

Informe Security: Itaú Corpbanca

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

Agosto 2017

RECOMENDACIÓN: NEUTRAL

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$ 6,45

Precio de Mercado : \$ 6,05

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE ITAÚ CORPBANCA

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Precio / Utilidad	8,0	5,9	-	17,8	16,0
Bolsa / Libro Tangible	1,4	1,2	1,5	1,5	1,4

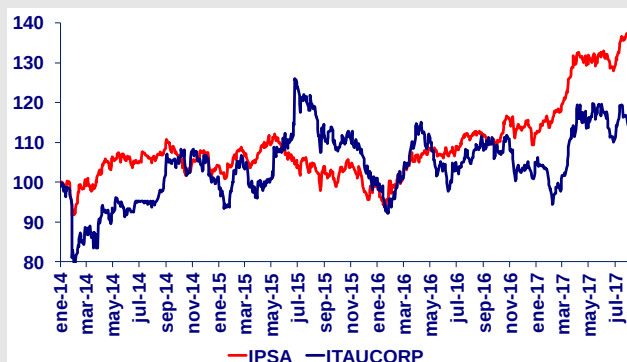
VALORIZACIÓN ITAÚ CORPBANCA (Pesos)

Valor Presente Dividendos por acción	2,3
Valor Perpetuidad por acción	4,1
Retorno Esperado	6,6%
Dividend Yield	2,2%
Precio de Mercado	6,05
Precio Objetivo 12-18 meses	6,45

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS (Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E
Ing. Operacional Neto	1.295.666	933.283	1.046.984	1.157.051
Provisiones	- 209.783	- 353.703	- 252.459	- 264.823
Gastos Operacionales	- 620.589	- 661.788	- 617.720	- 651.988
Resultado Operacional	465.294	- 82.208	176.804	240.239
Utilidad Neta	327.872	- 24.008	174.333	194.155

EVOLUCIÓN ITAÚ CORPBANCA V/S IPSA (Base 100 Enero 2014)



Hemos actualizado nuestra cobertura para Itaú Corpbanca, estimando un precio objetivo de \$6,45 por acción en un horizonte de 12-18 meses, que sumado a un *dividend yield* de 2,2%, 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 5,1% a/a. El banco fusionado por su parte continuaría disminuyendo su participación de mercado durante este año, esperando una recuperación en esta a partir de 2018.

Sumado a lo anterior, las sucesivas disminuciones sobre la TPM y menor inflación proyectada presionarían a la baja las tasas y MIN manteniendo presionados los resultados. En el largo plazo, el banco aumentaría considerablemente su margen de interés neto al medirlo sobre los activos generadores de interés (40 pb. entre 2017 y 2021), justificado por una recuperación en las tasas de sus préstamos y una tasa de fondeo que se acerque a la de sus pares.

En contraste con las menores tasas y MIN, la banca en general se beneficiaría a partir de 2018 del mejor escenario económico, mediante una aceleración en las colocaciones bancarias (crecimiento de 8,2%) y una disminución de las provisiones.

Su filial colombiana debiera mejorar sus resultados también en el mediano plazo, la que acumula casi 10 períodos de pérdidas consecutivas, por la exposición del banco al sector petrolero.

En conclusión, la compañía cuenta con amplio espacio y variables para mejorar sus resultados en los próximos años, lo que se traduciría en un incremento de su ROTE hasta 14% en el largo plazo. Sin embargo, este proceso tomará tiempo y existen diversos riesgos que podrían afectar las estimaciones. De esta manera, y a la espera de un mejor escenario económico para Chile y Colombia, mantenemos una posición neutral.

VALORIZACIÓN BCI

La valorización económica de Itaú Corpbanca se basa en un modelo de dividendos descontados. Estimamos un precio objetivo de \$6,45 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	955.537	1.258.537	1.295.666	933.283	1.046.984	1.157.051
Crecimiento (%)	51,1%	31,7%	3,0%	-28,0%	12,2%	10,5%
Gasto en Provisiones	-147.003	-184.806	-209.783	-353.703	-252.459	-264.823
Gastos Operacionales	-474.227	-637.616	-620.589	-661.788	-617.720	-651.988
Resultado Operacional Neto	334.307	436.115	465.294	-82.208	176.804	240.239
Crecimiento (%)	58,5%	30,5%	6,7%	-117,7%	-315,1%	35,9%
Margen Operacional	35,0%	34,7%	35,9%	-8,8%	16,9%	20,8%
Utilidad Neta	242.816	311.953	327.872	-24.008	174.333	194.155

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

Cuadro 2: PRINCIPALES RATIOS OPERACIONALES

	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Colocaciones Totales	18.500.069	20.392.330	21.634.113	21.048.484	21.030.873	22.690.343
Activos Generadores de Intereses	20.521.235	23.085.607	24.657.605	23.412.620	23.680.555	25.665.096
Rentabilidad						
Retorno sobre Activos (ROA)	1,0%	1,1%	1,1%	-0,1%	0,6%	0,6%
Retorno sobre Patrimonio (ROE)	11,9%	14,4%	16,5%	-0,8%	5,3%	5,7%
Rentabilidad Promedio						
Retorno sobre Activos (ROAA)	1,1%	1,2%	1,1%	-0,1%	0,6%	0,6%
Retorno sobre Patrimonio (ROAE)	13,8%	14,8%	15,8%	-0,9%	5,4%	5,8%
Eficiencia						
Gastos / Ingresos Operacionales	49,6%	50,7%	47,9%	70,9%	59,0%	56,3%
Calidad de la Cartera						
Gasto Provisiones / Colocaciones	0,79%	0,91%	0,97%	1,68%	1,20%	1,17%
Stock Provisiones / Colocaciones	2,13%	2,08%	2,15%	2,84%	2,50%	2,50%
Cartera Morosa / Colocaciones	0,83%	0,99%	1,01%	1,17%	1,18%	1,19%
Ingresos						
Margen de Interés Neto (MIN)	3,1%	3,6%	3,4%	3,2%	3,1%	3,1%
Comisiones / Activos Gen. de Interés	0,8%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%
Ingresos Tesorería Neto / Activos	0,6%	0,7%	0,8%	0,2%	0,5%	0,5%

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%	6,5%	6,1%	6,2%	5,8%	5,8%
Gastos por Intereses / Activos	-3,2%	-3,6%	-3,3%	-3,6%	-3,2%	-3,3%
MIN / Activos	2,6%	3,0%	2,9%	2,6%	2,5%	2,6%
Comisiones / Activos	0,7%	0,8%	0,8%	0,6%	0,6%	0,7%
Tesorería / Activos	0,6%	0,7%	0,8%	0,2%	0,5%	0,5%
Otros ingresos / Activos	0,1%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,0%
Resultado Bruto / Activos	3,9%	4,5%	4,4%	3,2%	3,6%	3,7%
Gastos de Apoyo / Activos	-2,0%	-2,3%	-2,1%	-2,3%	-2,1%	-2,1%
Gastos Provisiones / Activos	-0,6%	-0,7%	-0,7%	-1,2%	-0,9%	-0,8%
Resultado Neto / Activos	1,4%	1,5%	1,6%	-0,3%	0,6%	0,8%
Resultado Soc. / Activos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos / Activos	-0,3%	-0,3%	-0,4%	0,2%	0,0%	-0,2%
Interés Minoritario / Activos	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	1,0%	1,1%	1,1%	-0,1%	0,6%	0,6%
Leverage	10,4x	11,3x	12,8x	8,6x	8,3x	8,7x
ROE	10,3%	12,5%	14,2%	-0,7%	5,0%	5,4%

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

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

Valor Presente Dividendos por acción	2,3
Valor Perpetuidad por acción	4,1
Retorno Esperado	6,6%
<i>Dividend Yield</i>	2,2%
Precio de Mercado	6,05
Precio Objetivo 12-18 meses	6,45

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 5: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Precio / Utilidad	8,0	5,9	-	17,8	16,0
Bolsa / Libro Tangible	1,4	1,2	1,5	1,5	1,4

Fuente: Economía y Departamento de Estudios Security.

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

		Tasa de Descuento Relevante				
Razón Bolsa/Libro de Largo Plazo		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
	0,2	3,08	3,00	2,92	2,84	2,76
	0,7	5,01	4,84	4,68	4,53	4,39
	1,2	6,93	6,69	6,45	6,23	6,01
	1,7	8,85	8,53	8,22	7,92	7,64
	2,2	10,78	10,37	9,99	9,62	9,27

Fuente: Departamento de Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

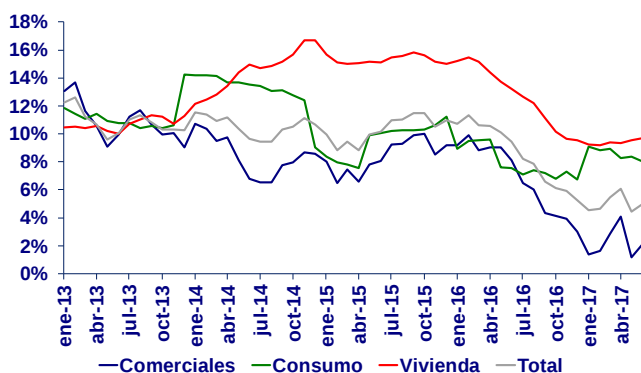
Crecimiento en colocaciones durante 2017 se mantendría bajo su promedio histórico.

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 y que han experimentado justamente 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).

A pesar de que hasta hace unos meses esperábamos un crecimiento para las colocaciones en 2017 de 5,7% a/a, las débiles cifras económicas se tradujeron en un reajuste de nuestro crecimiento estimado de la economía (desde 2,1% a 1,7%) y de nuestra inflación para 2017, perjudicando a los créditos y los que actualmente esperamos que se incrementen un 5,1% a/a (comparado a 5,3% a/a de 2016). Ya a partir de 2018, el alza esperada es de 8,2% a/a, en línea con una recuperación económica e impulsada principalmente por las colocaciones comerciales, las que se favorecerían en ese mismo año producto de un entorno favorable para la inversión y una recuperación de la confianza empresarial.

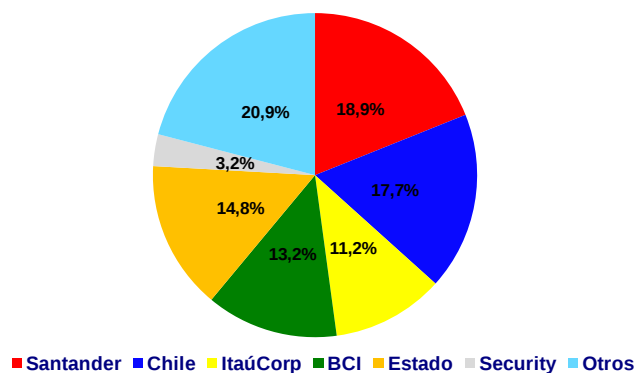
En el caso específico de Corpbanca, a partir de junio de 2014 comienza a disminuir su participación de mercado, efecto que se acrecienta a raíz del complejo proceso de fusión con Itaú y el estancamiento de las colocaciones comerciales durante 2016, disminuyendo su participación de mercado desde un máximo de 12,8% a junio de 2014 (proforma), hasta un 11,2% a junio de 2017 (ver gráficos 2 y 3). Siguiendo la lógica anterior estimamos que Itaú Corpbanca continuaría disminuyendo su participación de mercado durante este año, con un crecimiento de colocaciones de 0,6% en el caso de Chile, muy por debajo del crecimiento del resto de la banca. Esta tendencia se mantendría sólo por 2017, ya que esperamos que a partir de 2018 y en los años siguientes, la empresa comience a recuperar parte de su participación de mercado, producto principalmente de su actual estrategia de privilegiar el segmento minorista.

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO ANUAL COLOCACIONES NOMINALES CHILE POR SEGMENTO



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

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



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

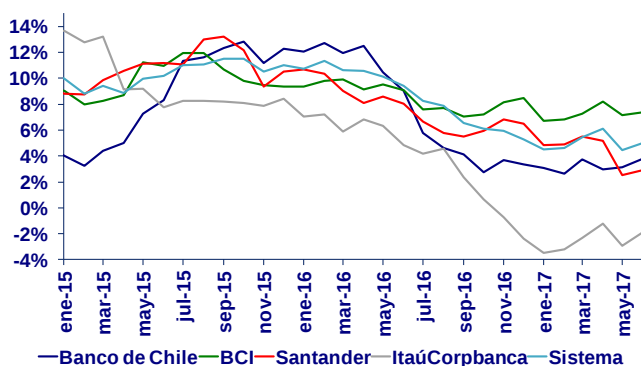
Pese a la baja inflación y TPM, Itaú Corpbanca debiera aumentar sus márgenes con un buen manejo de su costo de fondeo.

A pesar de los diversos recortes que ha realizado el Banco Central sobre su tasa de política monetaria (TPM) durante los últimos meses, la inflación a la fecha se encuentra fuera de su rango meta y el mercado debate sobre nuevas posibles rebajas. En nuestro escenario proyectamos que recién a fines de 2018 se realizarían nuevas alzas de la tasa, a medida que comience a recuperarse la inflación y se acerque a niveles cercanos a su rango meta.

En línea con lo anterior, los bancos desde fines de 2015 comienzan a ver perjudicado su Margen de Interés Neto (MIN) al medirlo sobre los activos generados de interés (gráfico 4). No obstante esto, y pese a los sucesivos recortes de la TPM y la menor inflación, este margen ha tendido a estabilizarse durante los últimos meses, producto de que el ajuste de los pasivos bancarios es más rápido que el de sus activos, viéndose favorecidos en el corto plazo por caídas de tasas. Dicho de otra manera, las tasas del stock de créditos bancarios han tenido un ajuste más lento que su tasa de fondeo, generándose un *spread* entre estas y el que ha sido aprovechado por la banca en general (gráfico 5).

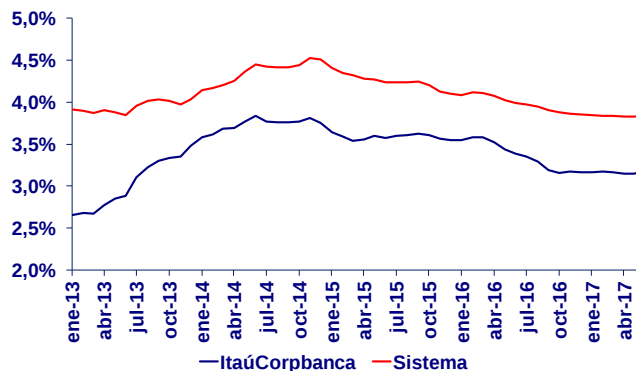
Históricamente Itaú Corpbanca se ha caracterizado por un menor margen MIN/Activos generadores de interés en relación a sus pares de la industria (ver gráfico 4), explicado en parte por el mayor costo de fondeo. Si bien cabe señalar que este margen no es directamente comparable con el resto de los bancos, debido a diferencias de tamaño (economías de escala) y que el banco bajo análisis considera en estos gráficos su filial colombiana, sí se ha generado un diferencial en el fondeo no menor en relación a sus pares durante los últimos años (ver gráfico 5). En nuestras estimaciones, y pese a que pronosticamos una disminución en las tasas de la compañía, esperamos que sus márgenes se acerquen al de sus competidores a medida que disminuya su costo de fondeo, lo que justificamos gracias a las menores tasas de política monetaria, tanto en Chile como Colombia, menores *spread* en sus emisiones de bonos relativos al resto de los bancos y mayor competitividad para captar saldos vistas.

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.

Los efectos de la fusión

La fusión Itaú Corpbanca ha sido un complejo y largo proceso, que data desde el 29 de enero de 2014 cuando las partes firman el *Transaction Agreement*, el que se materializó recién en abril de 2016. Si bien los primeros resultados de la nueva compañía estuvieron muy lejos de los esperados, la nueva dirección se encuentra realizando diversos cambios que fueron incorporados en nuestras estimaciones y de las que cabe hacer mención:

- Cartera de clientes.

Pese a que ya habíamos señalado anteriormente que Itaú Corpbanca planeaba diversificar sus colocaciones logrando un mayor equilibrio entre segmentos corporativos y minorista, cabe complementar esta información con cambios en la manera de seleccionar a los mismos (entre minorista y mayorista), permitiéndole un trato más personalizado. Por otro lado, han logrado también importantes avances en la banca digital, lo que debiera traducirse en ahorro de costos.

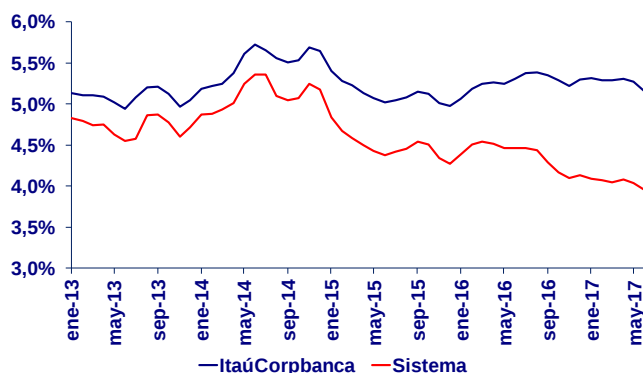
- Administración de colocaciones más conservadora

Es quizás el principal hito que caracterizó los resultados de la compañía fusionada en 2016 y ocurrió producto de que al momento en que Itaú Unibanco adquiere la administración de la nueva empresa, siguiendo la misma línea de su controladora brasileña, comienza a implementar cambios en los estándares de créditos y morosidad de clientes, hacia un enfoque más sustentable y con niveles de riesgos más acotados. Es así como fueron reclasificados diversos clientes en categorías de mayor riesgo, generando un aumento de las provisiones, las que alcanzaron su punto máximo en noviembre de 2016 (ver gráfico 6).

En cuanto a la morosidad de la compañía, si bien esta se muestra con una tendencia al alza (ver gráfico 7), esperamos que las provisiones realizadas durante 2016 hayan considerado esta situación. Eso sí, supone un riesgo a la baja un aumento de la morosidad por sobre lo anticipado, especialmente producto de que el menor crecimiento económico alcanzado a la fecha durante 2017 ha sorprendido negativamente en relación a lo que se esperaba a fines de 2016.

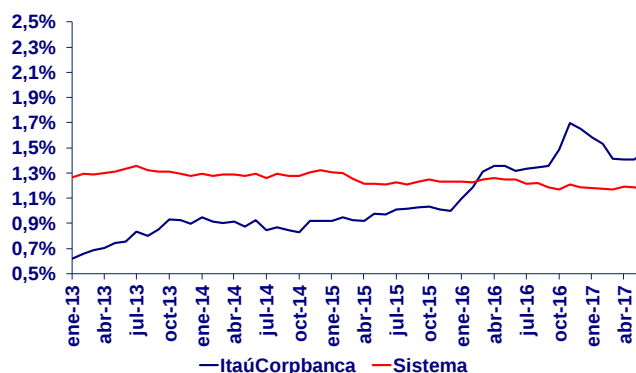
Mención aparte merece el proyecto Alto Maipo, el que actualmente se mantiene declarado en *default* técnico. Para este se aprobó un crédito sindicado por US\$1.300 millones, siendo abonados a la fecha US\$613 millones (un 47,2% del monto total). Itaú Corpbanca es parte de los acreedores con una exposición del 24%, es decir, han prestado US\$147,1 millones (\$95.467 millones aproximadamente¹), de un total pre aprobado por US\$312 millones (\$202.500 millones aproximadamente²). Si bien la empresa señaló que ya provisionaron parte del crédito al momento de realizar la reclasificación de la cartera durante el segundo semestre de 2016 (con un *downgrade* desde cartera normal a subestándar), no descartaron nuevas provisiones, lo que podría impactar nuevamente sus resultados. Faltan mayores definiciones en relación a los montos involucrados y el futuro del proyecto hidroeléctrico, pero sin duda alguna este supone un riesgo adicional a la valorización del banco, ya que en caso de default, los \$202.500 millones a prestar son mayores a la utilidad pronosticada para los años 2017 y 2018. Eso sí, parte de este préstamo ya se encuentra provisionado y la fecha de pago comenzaría recién en 2022.

GRÁFICO 5: TASA DE FONDEO



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 6: GASTO PROVISIONES / COLOCACIONES



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

¹ Con un tipo de cambio de \$649/US\$ con fecha 03-08-2017.

² Con un tipo de cambio de \$649/US\$ con fecha 03-08-2017.

- Sinergias se observarían recién a partir de 2020.

Pese a que en Itaú Corpbanca han señalado que las economías de escala permitirían ahorro de costos para la nueva compañía por aproximadamente US\$100 millones, estas se observarían recién a partir de 2020, debido a que el proceso de integración aún no se encuentra concluido a la fecha, especialmente los aspectos relacionados con el *rebranding* de la marca y la migración de sucursales.

- Mejorar la eficiencia será uno de los aspectos claves para la nueva administración.

El proceso de fusión ha sido más complejo de lo esperado en un comienzo, con considerables alzas en los niveles de eficiencia de la compañía (ver gráfico 8, cabe señalar que niveles más altos significa un banco más ineficiente). Si bien ya se alcanzó el punto de inflexión a fines de 2016, que el alto ratio alcanzado durante 2016 se debió más bien a la considerable disminución en el resultado bruto de la compañía (-28% a/a) que a incrementos en los gastos de apoyo (6,6% a/a).

En ese sentido, una recuperación del resultado bruto beneficiaría el ratio de eficiencia en el corto plazo por sobre ahorro de costos. Ya en el largo plazo anticipamos que la gestión de los brasileros le permitiría al banco importantes mejoras en su eficiencia, aunque por sobre los ratios de eficiencia exhibidos por Itau Unibanco a nivel consolidado (el que alcanza a 45,5% a junio de 2017). El efecto escala resultará fundamental en este aspecto, y podría traducirse en un riesgo al alza.

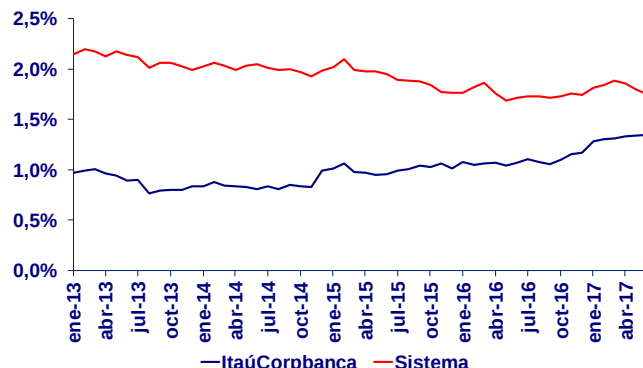
- Enfoque en comisiones, pero menores ingresos por tesorería a lo observado históricamente.

La empresa espera mejorar considerablemente su nivel de comisiones, imponiéndose como objetivo el lograr ingresos cercanos a un 40% de lo que reporta su margen de interés neto, tal como ocurre con Itaú Unibanco (comisiones alcanzaron sobre un 46% del margen de interés neto en el segundo trimestre de 2017), producto de un mejor desempeño comercial de su compañía de seguros y su administradora general de fondos, en conjunto con una recuperación de las colocaciones. Si bien integramos en nuestras estimaciones un alza importante para las comisiones en los próximos períodos, generando ingresos que incluso se duplicarían en tres años, la meta nos parece muy alejada de los actuales 23% que representan las comisiones sobre el NIM, de manera que debido a que también esperamos una recuperación considerable en los NIM, nuestro modelo incorpora comisiones muy por debajo de la meta del 40%, lo que supone un riesgo al alza también.

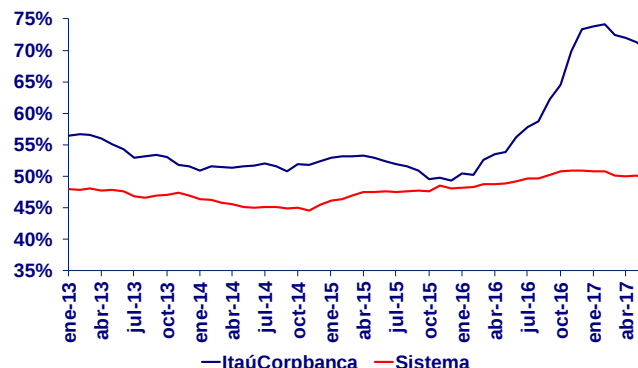
En relación a la tesorería, y a pesar de que incorporamos mejores resultados en esta partida en comparación al año 2016, la nueva empresa fusionada no lograría recuperar los niveles de ingresos históricos por este concepto, principalmente porque ya no realizaría operaciones apalancadas de divisas. Esta nueva política eso sí, se traducirá en una menor volatilidad de sus resultados.

- Goodwill.

Corresponde a un efecto indirecto de la fusión, generándose producto de ésta un aumento en la plusvalía en abril de 2016 por \$806.136 millones (totalizando a esa fecha \$1,1 billones). Lo anterior es relevante debido a que a junio de 2016, los intangibles, incluidos la plusvalía, representan un 47,2% del total del patrimonio de la compañía y, de acuerdo a la normativa Basilea III (la que se incluye dentro de la Ley General de Bancos que se encuentra en tramitación), estos se descuentan del capital básico. Pese a que estas exigencias recién se implementarían a partir del año 2022 y que faltan detalles de la Ley relevantes, como la definición de lo que se considera como activos ponderados por riesgo, la aprobación de la misma podría traducirse en requerimientos de capital adicional para Itau Corpbanca o, al menos, disminuciones en la tasa de reparto de los dividendos. Es así como asumimos una tasa de reparto de 40% hasta el año 2022, la que luego aumentaría hasta 50% en 2023.

GRÁFICO 7: MOROSIDAD MAYOR A 90 DÍAS / COLOCACIONES

Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 8: EFICIENCIA OPERACIONAL (12 MESES)

Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

En resumen, la empresa tiene espacio y debe mejorar en varios aspectos, lo que mejoraría su rentabilidad y la acercaría a sus pares. Eso sí, estas mejoras conllevarán tiempo, como ya ha quedado demostrado y dependerá considerablemente en el largo plazo de qué tan eficiente sea su administración y hasta qué niveles la nueva compañía se asemeje en su operación a su controladora brasileña.

Colombia será otro desafío relevante para la compañía, con positivas perspectivas a futuro.

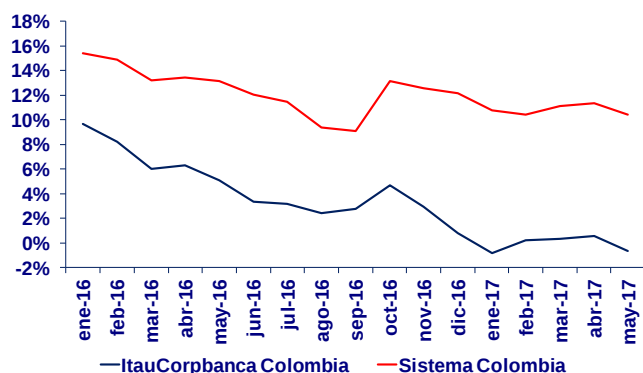
Un factor relevante para Itaú Corpbanca es su filial en Colombia, la que a junio de 2016 representaba un 24% del total de colocaciones de la empresa. Como el gráfico 9 lo demuestra, esta división ha venido con un crecimiento menor al de la industria en general, disminuyendo su participación de mercado y lo que se explica producto de un saneamiento de la cartera luego de la adquisición de Helm Bank en agosto de 2013 (con la que comienza a consolidar en junio de 2014). Para nuestras estimaciones consideramos que a partir del año 2019 la empresa alcanzaría niveles similares de crecimiento al de la industria bancaria en general, esperando entonces un crecimiento de 10,1% para ese año. Sumado a lo anterior, anticipamos un crecimiento de largo plazo para la banca mayor al de Chile, debido a la menor penetración bancaria de ese país. Un factor a considerar eso sí, es el hecho de que en este país la empresa también se ha visto afectada por la fusión Itaú Corpbanca, encontrándose en etapa de adopción de las políticas y procedimientos de su controladora y que recién a inicios de 2018, comenzaría el proceso de la introducción de Itaú como marca.

La banca colombiana, en un contexto de desaceleración económica a nivel país, ha logrado mantener relativamente estable su rentabilidad, lo que no ha ocurrido con Corpbanca Colombia (ver gráfico 10). Lo anterior tiene relación con diversos factores: Al igual que su controladora en Chile, este tiene una mayor exposición al segmento comercial, viéndose más afectada por la crisis que atraviesa el sector petrolero en ese país. En línea con lo anterior, Corpbanca correspondía a uno de los principales acreedores del Grupo Pacific (Pacific Exploration and Production Corp., Meta Petroleum Corp., Petromineales Corp, y Pacific Stratus Energy Colombia Corp.), holding que entró en insolvencia de pagos. La nueva administración más conservadora de esta empresa se tradujo también en un aumento de las provisiones por concepto de reclasificación de clientes y, por último, se hicieron cambios en la forma de manejar el balance y las operaciones con derivados del banco, reduciendo la sensibilidad del banco a movimientos en las tasas de interés (lo que afecta el fondeo y el negocio de tesorería de Corpbanca Colombia).

Anticipamos una recuperación en adelante para este banco en Colombia, asumiendo que los resultados de Colombia ya habrían alcanzado su punto de inflexión y mejorarían en los próximos períodos. Ya en el largo plazo, esperamos una

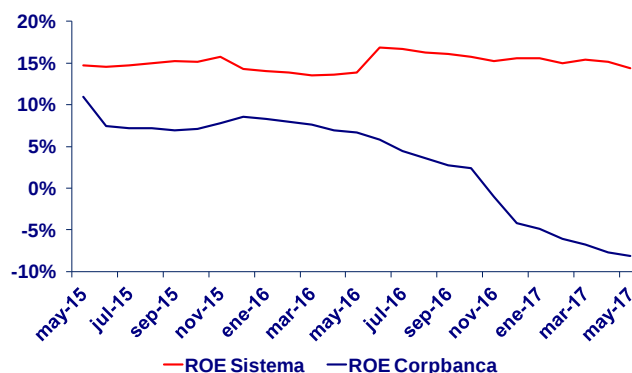
rentabilidad sobre patrimonio, sin considerar goodwill, de 10% para Colombia, en línea con las estimaciones de la propia empresa.

GRÁFICO 9: COLOCACIONES CORPBANCA/HELM BANK COLOMBIA (EN PESOS COLOMBIANOS)



Fuente: SFC y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 10: ROE DE CORPBANCA COLOMBIA VS. SISTEMA BANCARIO COLOMBIA



Fuente: SFC y Departamento de Estudios Security.

Bajas tasas e inflación mantendrían presionado el ROE en el corto plazo.

Los resultados logrados por la compañía durante el primer semestre de 2017 (\$88.438 millones) suponen un considerable avance en relación al acumulado a la misma fecha del año pasado (\$10.428 millones), aunque aún se mantienen muy alejados de los niveles históricos de los Bancos Corpbanca e Itaú por separado (por ejemplo, durante el primer semestre de 2014 y 2015 se alcanzó una utilidad en conjunto por \$159.707 y por \$153.372 respectivamente).

El mejor resultado eso sí no es tan alentador al analizarlo detenidamente: Cabe mencionar en primer lugar el hecho de que más de \$20.000 millones (US\$30 millones) de la utilidad corresponden a la devolución de la multa SBIF, luego de la anulación de la misma por parte de la Corte Suprema. Debemos adicionar a lo anterior los \$11.467 millones por ganancia tributaria asociada principalmente al proceso de adquisición del Helm Bank en Colombia. El resto del alza se explica principalmente por mejores resultados en tesorería (recordar que este ítem se vio perjudicado en 2016 y que la nueva administración en Colombia cambió la política de las operaciones con derivados y del manejo del balance) y menores provisiones (lo que se debe a provisiones adicionales que debió realizar el banco durante en el primer semestre de 2016 producto de las modificaciones a la normativa en los niveles de provisiones de los créditos bancarios).

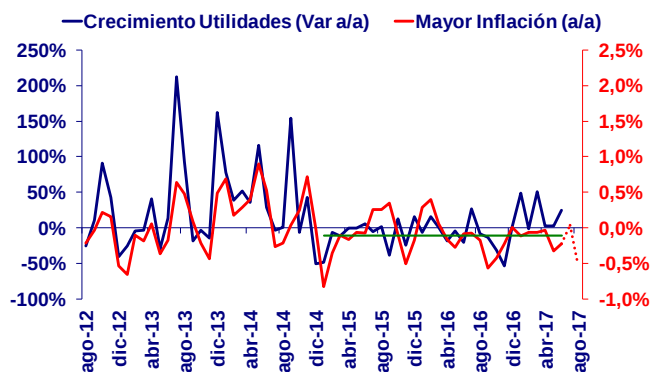
En el caso de Chile, pese a que esperamos importantes avances para su rentabilidad a partir de 2020, esta se mantendría acotada en el corto plazo, presionada principalmente por el margen de interés (lo que a su vez se debería a la baja inflación y TPM que pronosticamos para 2017 y 2018).

Por último, es importante mencionar el hecho de que durante los últimos meses se ha generado una divergencia entre la variación de las utilidades de la banca en general y de la inflación, en donde esta última ha ido sorprendiendo a la baja, mientras que los bancos han reportado mayores resultados (ver gráfico 11). Si bien en algunos casos se ha debido a una mejor administración, existen una serie de factores que han afectado los resultados, en donde destacamos los eventos no recurrentes (\$54.700 millones y \$20.700 millones adicionales para BCI e Itaú Corpbanca respectivamente), y la menor tasa de política monetaria, producto de que como se han ido ajustando más rápidamente los pasivos bancarios que sus activos, el margen de interés neto ha aumentado en el corto plazo, el que debiera tender a disminuir durante los próximos meses. De esta manera,

pese a que esperamos que la recuperación de la actividad económica beneficie a la industria bancaria en general, a través de un aumento en las colocaciones y de menores provisiones, este efecto se vería aminorado a través de la menor tasa de política monetaria e inflación. En este escenario eso sí, Itaú Corpbanca cuenta con ventaja frente a sus pares, ya que se encuentra menos expuesta a la UF considerando coberturas, como queda demostrado en el gráfico 12.

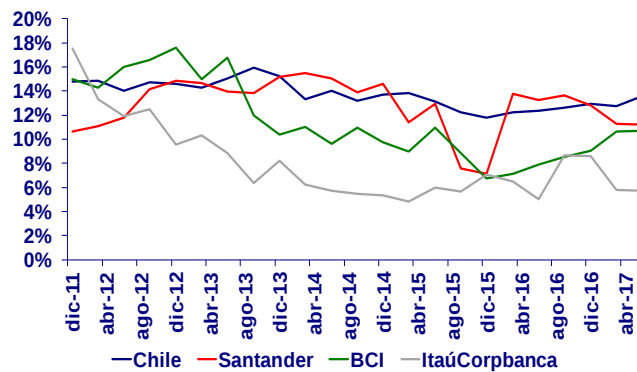
En resumen, la empresa cuenta con una serie de factores que han afectado negativamente sus resultados durante los últimos meses, los cuales debieran tender a mejorar durante los próximos años. **Pese a lo anterior, catalogamos ITAUCORP como mantener, debido al riesgo y plazo que requerirá para mejorarlos. Esto al menos, a la espera de que el retorno esperado justifique el riesgo implícito.**

GRÁFICO 11: CRECIMIENTO DE UTILIDADES E INFLACIÓN



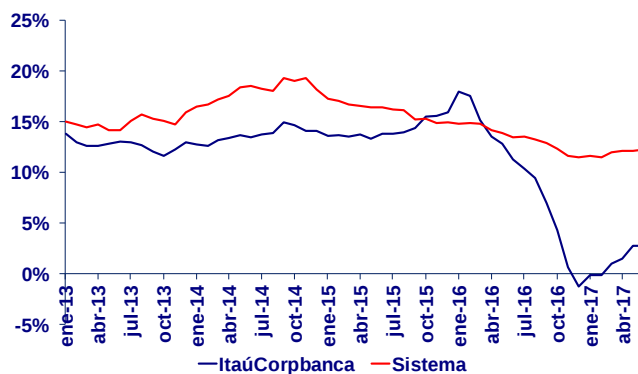
Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 12: POSICIÓN NETA EN UF / TOTAL DE ACTIVOS



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 13: ROE (ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- Consideramos que la política de dividendos aumenta paulatinamente del 40% de las utilidades hasta 50% al final del período de modelación.
- En materia tributaria, se asume que la tasa de impuesto efectiva para Itaú Corpbanca es de 0%, 19,5% y 26% en 2017, 2018 y 2019, respectivamente.
- Estimamos que la razón Bolsa/Libro de largo plazo para Itaú Corpbanca es de 1,2 veces. Ésta se desprende de un ROE Tangible 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 ITAÚ CORPBANCA

Datos Costo Patrimonio	
Beta Patrimonio	1,00
Tasa Libre de Riesgo Nominal LP	5,5%
Premio por Riesgo	5,5%
Costo Patrimonio Nominal	11,0%

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