

Informe Security: BCI

Juan Carlos Prieto (juancarlos.prieto@security.cl)

Junio 2017

RECOMENDACIÓN: NEUTRAL

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$ 38.300

Precio de Mercado : \$ 37.000

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE BCI

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Precio / Utilidad	9,5	9,0	12,3	10,2	11,6
Bolsa / Libro	1,8	1,5	1,7	1,6	1,5

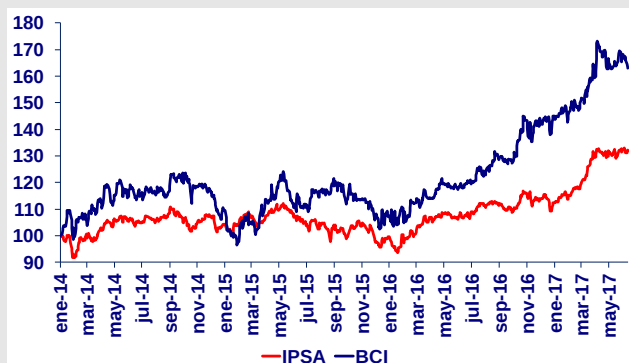
VALORIZACIÓN BCI (Pesos)

Valor Presente Dividendos por acción	13.910
Valor Perpetuidad por acción	24.404
Retorno Esperado	3,5%
Dividend Yield	3,9%
Precio de Mercado	37.000
Precio Objetivo 12-18 meses	38.300

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de Pesos)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Ing. Operacional Neto	1.158.046	1.285.322	1.387.948	1.559.907
Provisiones	- 189.206	- 183.412	- 240.699	- 241.993
Gastos Operacionales	- 581.623	- 696.157	- 712.324	- 784.806
Resultado Operacional	387.217	405.753	434.925	533.107
Utilidad Neta	330.819	340.121	448.607	392.446

EVOLUCIÓN BCI V/S IPSA (Base 100 Enero 2014)



Hemos actualizado nuestra cobertura para BCI, estimando un precio objetivo de \$38.300 por acción en un horizonte de 12-18 meses, que sumado a un *dividend yield* de 3,9%, son consistentes con una visión Neutral.

Esperamos que las colocaciones bancarias en 2017 mantengan el bajo ritmo de crecimiento de 2016, pronosticando un incremento de 5,7% a/a. Sumado a lo anterior, las sucesivas disminuciones sobre la TPM y menor inflación proyectada presionarían a la baja las tasas y MIN / Activos de interés de la compañía, perjudicando su rentabilidad. Las que esperamos que se recuperen recién a fines de 2020.

Pese a que destacamos los avances de la compañía, en especial el uso de *data analytics*, permitiéndole al banco obtener mayor información de sus clientes y mejorar el comportamiento de su cartera. El hecho de crecer por sobre el mercado durante el segundo semestre de 2016 y el deterioro de la economía, comienzan a traducirse en un aumento de la morosidad, perjudicando su rentabilidad.

El City National Bank (CNB) por su parte comienza a mostrar mejoras en su ROE, acercándose a sus pares de Florida y EE.UU., lo que sumado a un considerable crecimiento en sus colocaciones, se traduciría en una fuente importante de ingresos para los próximos años.

En conclusión, destacamos los avances que está realizando la compañía en distintos frentes. Sin embargo, debido a que persiste el débil escenario económico, privilegiamos opciones con estrategias más conservadoras que presenten mejores niveles de riesgo/retorno, lo que nos lleva a mantener una posición neutral.

VALORIZACIÓN BCI

La valorización económica de BCI se basa en un modelo de dividendos descontados. Estimamos un precio objetivo de \$38.300 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación Neutral, considerando su precio actual de mercado.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Ingreso Operacional Neto	990.533	1.112.287	1.158.046	1.285.322	1.387.948	1.559.907
Crecimiento (%)	9,5%	12,3%	4,1%	11,0%	8,0%	12,4%
Gasto en Provisiones	-158.654	-195.310	-189.206	-183.412	-240.699	-241.993
Gastos Operacionales	-477.309	-513.107	-581.623	-696.157	-712.324	-784.806
Resultado Operacional Neto	354.570	403.870	387.217	405.753	434.925	533.107
Crecimiento (%)	10,6%	13,9%	-4,1%	4,8%	7,2%	22,6%
Margen Operacional	35,8%	36,3%	33,4%	31,6%	31,3%	34,2%
Utilidad Neta	300.294	342.972	330.819	340.121	448.607	392.446

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

Cuadro 2: PRINCIPALES RATIOS OPERACIONALES

	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Colocaciones Totales	14.423.318	15.773.528	20.134.981	22.324.012	24.446.153	26.913.834
Activos Generadores de Intereses	15.658.841	17.105.124	18.785.659	20.311.132	21.906.221	23.787.369
Rentabilidad						
Retorno sobre Activos (ROA)	1,5%	1,4%	1,1%	1,1%	1,3%	1,0%
Retorno sobre Patrimonio (ROE)	19,0%	19,0%	16,5%	13,5%	16,0%	12,9%
Rentabilidad Promedio						
Retorno sobre Activos (ROAA)	1,6%	1,6%	1,3%	1,1%	1,4%	1,1%
Retorno sobre Patrimonio (ROAE)	20,0%	20,3%	17,4%	15,1%	16,8%	13,4%
Eficiencia						
Gastos / Ingresos Operacionales	-48,2%	-46,1%	-50,2%	-54,2%	-51,3%	-50,3%
Calidad de la Cartera						
Gasto Provisiones / Colocaciones	1,10%	1,24%	0,94%	0,82%	0,98%	0,90%
Stock Provisiones / Colocaciones	2,32%	2,17%	1,83%	1,66%	1,69%	1,68%
Ingresos						
Margen de Interés Neto (MIN)	4,4%	4,7%	4,0%	3,8%	3,7%	3,7%
Comisiones / Activos Gen. de Interés	1,3%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
Ingresos Tesorería Neto / Activos	0,7%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

Cuadro 3: DESCOMPOSICIÓN ROE

	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Ingresos por Intereses / Activos	5,8%	5,6%	4,6%	4,4%	4,1%	4,2%
Gastos por Intereses / Activos	-2,6%	-2,3%	-1,9%	-1,9%	-1,8%	-1,8%
MIN / Activos	3,2%	3,2%	2,7%	2,5%	2,3%	2,3%
Comisiones / Activos	1,0%	0,9%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%
Tesorería / Activos	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Otros ingresos / Activos	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Resultado Bruto / Activos	4,9%	4,7%	4,0%	4,2%	4,0%	4,1%
Gastos de Apoyo / Activos	-2,4%	-2,1%	-2,0%	-2,3%	-2,1%	-2,0%
Gastos Provisiones / Activos	-0,8%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,7%	-0,6%
Resultado Neto / Activos	1,7%	1,7%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%
Resultado Soc. / Activos	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%
Impuestos / Activos	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Interés Minoritario / Activos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	1,5%	1,4%	1,1%	1,1%	1,3%	1,0%
Leverage	12,8x	13,3x	14,4x	12,3x	12,3x	12,7x
ROE	19,0%	19,0%	16,5%	13,5%	14,7%	12,6%

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

**Cuadro 4: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Pesos)**

Valor Presente Dividendos por acción	13.910
Valor Perpetuidad por acción	24.404
Retorno Esperado	3,5%
<i>Dividend Yield</i>	3,9%
Precio de Mercado	37.000
Precio Objetivo 12-18 meses	38.300

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 5: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Precio / Utilidad	9,5	9,0	12,3	10,2	11,6
Bolsa / Libro	1,8	1,5	1,7	1,6	1,5

Fuente: Economática y Departamento de Estudios Security.

**Cuadro 6: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y LA RAZÓN BOLSA/LIBRO**

		Tasa de Descuento Relevante				
		9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%
Razón Bolsa/Libro de Largo Plazo	0,2	19.425	18.879	18.355	17.851	17.366
	0,7	30.303	29.297	28.334	27.411	26.527
	1,2	41.182	39.716	38.313	36.972	35.689
	1,7	52.060	50.134	48.293	46.533	44.851
	2,2	62.939	60.552	58.272	56.094	54.012

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

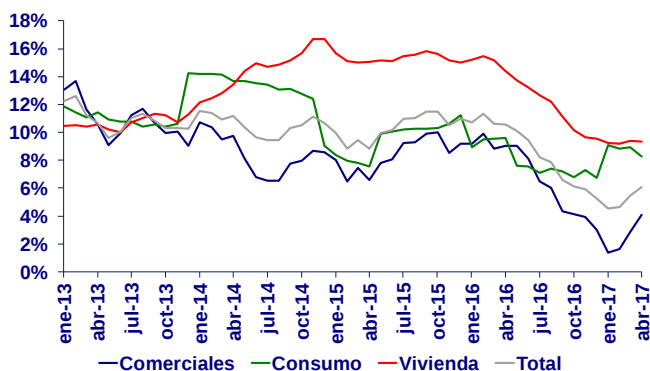
Crecimiento en colocaciones durante 2017 se mantendría bajo su promedio histórico.

Las colocaciones bancarias hasta el año 2015 se habían visto caracterizadas por un notable incremento, exhibiendo durante 5 años cifras de crecimiento de dos dígitos, el que, a raíz de un deterioro de la economía y una menor inflación, comienza a verse reducido a partir del 2016. Principalmente, se han visto perjudicadas las colocaciones comerciales (58% del total de colocaciones), las que dependen principalmente de decisiones de inversión experimentando justamente esta última caídas por 3 años consecutivos. Sumado a lo anterior, las colocaciones de vivienda también comenzaron a exhibir menores cifras de expansión, una vez iniciado el proceso de ajuste luego de la reforma tributaria y el cobro de IVA a la venta de viviendas nuevas, que incidió en un adelanto en la decisión de compra habitacional. Las colocaciones de consumo por último, pese al deterioro del mercado laboral, no se han visto afectadas de sobre manera, principalmente gracias a que el consumo se mantiene como el principal impulsor de la actividad de nuestro país (Gráfico 1).

Esperamos que la tendencia se mantenga durante 2017, alcanzando un crecimiento de 5,7% a/a (desde un 5,3% a/a en 2016) debido a que se mantendría el débil entorno económico. Ya a partir de 2018, estimamos un aumento en las colocaciones de 8,1% a/a, en línea con mayores expectativas de crecimiento e impulsadas principalmente por las colocaciones comerciales, las que prevemos debieran recuperarse en ese mismo año producto de un entorno favorable para la inversión y una recuperación de la confianza empresarial.

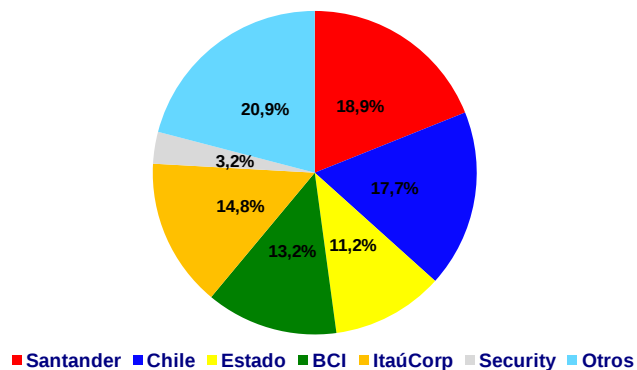
BCI, desde el segundo semestre de 2016, ha mantenido un crecimiento de sus colocaciones superior al de la industria (Gráfico 3), creciendo por sobre ésta en todos los segmentos, pero principalmente en viviendas y consumo. **Siguiendo esta línea, esperamos que BCI logre un avance para sus colocaciones de 7,2% para el año 2017, por sobre la industria.**

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO ANUAL COLOCACIONES NOMINALES CHILE POR SEGMENTO



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: PARTICIPACIÓN DE MERCADO COLOCACIONES CHILE (ABRIL 2017)

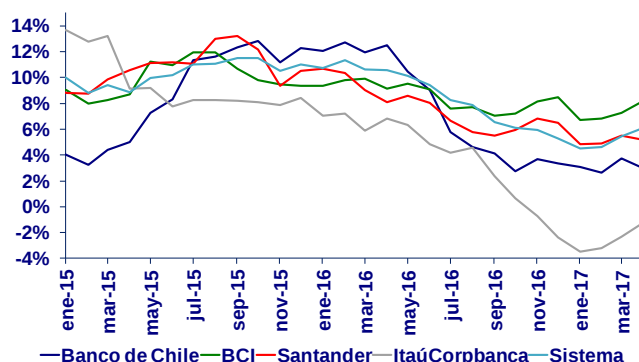


Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Sucesivos recortes en la TPM perjudicarían las tasas bancarias.

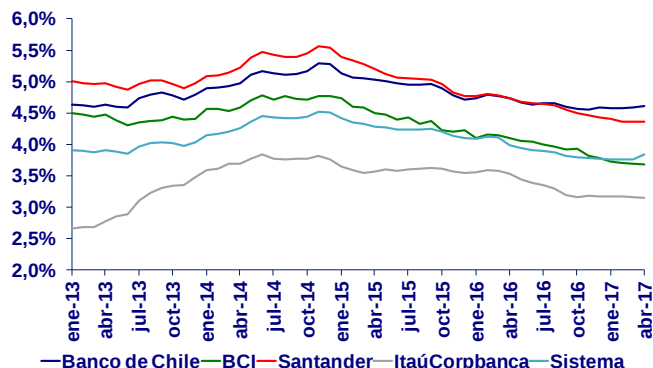
En mayo de 2017, el Banco Central decidió realizar un nuevo recorte en su TPM, la que a la fecha alcanza un 2,5%. Los anteriores recortes, sumado al contexto de baja inflación, han ido presionando las tasas de las colocaciones bancarias, al igual que el Margen de Interés Neto (MIN) durante los últimos meses (Gráfico 4). Esperamos que esta situación (baja inflación y una TPM de 2,5%) se mantenga hasta fines de 2018, perjudicando la rentabilidad de la industria en general.

GRÁFICO 3: CRECIMIENTO ANUAL COLOCACIONES NOMINALES CHILE POR BANCO



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: MARGEN DE INTERÉS NETO / ACTIVOS GENERADORES DE INTERÉS

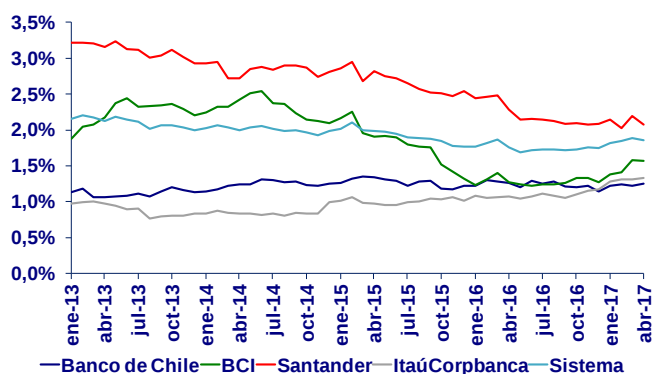


Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Frente a este escenario, cabe destacar el proceso de transformación tecnológico de BCI, lo que, entre otros factores, le ha permitido asociar el procesamiento de grandes bases de datos (*big data*) en su propuesta comercial. En línea con lo anterior, ha buscado incrementar su participación de mercado, apoyándose con tasas más bajas que el de los competidores directos, lo que si bien supone presiones adicionales sobre el MIN de la empresa, se verían en parte compensadas con el hecho de que BCI cuenta con la menor tasa de fondeo (Gastos por intereses y reajustes / Pasivos generadores de interés) de la industria.

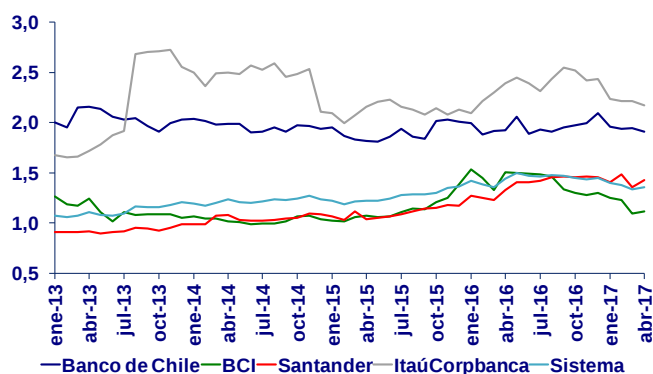
La morosidad de BCI venía disminuyendo desde 2014, efecto que se vio potenciado también una vez que la empresa comienza a consolidar con CNB en octubre de 2015, filial con un mejor comportamiento de cartera (ver gráficos 5 y 6). Eso sí, el débil inicio de la economía durante los primeros meses del año ha sido perjudicial para los resultados de BCI, en donde pese a los esfuerzos de la compañía de realizar un crecimiento sustentable y con un fuerte enfoque en riesgo, un crecimiento en colocaciones que ha sido más agresivo al de sus pares comienza a traducirse en un aumento de la morosidad. Sumado a lo anterior, al medir la morosidad sobre las colocaciones, el ratio a abril de 2017 alcanza un 1,57%, por sobre su media desde la fusión con CNB de 1,34%. El alza se debe específicamente al segmento comercial, mientras que la morosidad de las carteras de consumo y vivienda se mantiene relativamente estable. Por último, el ratio de cobertura (provisiones / morosidad) alcanza a 1,1 veces a abril de 2017, mientras que este valor era de 1,5 veces hace un año. De esta manera, y ante una economía que se mantendría deteriorada, anticipamos nuevos incrementos en las provisiones de la empresa, lo que presionaría sus resultados.

GRÁFICO 5: MOROSIDAD MAYOR A 90 DÍAS / COLOCACIONES



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 6: RATIO DE COBERTURA (PROVISIONES / MOROSIDAD)

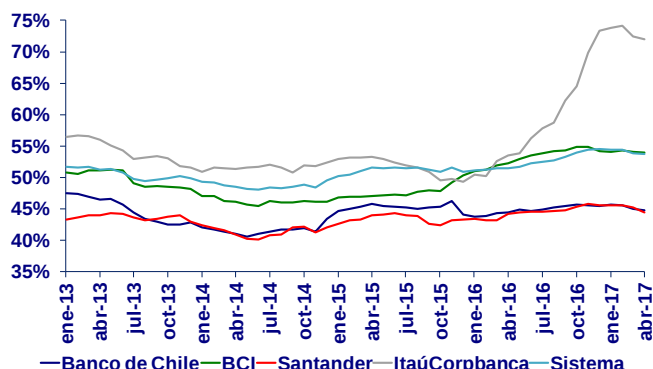


Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Consolidación de City National Bank e inversiones en tecnología mantendrían gastos presionados en 2017

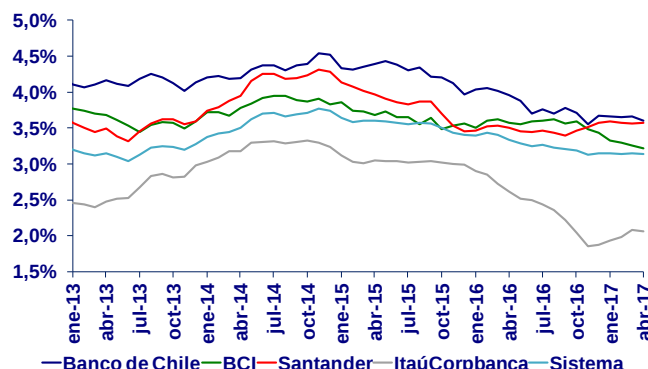
El ratio de eficiencia de la industria en general ha venido aumentando durante los últimos períodos, lo que tiene relación con mayores gastos en que han incurrido los bancos en sus plataformas digitales así como en remuneraciones (gráfico 7). BCI no es la excepción a esta situación, con aumento incluso mayor al de sus pares, producto de gastos adicionales en el proceso de consolidación con el banco estadounidense, ajustes en su manual de beneficios (el que ocurre cada 3 años) e inversión en tecnología. Para 2017 estimamos una reducción en este indicador para BCI, con una eficiencia que se situaría en torno a 51%, y la que posteriormente iría disminuyendo a medida que la empresa reduzca algunos de sus gastos, principalmente los relacionados con el proceso de transformación digital y la consolidación de la operación del CNB.

GRÁFICO 7: EFICIENCIA OPERACIONAL (12 MESES)



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 8: MIN NETO DE RIESGO / COLOCACIONES



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

En el plano nacional entonces, los principales riesgos para la compañía estarían asociados con la baja inflación y TPM proyectada para los próximos períodos, lo que sumado a una economía que aún se encuentra alicaída y que podría traducirse en nuevos aumentos de la morosidad, perjudicaría la rentabilidad de BCI y la banca en general. Esto ya lo podemos observar en el gráfico 8, donde justamente las mayores provisiones y menores tasas perjudican en parte el ratio MIN Neto de Riesgo / Colocaciones por sobre el de sus pares, para el cual esperamos repunte recién a partir del año 2020.

City National Bank (CNB) seguiría mostrando avance mejorando su ROE

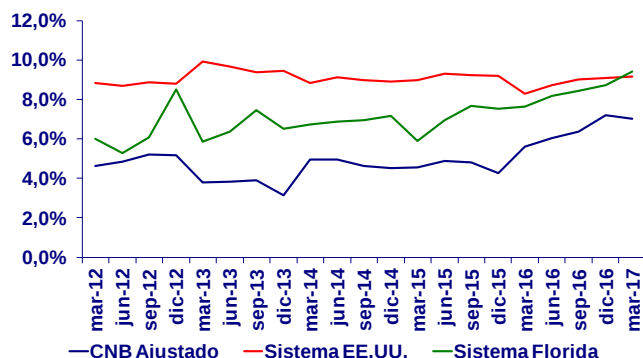
CNB ha experimentado un importante crecimiento en los últimos años, especialmente, luego de la compra del banco por parte de BCI en octubre de 2015 (por un valor de US\$ 946,9 millones). Sus activos, por ejemplo, han aumentado en cerca de 37,0% desde esa fecha. Con respecto a este cabe mencionar que es un banco enfocado en empresarios, siendo el 4º mayor banco de Florida en activos, además de que a la fecha representa un 16,8% del total de colocaciones de BCI (en octubre de 2015 alcanzaba el 14,2%) y un 20,9% del total de colocaciones comerciales (esta cifra era de 16,4% en octubre de 2015).

En cuanto a las colocaciones, promedia tasas de crecimiento anuales de 19,7% desde 2011, con un notable incremento de 34,1% a/a a abril de 2017. Siguiendo esta línea, esperamos un crecimiento en las colocaciones de 21,4% para 2017, que posteriormente se irían ajustando a las tasas de crecimiento de las colocaciones de la industria en Florida.

Con respecto a la rentabilidad de esta filial, el considerable crecimiento en colocaciones, sumado a nuevas iniciativas desarrolladas como el área de *wealth management*, de *leasing*, y el cruce de productos implicarían contribuir a una diversificación en la oferta de productos y un aumento sobre las comisiones. Si bien CNB se encuentra rezagado con respecto a sus pares en Florida y el resto de EE.UU. en cuanto a su ROE, éste ha ido mejorando considerablemente su ROE luego de la

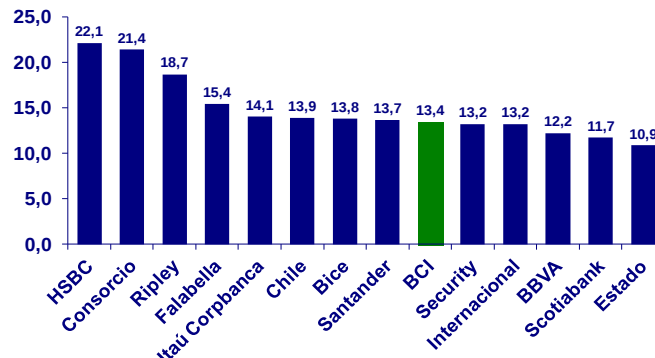
compra por parte de BCI (ver gráfico 9), el que esperamos que en el largo plazo supere incluso a algunos de sus pares con una rentabilidad de 10,4%.

GRÁFICO 9: ROE DE CNB VS SECTOR BANCARIO EN FLORIDA Y SISTEMA EE.UU.



Fuente: FDIC y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 10: PATRIMONIO EFECTIVO / ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO DE CRÉDITO (MARZO 2017)



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

BCI no requeriría de aumentos de capital ante la aprobación de la nueva Ley General de Bancos.

El Gobierno recientemente anunció el ingreso del proyecto de reforma de la Ley General de Bancos al Congreso, el que consistiría en uno de los hechos más relevantes del sector para los próximos años. Uno de los principales cambios corresponde a la implementación de la normativa Basilea III, adecuando los niveles de capital a estándares internacionales y lo que se traduciría en mayores exigencias.

BCI por el momento no contaría con problemas de capital para cumplir con esta nueva normativa, aún así, con el fin de mantener estas cifras, esperamos una tasa de reparto de dividendos de 40% para los próximos años, lo que implicaría una capitalización de la mayor parte de la utilidad del período de la empresa.

Bajas tasas e inflación mantendría presionado ROE en mediano plazo, además preferimos opciones más conservadoras

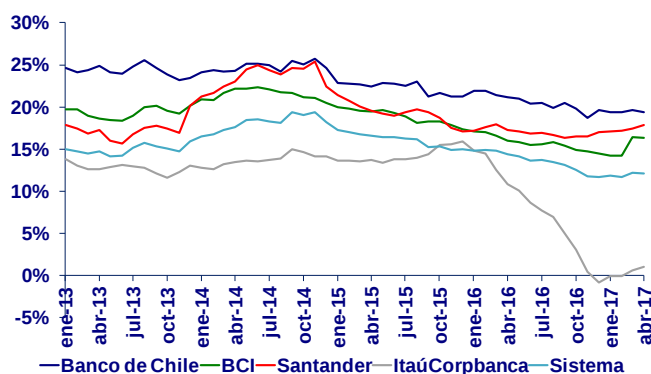
De esta manera, la rentabilidad de la industria en general se ha visto influenciada por el descenso de las tasas de sus colocaciones, las que se mantendrían presionadas en el mediano plazo, una desaceleración en el crecimiento de las colocaciones y mayores gastos de apoyo, producto principalmente de mayores gastos en remuneraciones e inversión en tecnología (ver gráfico 11). En relación al ROE de BCI, este experimentó un considerable aumento a partir de marzo de 2017, lo que se debió a un evento no recurrente con relación a una revalorización a valor de mercado de la participación del banco sobre Credicorp, reconociendo una utilidad por única vez de \$54.781 millones. De obviar este efecto, el ROE a abril de 2017 alcanza un 13,5%, manteniendo la rentabilidad de meses anteriores. Eso sí, la utilidad extraordinaria implicaría un mayor *dividend yield* para el período, el que estimamos alcance un 3,9%.

En conclusión, pese a que destacamos los avances realizados por BCI, como por ejemplo el uso de *data analytics* y lo cual le significó a la compañía mejorar el comportamiento de su cartera de crédito durante los años 2015 y 2016 (influenciado también por el efecto CNB a partir de octubre de 2015), la perjudican el hecho de haber crecido en colocaciones por sobre sus pares, en conjunto con una economía que sorprendió con un inicio de año peor al anticipado. Estos factores se han traducido en un aumento de la morosidad de la empresa, la que incluso ha aumentado por sobre sus provisiones. A la espera de mejores señales macroeconómicas para el país y un mejor comportamiento de su cartera de crédito, privilegiamos estrategias más

conservadoras que presenten mejores niveles de riesgo/retorno (ver gráficos 6 y 11), **lo que nos lleva a mantener una posición neutral en BCI.**

Cabe mencionar eso sí, pese a que proyectamos que se mantenga la tendencia de la morosidad/provisiones de la compañía por las razones mencionadas anteriormente, representa un riesgo al alza el hecho una mejora en el comportamiento de su cartera, debido a que parte del deterioro de esté se vio influenciado en parte por dos instituciones (uno de los cuales corresponde a Fernandez Wood con el que BCI mantenía préstamos por \$6.640 millones). Es así como si este deterioro se debió a un efecto no recurrente, los resultados de la compañía, y por ende su acción, podrían verse beneficiados producto de que no fue considerado en nuestro análisis este efecto.

GRÁFICO 11: ROE (ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: SBIF y Estudios Security.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- Consideramos que la política de dividendos aumenta paulatinamente del 30% de las utilidades hasta 50% al final del período de modelación.
- En materia tributaria, se asume que la tasa de impuesto efectiva para BCI en Chile es de 23,5% y 25% en 2017 y 2018, respectivamente.
- Estimamos que la razón Bolsa/Libro de largo plazo para BCI es de 1,2 veces. Ésta se desprende de un ROE de 14%, una tasa de crecimiento de las utilidades de 5% y una política de reparto de dividendos de 50% en el largo plazo. Para escenarios alternativos ver cuadro 6.
- El costo del patrimonio para el descuento de los dividendos, así como las variables empleadas para su cálculo, se presentan en el cuadro 7. Para escenarios alternativos de tasas ver cuadro 6.

CUADRO 7: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE BCI

Datos Costo Patrimonio	
Beta Patrimonio	0,95
Tasa Libre de Riesgo Nominal LP	5,5%
Premio por Riesgo	5,5%
Costo Patrimonio Nominal	10,7%

Fuente: Departamento de Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

Felipe Jaque S.	Economista Jefe	felipe.jaque@security.cl
César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cesar.guzman@security.cl
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jorge.cariola@security.cl
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rosario.delrio@security.cl
Constanza Pérez S.	Subgerente de Estudios Renta Variable	constanza.perez@security.cl
Juan José Ayestarán N.	Subgerente de Estudios Renta Fija	Juanjose.ayestaran@security.cl
Paulina Barahona N.	Analista Senior de Inversiones	paulina.barahona@security.cl
Martín García-Huidobro	Analista de Inversiones	martin.garciahuidobro@security.cl
Juan Carlos Prieto Z.	Analista de Inversiones	Juancarlos.prieto@security.cl
Rodrigo Gardella B.	Analista de Inversiones	rodrigo.gardella@security.cl
Carolina Abuaud M.	Analista de Inversiones	carolina.abuaud@security.cl
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yessenia.gonzalez@security.cl
Aldo Lema N.	Economista Asociado	aldo.lema@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security