiones, donde cada una de ellas estimó su precio de acción al cierre de año del 2019, y se obtuvo un precio estimado promedio de \$46 para Banco Santander Chile. Las estimaciones de cada analista fue variando con los meses sobre todo en el último trimestre del año, cuando tuvieron que incluir los efectos ocasionados por la crisis social en Chile.

Puede apreciarse que el valor estimado del precio de acción a la fecha del 31 de diciembre 2019 a través del método de flujo de caja de los accionistas y método de múltiplos es bastante cercano al precio de acción real en bolsa. A su vez, los analistas del mercado de las corredoras de bolsas para la misma fecha estimaron un precio promedio de acción para Banco Santander Chile de \$46. Por lo que se concluye que la valorización realizada es bastante exacta al precio real y a la estimación del mercado.

Capítulo XIII: Bibliografía

- Maqueira, Carlos, Finanzas Corporativas Teoría y Práctica, Primera edición, 2015.
- Memoria anual Banco Santander Chile 2019.
- Estados financieros anuales de Banco Santander Chile, entre el 2015 al 2019.
- Fernández, Pablo, Método de Valoración de Empresas, documento de investigación, Noviembre 2018.
- Moody's Investor Service, **Announcement of Periodic Review:** Moody's announces completion of a periodic review of ratings of Banco Santander-Chile
- Feller Rate, Clasificadora de Riesgo, Informe de Clasificación Mayo 2020. Banco Santander Chile.
- Fitch Ratings, Clasificaciones Nacionales de Banco Santander Chile. Enero 2020.
- Informe del Desempeño del Sistema Bancario y Cooperativas, Comisión para el Mercado Financiero, Diciembre de 2019.
- Informe de Estabilidad Financiera, Banco Central de Chile, Segundo Semestre 2019.
- Basilea III. Hacia una banca más sólida y robusta, Comisión para el Mercado Financiero, agosto 2019.
- Síntesis y estadística anual 2019, Bolsa de Comercio de Santiago.
- Resultados Bancos, Renta 4 Inversiones globales, información a Diciembre 2019.
- Reporte Mensual de Información Financiera del sistema Bancario, comisión para el mercado financiero, informe anual 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.

ANEXOS

MOODY'S INVESTORS SERVICE

Announcement of Periodic Review: [Moody's announces completion of a periodic review of ratings of Banco Santander-Chile](#)

13 Apr 2020

New York, April 13, 2020 -- Moody's Investors Service ("Moody's") has completed a periodic review of the ratings of Banco Santander-Chile and other ratings that are associated with the same analytical unit. The review was conducted through a portfolio review in which Moody's reassessed the appropriateness of the ratings in the context of the relevant principal methodology(ies), recent developments, and a comparison of the financial and operating profile to similarly rated peers. The review did not involve a rating committee. Since 1 January 2019, Moody's practice has been to issue a press release following each periodic review to announce its completion.

This publication does not announce a credit rating action and is not an indication of whether or not a credit rating action is likely in the near future. Credit ratings and outlook/review status cannot be changed in a portfolio review and hence are not impacted by this announcement. For any credit ratings referenced in this publication, please see the ratings tab on the issuer/entity page on www.moodys.com for the most updated credit rating action information and rating history.

Key rating considerations are summarized below.

Banco Santander-Chile's A1 ratings are in line with Chile's A1 sovereign ratings and reflect its baa1 baseline credit assessment (BCA). The ratings benefit from three notches of uplift from the bank's BCA and incorporate Moody's assessment of a very high probability of government support in a situation of stress, which reflects Santander's large deposit franchise and systemic importance.

Santander's solid risk management and loan origination policies that result in consistently adequate asset quality, will limit the effects from higher asset risk in Chile because of lower GDP growth expectations for 2020- 21. Santander has a solid retail and commercial banking franchise.

The bank's pricing power, revenue diversification and cost controls ensure that its profitability remains generally strong, also benefiting from ample core deposit funding. The bank's reliance on market funds is high relative to peers, which may expose the bank to refinancing risks, but debt issuances primarily finance its long- term mortgage book. Santander's capitalization is adequate to support future growth, but it remains relatively moderate by global standards.

This document summarizes Moody's view as of the publication date and will not be updated until the next periodic review announcement, which will incorporate material changes in credit circumstances (if any) during the intervening period.

The principal methodology used for this review was Banks Methodology published in November 2019. Please see the Rating Methodologies page on www.moodys.com for a copy of this methodology.

This announcement applies only to EU rated and EU endorsed ratings. Non EU rated and non EU endorsed ratings may be referenced above to the extent necessary, if they are part of the same analytical unit.

This publication does not announce a credit rating action. For any credit ratings referenced in this publication, please see the ratings tab on the issuer/entity page on www.moodys.com for the most updated credit rating action information and rating history.

Felipe Carvallo

VP - Senior Credit Officer Financial Institutions Group Moody's de Mexico S.A. de C.V

Ave. Paseo de las Palmas

No. 405 - 502

Col. Lomas de Chapultepec Mexico, DF 11000

DIARIO FINANCIERO®

Macro

Banco Central ratifica negro panorama para la economía: recorta PIB a 0,5%-1,5% para 2020 y anticipa caída de 4% para la inversión

Por: Rossana Lucero | Publicado: Jueves 5 de diciembre de 2019 a las 08:32 hrs.

El Banco Central publicó esta mañana el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2019, en el que destaca que la crisis social ha generado cambios importantes en el escenario macroeconómico, afectando negativamente la actividad de corto plazo. De hecho, la entidad sostuvo que este año el PIB total acumulará un crecimiento en torno a 1%, considerablemente por debajo de lo previsto en septiembre y arrastrado por una caída de la actividad en el cuarto trimestre prevista de 2,5%.

Esta proyección contempla que tanto el consumo como la inversión tendrán descensos en la última parte de 2019, debilidad concentrada en sus componentes transables.

Para 2020 se prevé que el Producto crezca entre 0,5 y 1,5%, cifra que se incrementará a entre 2,5% y 3,5% en 2021. "Esto supone que las disrupciones que están afectando la economía irán desapareciendo en el curso de los próximos trimestres, al mismo tiempo que se irá reduciendo la incertidumbre que afecta las decisiones de consumo y de inversión", dijo el banco.

El IPoM, ya disponible en el sitio web institucional, señala que los impactos de la crisis social sobre el escenario macroeconómico se han ido haciendo evidentes. "En lo inmediato, se ha producido un brusco deterioro en la actividad de casi todos los sectores y una mayor volatilidad en los precios financieros, especialmente el tipo de cambio, contenidos por las medidas aplicadas en las últimas tres semanas por el Banco Central", expuso el reporte.

El análisis sostiene que el actual escenario presenta un grado de incertidumbre mayor que el habitual, tanto por las dudas respecto de la duración de las interrupciones, como por la evolución de la situación política y los fundamentos de mediano plazo. Un factor clave en la evolución futura de la economía será la confianza de hogares y empresas, y su relación con el desempeño del mercado laboral, el consumo y la inversión.

El IPoM agrega que la crisis social se ha caracterizado por demandas sociales que han llevado a la discusión de cambios institucionales relevantes —como una nueva Constitución— y mayores presiones en el gasto fiscal. "Este proceso no tendría en sí mismo un impacto económico, pero sí lo han tenido los episodios de violencia significativos y prolongados que se han producido desde el 18 de octubre, los que han provocado importantes interrupciones en el sistema productivo, incidiendo fuertemente en una menor actividad y debilitando el empleo", acotó el reporte.

A juicio del banco, el mayor impulso fiscal recientemente anunciado por el Ministro de Hacienda, unido a la ya alta expansividad de la política monetaria, ayudará a contener el deterioro de la economía y el aumento del desempleo. La desaceleración del crecimiento ampliará la brecha de actividad en el horizonte de política monetaria, conteniendo las presiones del tipo de cambio sobre la inflación, la que, después de acercarse al 4% en su medición de IPC total (cerca de 3,5% según el IPC SAE o inflación subyacente), se iría reduciendo gradualmente en la segunda mitad del año, para converger a la meta de política en 2021.

Gráfico, para el cierre de este año se prevé un nivel de 3,4%, muy distante del 2,5% a octubre.

¿Riesgo de recesión?

Así, sobre la base de los antecedentes antes mencionado, el Consejo considera que el actual estímulo monetario es el adecuado para el logro de la meta de inflación, teniendo presente el estado actual del impulso fiscal y la política cambiaria. Las expectativas de mercado, que no anticipan mayores ajustes en la TPM y que mantienen una expectativa de inflación a dos años plazo en 3%, son coherentes con este diagnóstico.

No obstante, advierte que las proyecciones de este IPoM se construyen en un contexto de mayor incertidumbre que la habitual. El escenario base supone un patrón de recuperación de la economía que se inicia incipientemente en diciembre, y luego prosigue con mejoría paulatina de la demanda. Una condición clave para que este escenario se cumpla, es que la incertidumbre se reduzca significativamente y que los distintos sectores económicos puedan retomar sus procesos productivos.

Agrega que evidencia de episodios similares en otros países, muestra que aquellas sociedades que han logrado acuerdos que mejoran la institucionalidad y gobernabilidad pueden transitar por estos cambios profundos con efectos acotados en la actividad y el empleo.

Sin embargo, advierte que, de no darse este escenario, el "panorama para la economía sería más sombrío, y el empuje conjunto de la política monetaria y fiscal no serían suficientes para evitar una recesión y el aumento persistente del desempleo".

Agrega que el Consejo evaluará las implicancias de los desarrollos futuros, reafirmando su compromiso de conducir la política monetaria con flexibilidad, de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de dos años.

Desempleo en 10%

El IPoM plantea que de mantenerse la relación histórica entre la demanda de trabajo y la actividad, y de no producirse cambios significativos por el lado de la oferta, la tasa de desempleo podría superar el 10% a inicios de 2020.

En la medida que la actividad mejore durante el próximo año esta cifra podría reducirse gradualmente, en lo que también cooperaría el apoyo de la expansividad monetaria y fiscal.

En cuanto a la inversión, el informe indica que su evolución esperada para el 2020 se corrige de forma importante, proyectándose una caída de 4% anual en el escenario base. Ello responde a un descenso significativo de la inversión privada no minera. Esto es coherente con la mayor incertidumbre y el agudo deterioro de la confianza empresarial

—como lo refleja el IMCE de noviembre—, los mayores costos que enfrentan las empresas en diversos ámbitos —entre ellos, el efecto de la depreciación del peso en el costo de la maquinaria importada—, y el deterioro de las condiciones financieras, incluyendo la caída de la bolsa y las alzas de tasas y spreads corporativos.

Los impactos negativos sobre la inversión se compensan, parcialmente, por la continuación de los grandes proyectos de inversión ya iniciados —especialmente en la minería—, el aumento de la inversión pública y la política monetaria expansiva.

Impulso monetario y fiscal

A la recuperación del crecimiento prevista a lo largo de 2020, sostiene el IPoM, contribuirá una política monetaria que seguirá siendo expansiva, un mayor impulso fiscal, la recuperación de las exportaciones, y la paulatina disipación de la incertidumbre y las disrupciones que han afectado a la economía.

Esto considera los anuncios realizados por el Ministerio de Hacienda el lunes 2 de diciembre, que implican para el próximo año un aumento del gasto público de 9,8% respecto del presupuesto anterior.

"El Consejo estima que este mayor impulso fiscal es coherente con el estímulo a la demanda que se requiere en el actual escenario macroeconómico, entre otras razones, porque tiene mayor capacidad para incidir en el crecimiento, en un contexto donde la incertidumbre podría estar reduciendo la efectividad de los canales de transmisión tradicionales de la política monetaria", planteó el reporte.

Tampoco ayudará mucho el mundo

Respecto al escenario internacional, el IPoM dice que no proveerá un impulso significativo al crecimiento chileno.

El escenario base —tras la fuerte corrección a la baja que se realizó en septiembre— sigue previendo que el crecimiento mundial del bienio 2020-2021 será de los más bajos de la última década.

La evolución proyectada de los términos de intercambio se deteriora algo respecto de septiembre, con un precio del cobre que promediará en torno US\$ 2,7 la libra en el 2020-2021.

DIARIO FINANCIERO®

Macro

Mercado es menos pesimista que el Central sobre inversión y ve repunte del PIB a fines de 2020

Entidades consultadas prevén una contracción de la economía en este trimestre, pero a partir de enero anticipan un tibio repunte.

Por: Sebastián Valdenegro | Publicado: Viernes 20 de diciembre de 2019 a las 04:00 hrs.

Según el Banco Central, las manifestaciones y los problemas de orden público tendrán un efecto relevante en la actividad y el empleo. Foto: Agencia Uno

Hace exactamente dos semanas, el Banco Central remeció al mercado y a los actores políticos. Con los efectos en la economía de la crisis social que se inició el 18 de octubre como telón de fondo, el instituto emisor presentó el Informe de Política Monetaria (IPoM) en que le aplicó un fuerte recorte a sus expectativas de crecimiento de la economía y de la inversión.

Respecto al Producto, prevé una expansión de solo 1% para este año y en un rango entre 0,5% y 1,5% para 2020; mientras que por el lado de la inversión -medida en formación bruta de capital fijo- anticipa un avance de 2,5% en el actual ejercicio y una fuerte contracción de 4% el próximo año. Todo derivado del impacto en el aparato productivo que ha generado la situación política y social que aqueja al país hace más de dos meses.

Sin embargo, el mercado no es tan pesimista como el instituto emisor. Esa es la conclusión que se desprende del informe de Consensus Forecast para diciembre, en el

que las 20 entidades consultadas recortaron sus expectativas para el PIB y la inversión, pero a cifras menos negativas que el ente autónomo.

LAS PERSPECTIVAS DEL MERCADO PARA CHILE				
EN % DE VARIACIÓN ANUAL				
	PIB		INVERSIÓN	
	2019	2020	2019	2020
Scotiabank	1,0	1,4	3,8	4,0
Euromonitor Intl.	2,2	2,7	4,6	3,6
Universidad de Chile	1,9	2,5	2,4	2,5
Banco Security	1,0	1,8	2,5	-2,0
Econsult	1,0	0,5	2,5	-8,0
Citigroup	1,2	1,4	-	-
Econ. Intelligence Unit	1,5	1,3	2,4	-2,6
Libertad y Desarrollo	1,0	1,0	1,9	-4,0
CorpResearch	1,1	1,3	3,3	1,0
Oxford Economics	1,1	1,5	3,4	2,5
BofA-Merrill Lynch	1,4	1,3	4,2	1,8
Deutsche Bank	1,2	1,5	-	-
IHS Markit	1,3	1,6	3,7	1,2
Goldman Sachs	1,0	1,0	3,3	-4,4
JPMorgan Chase	1,0	1,1	1,5	-5,5
Gemines	0,6	1,6	1,7	-5,1
LarrainVial	1,1	0,8	2,8	-4,0
Santander Chile	1,0	1,0	3,1	-4,2
Banco BICE	1,5	2,8	2,8	-3,0
Capital Economics	2,0	2,5	3,5	3,5
Consenso	1,3	1,5	3,0	-1,3
Hace un mes	2,0	2,3	3,7	2,4

FUENTE: CONSENSUS FORECAST

En el ámbito de la actividad, la disminución fue de siete décimas para este año a 1,3%, mientras que para el próximo el recorte fue de ocho décimas a 1,5%. Ambos sobre lo que prevé el Banco Central.

En el actual período, Euromonitor Intl es la entidad más optimista con un crecimiento previsto de 2,2%, mientras que Gemines es la más pesimista con apenas 0,6%.

Para 2020 los extremos se lo llevan Banco BICE (2,8%) y Econsult (0,5%).

En inversión, el recorte para este año fue de siete décimas a 3%, mientras que para el próximo pasó de un incremento de 2,4% estimado el mes pasado, a una caída de 1,3% en la actual encuesta. Ambas estimaciones por sobre lo que proyecta el ente autónomo.

De cara a 2020 el rango de pronósticos es amplio: desde el peak de 4% que pronostica Scotiabank, hasta la contracción de 8% que anticipa Econsult. Diez de las 20 consultoras, bancos, centros de estudios y universidades prevén una caída de la inversión el año que se inicia en dos semanas más.

Para el consumo total, la reducción fue de seis décimas para este período hasta 1,7%, mientras que para el siguiente fue de 1,1 puntos a 1,4%. Así, las apuestas están sobre el 1,1% que espera el emisor para ambos períodos.

¿Ya pasó lo peor?

El sondeo de Consensus Forecast de este mes incluye estimaciones trimestrales hasta mediados de 2021.

Así, los consultados proyectan una caída de 1,9% de la economía en el actual cuarto trimestre, seis décimas menos que la apuesta del Banco Central en el IPoM. De esta forma, prevén que el Producto comenzará a recuperarse a partir del primer cuarto de 2020, al crecer 0,4%.

En adelante la senda contempla un avance de 0,7% en el período abril-junio y de 0,9% entre julio y septiembre, mostrando una sólida variación de 3,4% en el último trimestre del próximo año.

RATING ACTION COMMENTARY

Fitch Ratifica Clasificaciones

Nacionales de Banco Santander

Chile

Wed 29 Jan, 2020 - 16:47 ET

Fitch Ratings-Santiago-29 January 2020: Fitch Ratings ratificó las clasificaciones nacionales de largo y corto plazo de Banco Santander Chile (BSC) en 'AAA(cl)' y 'N1+(cl)', respectivamente. La Perspectiva de las clasificaciones de largo plazo es Estable. El detalle de las acciones de clasificación se presenta al final de este comunicado.

FACTORES CLAVE DE LAS CLASIFICACIONES

Clasificaciones Nacionales:

Las clasificaciones nacionales de largo plazo de BSC se fundamentan en su clasificación de viabilidad (viability rating o VR) de 'a' y no contempla ningún soporte extraordinario de su matriz, aunque, en opinión de Fitch, BSC es una subsidiaria estratégica para Banco Santander (España).

La VR de BSC está influenciada altamente por su franquicia local sólida que lo posiciona como uno de los líderes en el mercado. A noviembre de 2019, BSC era el banco principal en Chile en préstamos y segundo en depósitos, con participaciones de mercado de 18,3% y 17,6%, respectivamente.

BSC ha mantenido un desempeño robusto y estable a través de los ciclos económicos, con un retorno operativo sobre activos ponderados promedio de 2,37% entre 2013 y 2018 (2,08% al cierre de octubre de 2019). A noviembre de 2019, la utilidad neta del banco disminuyó 5,6% con respecto a la misma fecha del año anterior, afectada por un menor margen de intereses debido al menor crecimiento de colocaciones y a la inflación muy baja durante el primer trimestre de ese año. Esto último fue compensado, en parte, por mayores resultados en operaciones financieras y un control de costos estricto. Fitch estima que la rentabilidad del banco se mantendrá algo presionada en el futuro cercano, en línea con la ralentización esperada de la economía y probables costos crediticios mayores como consecuencia del reciente estallido social, el cual debería ser, en parte, compensado por la fuerte capacidad del banco de generación de ingresos y una eficiencia de costos buena.

La administración de riesgos adecuada y un entorno operativo benigno han sustentado los indicadores de calidad de activos de BSC. Dichos indicadores son apropiados y muestran una mejora sostenida desde 2012 dada la estrategia de la entidad de concentrarse en segmentos de menor riesgo. A noviembre de 2019, los préstamos vencidos representaron 1,9% de los préstamos brutos promedio y la cobertura con provisiones aumentó a 138,3%. Fitch considera que estos indicadores son adecuados al considerar el fuerte enfoque en la banca minorista del banco y la proporción elevada de las colocaciones que tienen garantía. Los castigos netos también permanecen estables y, a noviembre de 2019, representaron 1,3% de las colocaciones, nivel que se considera adecuado.

En opinión de Fitch, el perfil de fondeo es bueno y se beneficia de una base de depositantes estable y bien diversificada. Si bien el indicador de colocaciones totales a depósitos es alto (140% a noviembre de 2019) este cae a 97% aproximadamente al excluir las carteras hipotecarias, ya que estas son financiadas con pasivos de largo plazo, que buscan calzar sus plazos y monedas de acuerdo con las políticas de fondeo del banco. BSC es activo en emisión de bonos locales y extranjeros. Además, cuenta con niveles de liquidez adecuados, con un indicador de cobertura de liquidez que se ha mantenido cómodamente sobre 100% (136% a septiembre de 2019).

Fitch considera que el nivel de capitalización de BSC es adecuado para su nivel de clasificación, especialmente considerando el entorno macroeconómico estable en comparación con otros mercados en América Latina. El banco gestiona activamente sus activos ponderados por riesgo para lograr el uso más eficiente de capital. Esto, sumado a la rentabilidad sólida, ha sustentado su capitalización. Su indicador de Capital Base según Fitch (Fitch Core Capital o FCC, por sus siglas en inglés) se ha mantenido relativamente estable en torno a 10% desde 2011 (10,0% a octubre de 2019), y su indicador de capital regulatorio era de 12,56% a la misma fecha. A pesar de que el FCC de BSC se encuentra por debajo de la media de sus pares regionales, esto se ve compensado por un indicador relativo alto de patrimonio común tangible a activos tangibles (8,1% en 2015-2018) y por una alta capacidad interna de generación de capital. Fitch estima que BSC no necesitará incrementos de capital para alcanzar los requerimientos de Basilea III.

Bonos Bancarios, Hipotecarios, Subordinados y Acciones:

Los bonos sénior no garantizados están clasificados en el mismo nivel que la clasificación de largo plazo en escala nacional del banco, dado que su probabilidad de incumplimiento es la misma que la del emisor. Las clasificaciones en escala nacional de las letras de crédito están en el mismo nivel que las clasificaciones nacionales de largo plazo de emisor. Por su parte, Fitch clasifica los bonos subordinados del banco dos escalones (notches) por debajo de su clasificación nacional de largo plazo. Esta diferencia tiene en cuenta la severidad de la pérdida esperada frente al incumplimiento (dos escalones en casos de recuperaciones deficientes), dada su naturaleza subordinada (capital convertible de nivel secundario, una vez que se produce el incumplimiento).

La clasificación de las acciones de BSC en 'Primera Clase Nivel 1(cl)' pondera la solvencia alta de la entidad, cuya clasificación es la máxima otorgada por Fitch en la escala nacional, sus indicadores de liquidez bursátil, sólidos para la categoría y su valor de mercado.

La clasificación de los bonos hipotecarios está basada en la de los bonos sénior (senior unsecured, sin garantía) de BSC. La visión de Fitch respecto del recurso que tienen los tenedores de bonos sobre la cartera hipotecaria asociada, es que este no es suficientemente fuerte, a pesar de su aislamiento en el registro especial de hipotecas, ya que el flujo de caja de estos activos no puede ser utilizado directamente para el repago de los bonos hipotecarios ante la insolvencia del emisor. De esta manera, y dada la incertidumbre en la eficacia de segregación de los activos, el análisis de Fitch da como resultado la asignación de una mejora en la continuidad de pago (PCU por sus siglas en inglés) de 0 e impide la asignación de cualquier tipo de mejora según el "Covered Bonds Rating Criteria" de Fitch.

SENSIBILIDAD DE LAS CLASIFICACIONES

La Perspectiva de las clasificaciones de BSC es Estable. Una baja en las clasificaciones nacionales provendría de una presión sostenida en la rentabilidad o una disminución consistente en la capitalización. Más específicamente, las clasificaciones de BSC podrían bajar si su retorno operativo sobre activos ponderados cae y se mantiene por debajo de 2%, o si su FCC respecto a activos ponderados por riesgos desciende y se mantiene inferior a 10%.

Las clasificaciones de los bonos bancarios y subordinados están directamente vinculadas a la clasificación de emisor del banco.

La clasificación de los bonos hipotecarios está directamente vinculada a la clasificación en escala nacional de los bonos sénior de BSC. La rebaja de la clasificación de los bonos sénior en la escala nacional ocasionaría la rebaja de la clasificación de los bonos hipotecarios.

La clasificación de las acciones de BSC podría afectarse ante una baja considerable en su clasificación en escala nacional o una disminución significativa en los indicadores de liquidez bursátil o su valor de mercado.

Fitch ratificó las clasificaciones nacionales de Banco Santander Chile como se detalla a continuación:

- Depósitos largo plazo en 'AAA(cl)
- Depósitos corto plazo en 'N1+(cl)
- Clasificación de bonos sénior en 'AAA(cl)';
- Líneas de bonos y bonos a su cargo en 'AAA(cl)';
- Letras hipotecarias en 'AAA(cl)
- Línea de bonos hipotecarios y bonos hipotecarios a su cargo, en 'AAA(cl)
- Clasificación de bonos subordinados en 'AA(cl)
- Líneas de bonos subordinados y bonos subordinados a su cargo en 'AA(cl)
- Acciones en 'Primera Clase Nivel 1(cl)'.

La Perspectiva de las clasificaciones nacionales de largo plazo es Estable. Contactos Fitch Ratings:

Santiago Gallo (Analista Líder Clasificación Nacional)

Director

+56 2 22499 3320

Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Ltda.

Alcántara 200, Of. 202, Las Condes Santiago, Chile