

Informe Security: BANCO SANTANDER

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

Septiembre 2017

RECOMENDACIÓN: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo a 12-18 meses: \$ 51

Precio de Mercado : \$ 47

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE BANCO SANTANDER

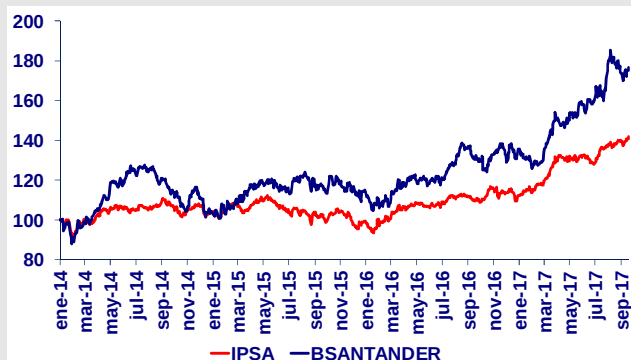
	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Precio / Utilidad	10,4	13,3	14,3	16,0	15,1
Bolsa / Libro	2,2	2,2	2,4	3,1	2,8

VALORIZACIÓN BANCO SANTANDER
(Pesos)

Valor Presente Dividendos por acción	17,6
Valor Perpetuidad por acción	33,4
Retorno Esperado	8,2%
Dividend Yield	4,0%
Precio de Mercado	47,2
Precio Objetivo 12-18 meses	51,0

RESULTADOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS
(Millones de Pesos)

	2015	2016	2017 E	2018 E
Ing. Operacional Neto	1.599.756	1.609.015	1.694.973	1.847.835
Provisiones	- 413.694	- 343.286	- 303.170	- 335.804
Gastos Operacionales	- 661.208	- 686.905	- 694.787	- 757.529
Resultado Operacional	524.854	578.824	697.016	754.501
Utilidad Neta	448.878	472.351	554.865	578.296

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

Hemos actualizado nuestra visión para Banco Santander, estimando un precio objetivo de \$ 51 en un horizonte de 12-18 meses, que sumado a un atractivo *dividend yield* de 4%, son consistentes con una visión de Sobreponderar.

Santander se ha enfocado en segmentos más rentables, principalmente de altos ingresos, disminuyendo su exposición a otros más riesgosos. Esto le significaría disminuir su participación de mercado durante 2017 (con una expansión de colocaciones de 3,8% vs. 5,1% del sistema bancario), la que recuperaría en 3 años.

Lo anterior eso sí, ha traído consigo una mejora en la calidad de su cartera. Así, los niveles de morosidad y el costo por riesgo han caído de forma considerable en los últimos tres años (provisiones/colocaciones desde 1,55% en julio 2014 a 1,21% a julio 2017). Con este nuevo *mix* de colocaciones, la compañía ha conseguido mejorar su Margen de Interés Neto ajustado por riesgo, tendencia que debiera mantenerse durante los próximos periodos, en línea con una recuperación de la economía y mayor inflación.

La compañía además, ha realizado un activo manejo de su balance, disminuyendo su exposición a la UF, lo que le ha permitido también mejoras en resultados, pese al contexto de baja inflación. Por otra parte, la empresa continúa realizando políticas enfocadas en mejorar sus niveles de eficiencia, como lo son los avances tecnológicos y el cierre de sucursales.

Es así como, pese al contexto actual de baja inflación y deterioro de la economía/empleo, las políticas adoptadas por Santander le han permitido positivos resultados durante 2017 y mantener favorables perspectivas para los siguientes (incorporando una rentabilidad sobre patrimonio que oscilaría entre un 18% y 19,5% para los próximos años). Pese a que se mantienen los riesgos para la industria en general -lo que nos ha llevado a subponderar el sector-, **valoramos los cambios implementados por Santander e incorporamos una visión de Sobreponderar para la empresa.**

VALORIZACIÓN BANCO SANTANDER

La valorización económica de Banco Santander se basa en un modelo de dividendos descontados. Estimamos un precio objetivo de \$ 51 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación Sobreponderar, 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	1.380.624	1.562.338	1.599.756	1.609.015	1.695.414	1.861.948
Crecimiento (%)	2,3%	13,2%	2,4%	0,6%	5,4%	9,8%
Gasto en Provisiones	-364.031	-374.431	-413.694	-343.286	-303.170	-330.745
Gastos Operacionales	-557.609	-588.209	-661.208	-686.905	-694.968	-763.315
Resultado Operacional Neto	458.984	599.698	524.854	578.824	697.276	767.888
Crecimiento (%)	3,5%	30,7%	-12,5%	10,3%	20,5%	10,1%
Margen Operacional	33,2%	38,4%	32,8%	36,0%	41,1%	41,2%
Utilidad Neta	441.926	550.331	448.878	472.351	555.071	588.536

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

Cuadro 2: PRINCIPALES RATIOS OPERACIONALES

	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Colocaciones Totales	20.935.312	22.880.706	25.289.880	26.933.624	27.953.198	30.351.730
Activos Generadores de Intereses	22.779.169	24.544.222	27.347.615	30.601.901	30.769.769	33.383.337
Rentabilidad						
Retorno sobre Activos (ROA)	1,6%	1,8%	1,3%	1,3%	1,5%	1,4%
Retorno sobre Patrimonio (ROE)	19,0%	21,1%	16,4%	16,5%	19,1%	18,7%
Rentabilidad Promedio						
Retorno sobre Activos (ROAA)	1,7%	1,9%	1,4%	1,3%	1,5%	1,5%
Retorno sobre Patrimonio (ROAE)	19,8%	22,3%	16,8%	16,9%	19,2%	19,4%
Eficiencia						
Gastos / Ingresos Operacionales	40,4%	37,6%	41,3%	42,7%	41,0%	41,0%
Calidad de la Cartera						
Gasto Provisiones / Colocaciones	1,74%	1,64%	1,64%	1,27%	1,08%	1,09%
Stock Provisiones / Colocaciones	2,91%	3,06%	2,98%	3,05%	2,77%	2,54%
Cartera Morosa / Colocaciones	2,93%	2,81%	2,54%	2,09%	2,09%	2,01%
Ingresos						
Margen de Interés Neto (MIN)	4,7%	5,4%	4,6%	4,2%	4,3%	4,3%
Comisiones / Activos Gen. de Interés	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,9%	0,9%
Ingresos Tesorería Neto / Activos	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

Cuadro 3: DESCOMPOSICIÓN ROE

	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Ingresos por Intereses / Activos	6,9%	7,3%	6,0%	5,8%	5,7%	5,8%
Gastos por Intereses / Activos	-2,9%	-3,0%	-2,4%	-2,3%	-2,1%	-2,3%
MIN / Activos	4,0%	4,3%	3,6%	3,5%	3,6%	3,6%
Comisiones / Activos	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%
Tesorería / Activos	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Otros ingresos / Activos	-0,2%	-0,3%	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-0,1%
Resultado Bruto / Activos	5,1%	5,1%	4,6%	4,3%	4,6%	4,6%
Gastos de Apoyo / Activos	-2,1%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%
Gastos Provisiones / Activos	-1,3%	-1,2%	-1,2%	-0,9%	-0,8%	-0,8%
Resultado Neto / Activos	1,7%	2,0%	1,5%	1,6%	1,9%	1,9%
Resultado Soc. / Activos	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuestos / Activos	-0,3%	-0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,4%
Interés Minoritario / Activos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA	1,6%	1,8%	1,3%	1,3%	1,5%	1,4%
Leverage	11,5x	11,6x	12,5x	12,8x	12,5x	12,8x
ROE	18,8%	20,8%	16,2%	16,3%	18,9%	18,5%

Fuente: Departamento de Estudios Security y SBIF.

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

Valor Presente Dividendos por acción	17,6
Valor Perpetuidad por acción	33,4
Retorno Esperado	8,2%
Dividend Yield	4,0%
Precio de Mercado	47,2
Precio Objetivo 12-18 meses	51,0

Fuente: Departamento de Estudios Security.

Cuadro 5: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2014	2015	2016	2017 E	2018 E
Precio / Utilidad	10,4	13,3	14,3	16,0	15,1
Bolsa / Libro	2,2	2,2	2,4	3,1	2,8

Fuente: Económica 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				
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Razón Bolsa/Libro de Largo Plazo	1,4	39,3	38,1	37,0	35,9	34,8
	1,9	47,0	45,5	44,0	42,6	41,3
	2,4	54,6	52,8	51,0	49,4	47,8
	2,9	62,2	60,1	58,1	56,1	54,2
	3,4	69,9	67,4	65,1	62,9	60,7

Fuente: Departamento de Estudios Security.

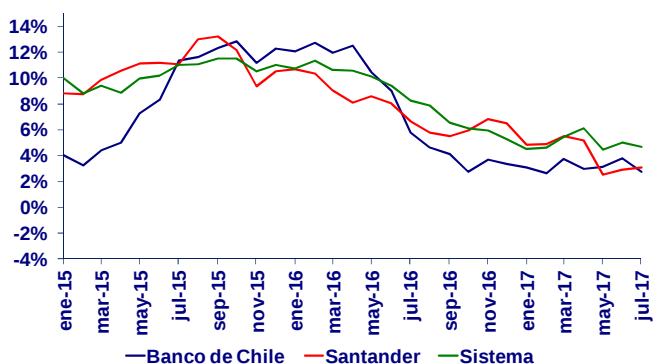
PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

Crecimiento de Colocaciones se Moderaría en 2017

Tal como hemos mencionado en nuestros informes bancarios anteriores, luego de varios períodos con importante expansión, las colocaciones se han visto afectadas negativamente durante los años 2016 (5,3%) y lo acumulado a la fecha del 2017 (crecimiento de 4,7% a/a a julio), producto de la desaceleración económica, menor inflación y ajustes *post IVA* a las viviendas. Es así como estimamos un crecimiento en colocaciones de 5,1% para el sistema bancario durante 2017, mientras que **para Santander anticipamos un alza de 3,8%, lo que afectaría su participación de mercado (desde 19,1% a 18,9%), debido principalmente al enfoque de la compañía en clientes más rentables.**

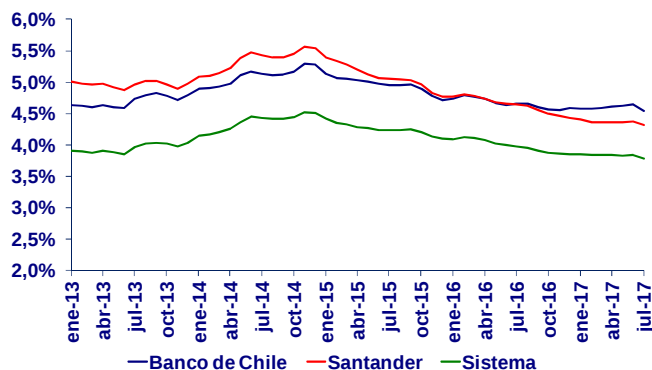
Anticipamos una recuperación económica a partir de 2018, con un crecimiento de la economía de 3,1% y una inflación de 2,8% para ese mismo año, lo que en conjunto con una mayor inversión, impactaría positivamente a las colocaciones bancarias (variación estimada de 8,4% para 2018). **En el caso específico de Santander, incorporamos que el banco crecería por sobre el mercado en 2018 y 2019, recuperando su participación de 19,1% hacia adelante, justificado en el hecho de que los avances tecnológicos y la mejora en eficiencias le permitirían a la compañía entregar créditos a ciertos segmentos en los que anteriormente no era rentable hacerlo.**

GRÁFICO 1: CRECIMIENTO ANUAL COLOCACIONES NOMINALES CHILE POR SEGMENTO



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 2: MARGEN DE INTERÉS NETO (SOBRE ACTIVOS GENERADORES DE INTERÉS)



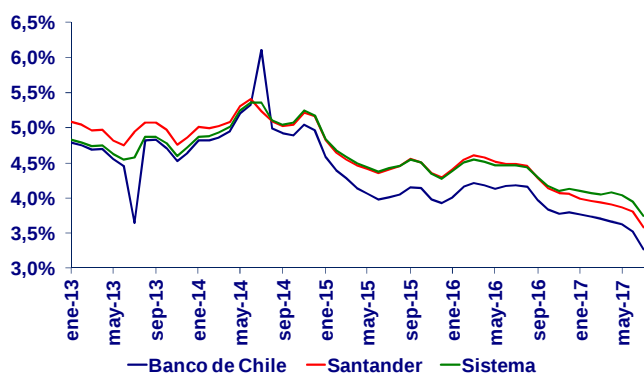
Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Baja Inflación Mantendría Presión en el Corto Plazo

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 al rango entre 2% y 4%.

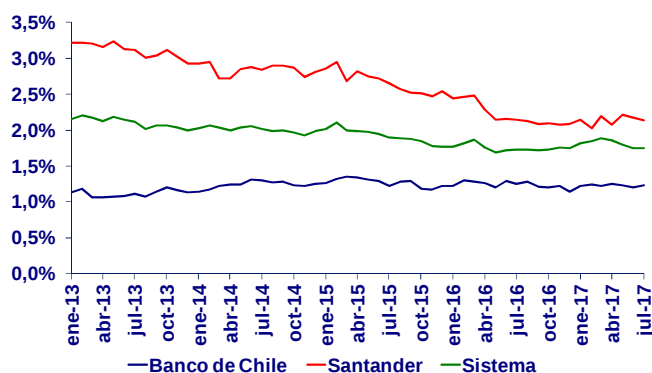
Es así como los sucesivos recortes de tasas de los últimos meses han generado que se establezca el Margen de Interés Neto durante este año (ver gráfico 2), dado que el ajuste de los pasivos bancarios ha sido más rápido que el de los activos o, en otras palabras, las tasas de los créditos han disminuido en menor medida que las tasas de fondeo. Si bien lo anterior ha beneficiado el MIN en el corto plazo, este se mantendría presionado durante los próximos períodos producto de la baja inflación proyectada, la que recién en 2018 se acercaría a niveles cercanos al 3%.

GRÁFICO 3: TASA DE FONDEO AJUSTADA



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 4: MOROSIDAD MAYOR A 90 DÍAS / COLOCACIONES

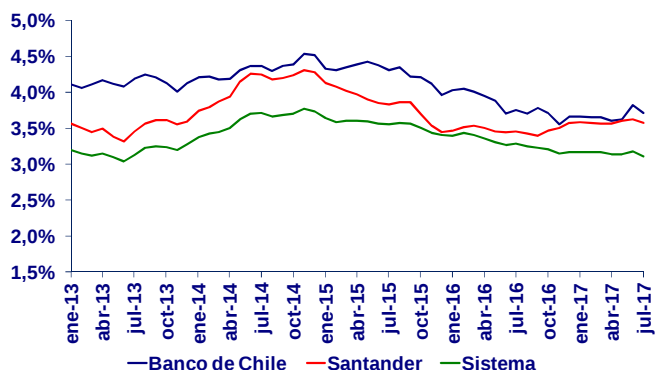


Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Cambios en Mix de Clientes Comienzan a Traducirse en Mejores Resultados

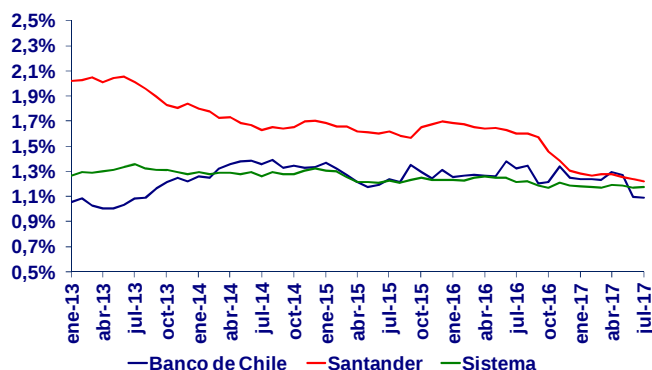
Banco Santander se ha enfocado en los últimos años en el crecimiento en segmentos más rentables, principalmente en aquéllos de altos ingresos y menor riesgo. Si bien lo anterior ha perjudicado el crecimiento de sus colocaciones y en parte su MIN, se han observado considerables mejoras sobre su morosidad (ver gráfico 4), disminuyendo la brecha en comparación al resto de la industria. Es así como, durante fines de 2016 y gran parte de 2017, el MIN neto de riesgo (diferencia entre el MIN y las provisiones) ha mantenido una tendencia al alza, a diferencia del resto de la industria (ver gráfico 5).

GRÁFICO 5: MIN NETO DE RIESGO / COLOCACIONES



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 6: GASTO EN PROVISIONES / COLOCACIONES



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

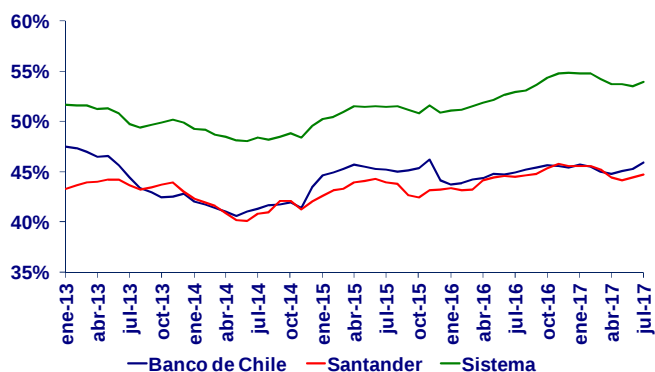
Producto de que ya provisionó gran parte de la cartera de Banefe, no debíamos observar provisiones adicionales relevantes durante el resto del año, pese a la desaceleración económica, incorporando a la vez para los próximos años un mayor crecimiento de colocaciones y un gasto en provisiones acotado (las que al medirlas sobre las colocaciones se mantendrían cercanas a 1,1%), en un contexto de una recuperación en el escenario económico.

Esfuerzos en Reducción de Gastos Favorecen Productividad

Sumado a la mayor rentabilidad de sus créditos, Santander se encuentra realizando también ajustes en su productividad. Es así como, por ejemplo, durante los últimos 12 meses redujeron en un 13,2% sus sucursales (evitando fugas de clientes al transformar otras sucursales en espacios multi segmentos), en un 5% sus empleados, y en un 28,6% sus cajeros, lo que les permitió alcanzar un *ratio* de eficiencia de 40,2% durante el primer semestre de 2017.

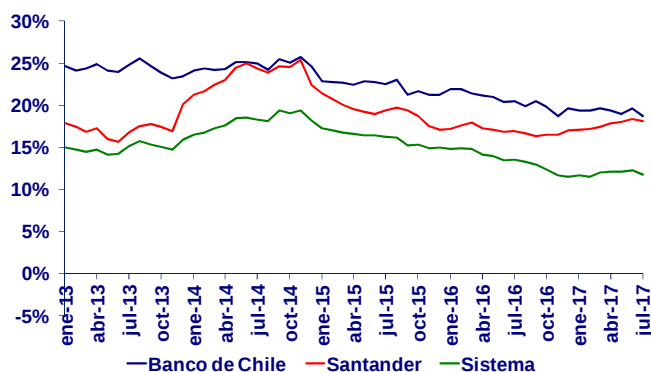
Lo anterior, permite suponer que mantendrían acotados sus gastos durante los siguientes períodos, **incorporando un *ratio* de eficiencia levemente superior a lo acumulado a la fecha de 41% para este y los próximos años**, justificado principalmente en un menor crecimiento del resultado operacional bruto para el caso del segundo semestre de 2017.

GRÁFICO 7: EFICIENCIA OPERACIONAL (12 MESES)



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 8: ROE (12 MESES)



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

Buenas Perspectivas Mantienen a Santander Como Nuestra Favorita Dentro del Sector

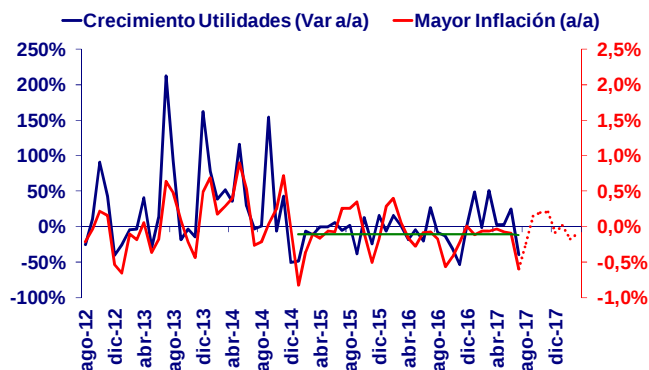
Producto de una buena gestión y pese al contexto de baja inflación y desaceleración económica, Santander ha mostrado mejoras en casi todas sus líneas de negocio durante el presente año, lo que se ha traducido en un crecimiento de la utilidad acumulada a julio de este año de 16,6%, en comparación a un 11,6% del sistema bancario (5,3% si descontamos la utilidad extraordinaria de BCI por la revalorización de Credicorp y la devolución de la multa SBIF aplicada anteriormente a Itaú Corpbanca).

Si bien para la segunda mitad de este año y el primer semestre de 2018 vemos cierta presión sobre sus resultados y los de la banca en general, las diferentes políticas adoptadas por Santander permiten predecir que su ROE (retorno sobre patrimonio) debiera mantenerse entre rangos de 18% a 19% durante los próximos años. Complementando los puntos descritos anteriormente, cabe mencionar otras iniciativas de menor envergadura como el *Client Relationship Management* (CRM), los nuevos *work café*, así como mejoras en su página *web* y aplicaciones, los que lentamente comienzan a incidir sobre algunos aspectos relevantes como la fidelización, la venta de productos cruzados, las colocaciones y/o la eficiencia.

Por último, y un detalle no menor, corresponde a la menor exposición del banco a la UF considerando coberturas, lo que le ha permitido reducir la incidencia de la inflación sobre sus resultados (ver gráfico 10). Nuestras estimaciones de resultado son incluso un poco más conservadoras que las de la propia compañía, la que indica un retorno sobre el patrimonio de 19%-19,5% para este año y de 19,5%-20% para el largo plazo, mientras que nosotros incorporamos valores de 18,9% y de 18,5% respectivamente, por lo que mejoras en el ROE por sobre nuestras estimaciones suponen un riesgo al alza.

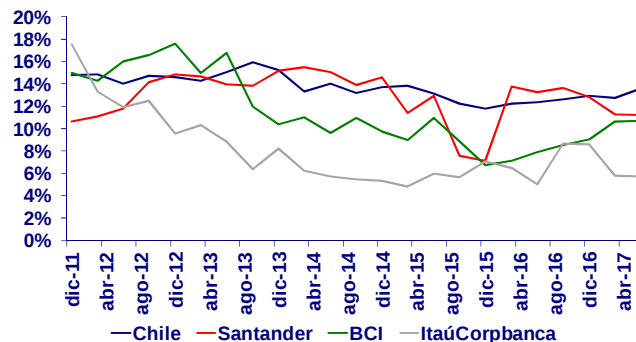
En conclusión, los cambios adoptados por esta compañía durante el último tiempo, destacando algunos como el hecho de enfocarse en clientes más rentables, la menor exposición a segmentos más riesgosos (especialmente en lo que se refiere a Santander Banefe), mantener el enfoque sobre la eficiencia y que, a la espera de mayores definiciones de la Nueva Ley General de Bancos, no observamos necesidades de capital adicional para el banco, nos lleva a **mantener positivas perspectivas de crecimiento en los resultados de Santander para este y los próximos años, así como una recomendación de sobreponderar para sus papeles.**

GRÁFICO 9: CRECIMIENTO DE UTILIDADES E INFLACIÓN



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

GRÁFICO 10: POSICIÓN NETA EN UF / TOTAL DE ACTIVOS



Fuente: SBIF y Departamento de Estudios Security.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- Consideramos que la política de dividendos se mantiene en 60% de las utilidades para luego aumentar a 70% al final del período de modelación.
- En materia tributaria, se asume que la tasa de impuesto efectiva es de 20,5%, 23,5% y 25% en 2017, 2018 y 2019, respectivamente.
- Estimamos que la razón Bolsa/Libro de largo plazo para Banco Santander es de 2,4 veces. Ésta se desprende de un ROE de 18,5%, una tasa de crecimiento de las utilidades de 5% y una política de reparto de dividendos de 70% 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 BANCO SANTANDER

Datos Costo Patrimonio	
Beta Patrimonio	0,90
Tasa Libre de Riesgo Nominal LP	5,5%
Premio por Riesgo	5,5%
Costo Patrimonio Nominal	10,5%

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 O.	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