

Sector Bancario:**Positivo Escenario Seguiría Incorporado en Valorizaciones**

Nicolas Libuy I.

Resumen

- Esperamos que 2018 cierre con un crecimiento de la economía local de 4,2%, lo cual permitiría una mejora en la utilidad de los bancos bajo cobertura de 12% a/a. Por otra parte, estimamos un crecimiento nominal en torno a 9% para las colocaciones totales, impulsadas principalmente por los segmentos de vivienda y comerciales, los cuales han tomado un mayor impulso los últimos meses.
- A julio de 2018 la utilidad del sector acumuló un crecimiento de 11% a/a, impulsado principalmente por un aumento en MIN (margen de interés neto) de 11% a/a, comisiones netas (10% a/a), con un menor gasto en provisiones (1,5% a/a) e ingresos por tesorería más bajos, con una caída de 6%. A nivel de colocaciones, estas evidenciaron una mejora a julio 2018 de 7,9% a/a, principalmente por vivienda, las cuales han venido moderando su crecimiento (9,4% a/a). Por otro lado, esperamos que las colocaciones comerciales consoliden su expansión mostrada los últimos meses, con lo que cerraría el año con un avance en torno a 9%.
- Nuestras perspectivas para el próximo año están marcadas por un crecimiento del PIB de 3,8%, lo cual permitiría una mejora en la utilidad del sistema, apoyado en un aumento en colocaciones totales de 9,8% a/a.
- Para el caso de la inflación, nuestro escenario base considera una inflación de 3% para este año y 3,2% en 2019, en torno al rango meta del Banco Central, lo que impulsaría el margen de interés neto (MIN) del sector.
- Por el lado de la morosidad y el costo por riesgo, nuestras estimaciones apuntan a un mayor gasto en provisiones, en línea con una mayor cobertura y la aplicación de la nueva norma de provisiones grupales en la cartera comercial, la que tendría un costo aproximado de U\$300 millones para el sistema.
- A pesar de que vemos un panorama positivo para la industria, valoraciones ajustadas luego de un buen desempeño en lo que va del año, limita los espacios de alzas en los papeles bajo cobertura, por lo que mantenemos subponderado el sector, privilegiando los papeles de Banco Santander.

Cuadro 1: Resumen Recomendaciones

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	B/L Forward	Dividend Yield '19
BCI	Neutral	46.370	15,7	21	3,0%
Banco de Chile	Subponderar	103	17,5	3,2	3,0%
ItauCorpbanca	Neutral	6,9	22,4	1,7	0,0%
Banco Santander	Sobreponderar	58	17,6	3,4	4,3%

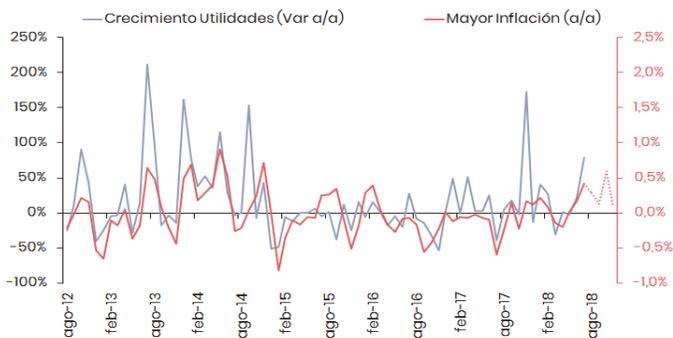
Inflación: En Torno al Rango Meta del Banco Central

Luego de un IPC durante agosto de 0,2%, el cual estuvo en línea con el consenso de los analistas encuestados por bloomberg, el IPC medido en 12 meses se ubicó en 2,6%, dentro de lo previsto por el Banco Central, lo que acorde a nuestras estimaciones llevaría a que se mantenga la TPM hasta final de año, para luego subir la tasa 25 p.b e iniciar una normalización monetaria en marzo de 2019.

Para el año 2019, esperamos una inflación en torno a la meta del Banco Central, lo que dada la estrecha relación entre las utilidades del sistema y una mayor inflación (ver gráfico 1), impulsaría los MIN del sistema.

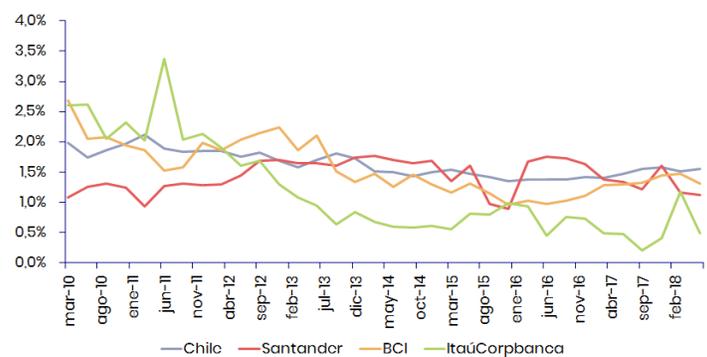
De mantenerse la exposición actual del sistema a la UF, en nuestro escenario base, Banco de Chile sería el banco más sensible (ver gráfico 2).

GRÁFICO 1: UTILIDAD-INFLACIÓN



Fuente: Estudios Security.

GRÁFICO 2: VAR. 1% UF EN PATRIMONIO



Fuente: Estudios Security, reportes compañías

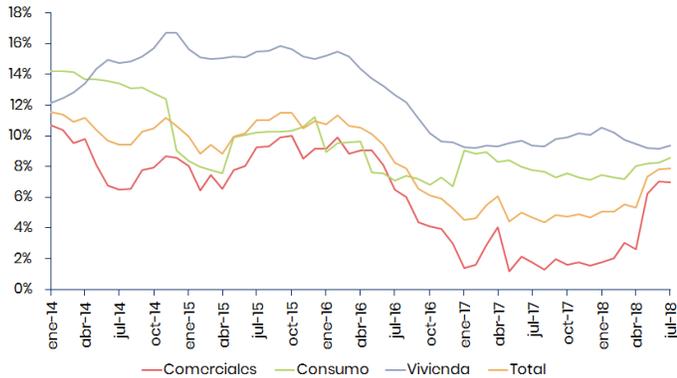
Colocaciones: Mayor Crecimiento en 2019

Durante 2017 el crecimiento local en colocaciones del sistema (sin incluir las interbancarias) fue de 4,7%, para luego pasar a 7,9% a/a en julio. Esta expansión ha sido impulsado principalmente por las del segmento hipotecario que han tenido un alza a julio de 9,4% a/a, aumento que ha ido perdiendo fuerza a través del año.

Por otro lado, las colocaciones comerciales, han sorprendido los últimos tres meses llegando a un avance de 7% a/a a julio (ver gráfico 3), tendencia que se mantendría durante el año. Dado lo anterior, alcanza una variación interanual (desestacionalizado) de 7,4% a junio, donde estimamos que este indicador mantendría su tendencia positiva durante 2018.

El imacec no minero tuvo una variación interanual de 3,8% en julio, mostrando una moderación frente a los datos registrados durante el segundo trimestre, a la vez que la variación interanual del PIB nominal se mantuvo en 7,7% (ver gráfico 4). Por lo que frente a una expansión de la economía estimada de 4,2% en 2018, esperamos un crecimiento en colocaciones totales de 9,4%, con una elasticidad de 1,5. Similar escenario presentaría el año 2019 donde estimamos una elasticidad de 1,7, para una expansión de 3,8%.

GRÁFICO 3: COLOCACIONES LOCALES



Fuente: Estudios Security, SBIF

GRÁFICO 4: PIB NOMINAL (Var. Interanual)



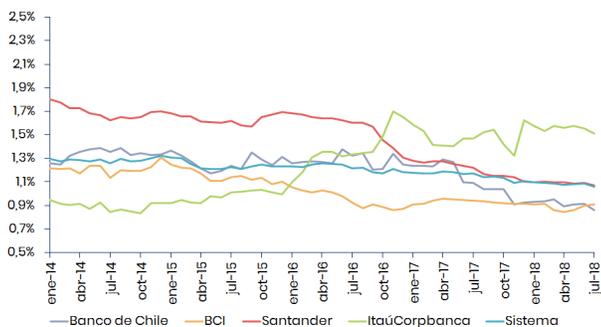
Fuente: Estudios Security, Banco Central

Costo por Riesgo Iría en Aumento

El costo por riesgo del sistema en general, ha presentado una disminución desde 2017, donde pasó de 1,18% en enero 2017 a 1,11% en diciembre del mismo año, manteniéndose en niveles estables, alcanzando 1,06% a julio 2018 (ver gráfico 5). Nuestro escenario base considera una tasa de desempleo de 6,8% para 2018.

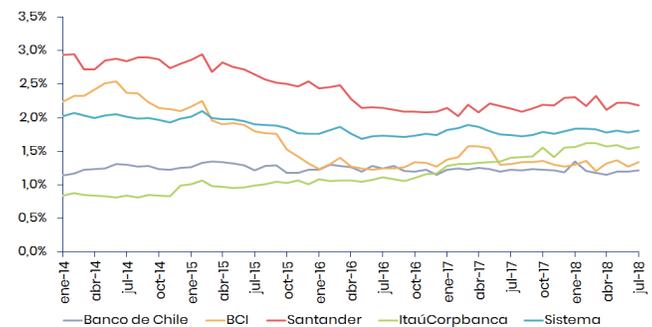
Lo anterior, en un contexto donde la morosidad ha aumentado levemente (ver gráfico 6) y la cobertura ha disminuido (ver gráfico 7), sumado a la implementación de la norma de provisiones grupales en la cartera comercial a mediados del próximo año, llevarían a un aumento en los costos por riesgo del sistema.

GRÁFICO 5: GASTO EN PROVISIONES



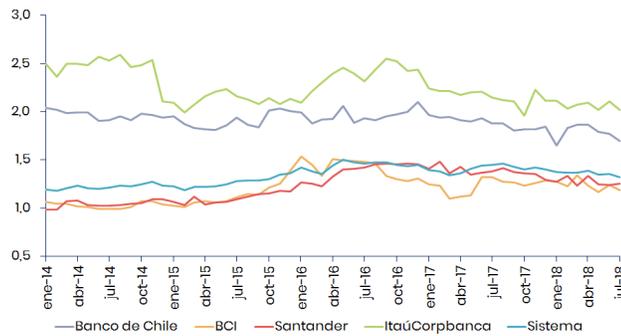
Fuente: Estudios Security, SBIF

GRÁFICO 6: MOROSIDAD



Fuente: Estudios Security, SBIF

GRÁFICO 7: COBERTURA

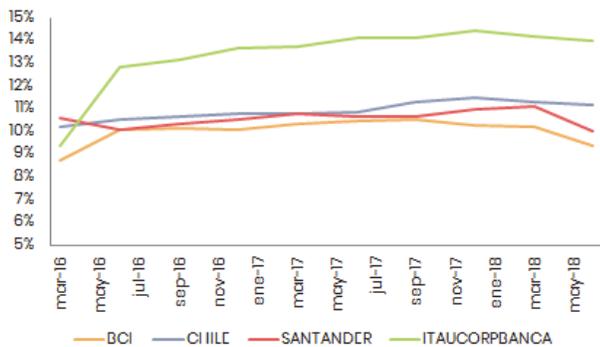


Fuente: Estudios Security, SBIF

Basilea III: Mejorarían Ratios de Solvencia

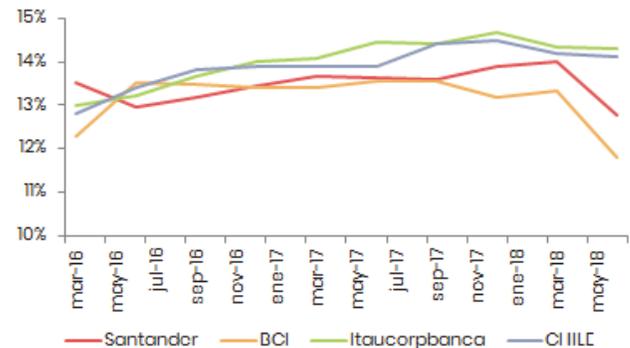
La nueva ley general de bancos, que actualmente se discute en el Congreso y tiene un periodo de 6 años de implementación una vez promulgada, aumenta el requerimiento patrimonial desde 8% actualmente a 10,5% entre otras medidas. Bajo este contexto, BCI y Santander son los bancos con *ratios* tier 1 (ver gráfico 8) y BIS (ver gráfico 9) más bajos entre los papeles bajo cobertura. En el caso de BCI estos indicadores mejorarían luego del aumento de capital, alcanzando en torno a 10% para el caso de tier 1 y 13% en BIS. Por el lado de Santander, esperamos una baja en la tasa de dividendos desde el 75% actual a 65% para hacer frente a la nueva normativa.

GRÁFICO 8: TIER 1



Fuente: Estudios Security, reporte compañías

GRÁFICO 9: BIS



Fuente: Estudios Security, reporte compañías

Tesis de Inversión

BCI ha tenido un crecimiento local en colocaciones totales de 13,5% a julio 2018, superior al sistema el cual alcanzó un crecimiento de 7,9% al mismo mes, producto de un mayor crecimiento en las de tipo comerciales y de vivienda (14,5% y 14,6% respectivamente). Para fines de año esperamos que la adquisición de Walmart Chile Servicios Financieros ("WSF") tenga un impacto principalmente en su cartera de deudores por tarjetas de crédito y los créditos de consumo en cuotas, lo que se traduciría en un mayor MIN, aumentando en torno a 20 p.b.

En el caso de sus operaciones en Estados Unidos, estas se vieron impulsadas por la compra del TotalBank, la cual se cerró a mediados de junio, aumentando sus colocaciones 61,6% respecto a junio 2017, lo que a su vez ha afectado los *ratios* de eficiencia de su filial, pasando de 52% en diciembre a 54% en junio. Nuestro escenario base considera un deterioro en la eficiencia de la filial a medida que se produce la integración, para lograr una recuperación en términos de ROE similar al conseguido luego de un año cuando incorporó el CNB.

Por el lado de las provisiones, esperamos que estas aumenten, debido a que a pesar de que el banco las ha realizado, adelantándose a la nueva norma de provisiones por cartera comercial, consideramos que aun le faltaría una parte importante antes de la aplicación de esta y los niveles de morosidad han empeorado levemente desde 1,31% en julio 2017 a 1,34% en julio 2018. Adicionalmente, la cobertura ha disminuido desde 1,32 en julio 2017 a 1,19 en julio 2018, lo que llevaría a un mayor costo por riesgo durante 2019.

Finalmente, el nuevo aumento de capital, es consistente con las nuevas proyecciones de crecimiento en colocaciones que publicó la compañía para este año, buscando mantener un Tier1 sobre 10% en un contexto donde se discute en el congreso la aprobación de Basilea III.

BCI

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$46.370

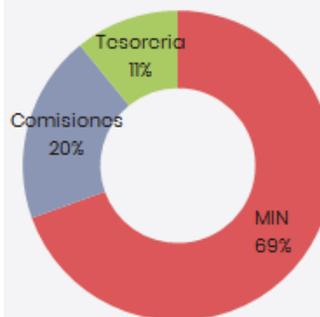
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	BCI
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$)	46.370
Precio Actual (\$)	42.873
Precio Min/Max 12M (\$)	34.072 / 45.920
Market Cap (MMUS\$)	7.783
Volumen Promedio (MMS)	2.328
Nº Acciones (millones)	126,2
Free Float	41%
Peso IPSA	4,3%
Dividend Yield	2,4%

Fuente: Económica

* Promedio últimos 3 meses

Distribución R. Bruto



Fuente: Reporte Compañía 2017

Sector: Bancos | Recomendación: Neutral | Precio Actual (\$): 43.084 | Precio Objetivo (\$): 46.370

Estados de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (MIN)	905.053	934.828	1136.017	1374.703	1577.978
Variación (%)	13,1	3,3	21,5	21,0	14,8
Resultado Operacional Bruto	1285.322	1380.702	1643.364	1975.588	2241.667
Variación (%)	11,0	7,4	19,0	20,2	13,5
Gasto en Provisiones	183.412	212.653	262.043	312.037	346.429
Gastos de Apoyo	696.157	741.612	881.547	1.026.706	1.146.115
Resultado Operacional Neto	405.753	426.437	499.774	636.845	749.123
Variación (%)	4,8	5,1	17,2	27,4	17,6
Utilidad Neta	340.121	371.403	393.402	495.807	581.469
Variación (%)	2,8	9,2	5,9	26,0	17,3
Margen Neto (%)	37,6	39,7	34,6	36,1	36,8

INDICADORES OPERACIONALES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (%)	3,8%	3,5%	3,8%	4,0%	4,1%
Eficiencia (%)	54,2	53,7	53,6	52,0	51,1
Morosidad (%)	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9
Cobertura (x)	1,3	1,3	1,1	0,8	0,7
Costo por riesgo (%)	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0

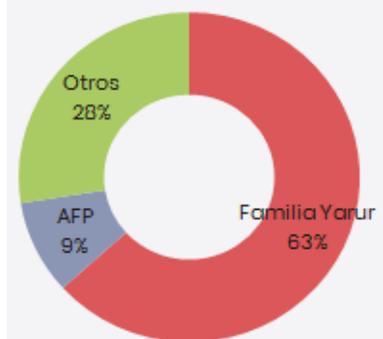
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	33.894	42.780			
Precio Utilidad (x)	12,4	13,6	15,7	12,5	10,7
Bolsa Libro (x)	1,7	2,0	2,1	1,9	1,7
Política de Dividendos (%)	35,0	35,0	35,0	35,0	35,0
ROA (%)	1,1%	1,1%	1,0%	1,1%	1,2%
ROC (%)	13,5%	13,6%	13,2%	15,0%	15,7%

Fuente: Económica, Estudios Security

Descripción de la Compañía

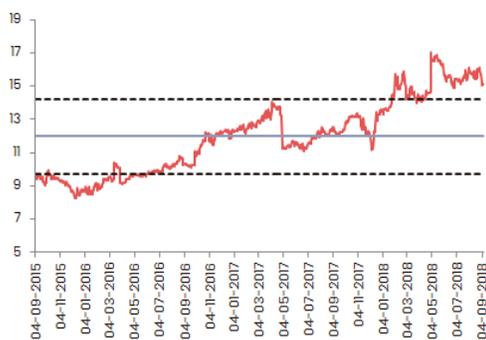
El Banco de Crédito e Inversiones (BCI) fundado en 1937, es el tercer mayor banco privado en Chile en términos de colocaciones. Además, tiene operaciones en Estados Unidos, por medio del City National Bank en Florida (CNB).

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2017

P/U TRAILING

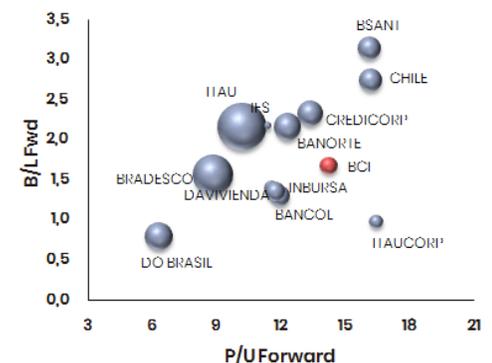


B/L TRAILING



Fuente: Económica, Estudios Security

COMPARABLES



Tesis de Inversión

El Banco de Chile, ha tenido un crecimiento en colocaciones menor al sistema bancario, dado un enfoque hacia clientes menos riesgosos, donde el segmento corporativo de grandes empresas ha mostrado menores niveles de actividad que SME y *retail*, por lo que esperamos que mantenga dicha tendencia durante el año.

Debido a un aumento en el número de aperturas de cuentas corrientes y un alza en los depósitos, el banco ha logrado mantener uno de los menores costos de financiamiento del sistema, permitiéndole tener un MIN a julio 2018 de 4,5% vs 3,9% el sistema. Esperamos que el banco pueda mantener dicho margen hacia 2019 para luego normalizarse.

El *ratio* de eficiencia del banco, ha mostrado un avance desde 45,9% en julio de 2017 a 46,6% en julio 2018 debido, en parte, a un incidente informático durante el mes de mayo y a sus recientes acuerdos con los sindicatos del banco, los que en su mayoría expiran hacia 2021, por lo que esperamos que la eficiencia se mantenga en niveles mayores a los mostrados el año pasado.

Por otro lado, el gasto en provisiones ha disminuido hasta 0,86% en julio 2018, vs 1,09% un año atrás, con un cambio en el mix de clientes, aumentando su exposición a consumo y vivienda. A pesar de esto, la morosidad se ha mantenido estable en torno a 1,2%, lo que ha llevado a una menor cobertura, pasando de 1,88 en julio 2017 a 1,7 en julio 2018. Estimamos que el gasto en provisiones aumente 3 p.b este año, al igual que en 2019.

Finalmente, debido a que el banco terminó de provisionar el saldo correspondiente a la deuda subordinada en julio, estimamos que su tasa de impuestos efectiva aumentará hasta 22% en 2019.

BANCO DE CHILE

Recomendación: Subponderar

Precio Objetivo: \$103

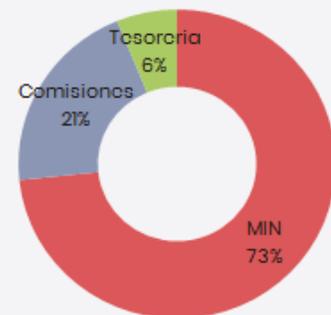
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CHILE
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	600
Precio Objetivo (\$/US\$)	103 / 88,9
Precio Actual (\$)	99,5 /
Precio Min/Max 12M (\$)	85,2 / 102,1
Market Cap (MMUS\$)	14.230
Volumen Diario (MMS)*	3.757
Nº Acciones (millones)	99.444,1
Free Float	32%
Peso IPSA	6,2%
Dividend Yield 12M	3,2%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Distribución R. Bruto



Fuente: Reporte Compañía 2017

Sector: Bancos | Recomendación: Subponderar | Precio Actual (\$): 99,5 | Precio Objetivo (\$): 103

Estados de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (MIN)	1.221.369	1.229.438	1.343.717	1.525.825	1.749.180
Variación (%)	0,2	0,7	9,3	13,6	14,6
Resultado Operacional Bruto	1.704.062	1.676.009	1.806.433	2.042.647	2.333.844
Variación (%)	5,1	1,6	7,8	13,1	14,3
Gasto en Provisiones	309.735	234.982	257.824	292.651	324.772
Gastos de Apoyo	757.551	756.037	816.620	908.978	1.003.553
Resultado Operacional Neto	636.776	684.990	731.988	841.018	1.005.519
Variación (%)	3,2	7,6	6,9	14,9	19,6
Utilidad Neta	552.249	576.012	597.925	658.004	775.651
Variación (%)	1,2	4,3	3,8	10,0	17,9
Margen Neto (%)	45,2	46,9	44,5	43,1	44,3

INDICADORES OPERACIONALES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (%)	4,5%	4,4%	4,6%	4,7%	4,9%
Eficiencia (%)	44,5	45,1	45,2	44,5	43,0
Morosidad (%)	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1
Cobertura (x)	2,1	1,8	1,6	1,5	1,3
Costo por riesgo (%)	1,2	0,9	0,9	1,0	1,0

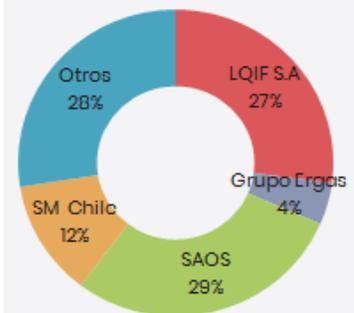
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	78,5	98,6			
Precio Utilidad (x)	13,9	17,5	17,5	16,2	13,7
Bolsa Libro (x)	2,7	3,2	3,2	3,0	2,8
Política de Dividendos (%)	51,6	53,3	50,4	60,0	60,0
ROA (%)	1,7%	1,8%	1,8%	1,7%	1,9%
ROE (%)	19,1%	18,5%	18,2%	18,5%	20,1%

Fuente: Económica, Estudios Security

Descripción de la Compañía

Banco de Chile es resultado de la fusión en 1893 del Banco de Valparaíso, Banco Nacional de Chile y Banco Agrícola. Es el Banco más rentable en Chile y el segundo en participación de mercado medido por colocaciones. En 1996 se reorganiza para pagar la deuda subordinada al Banco Central, por medio de SM-Chile S.A..

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2017

P/U TRAILING

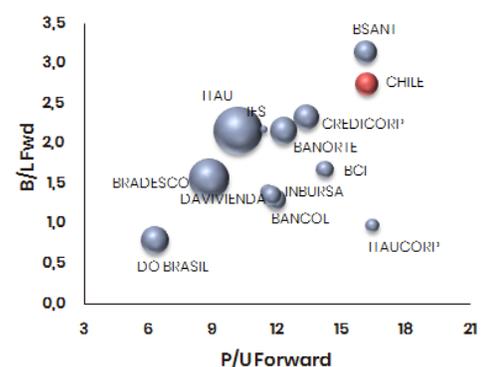


B/L TRAILING



Fuente: Económica, Estudios Security

COMPARABLES



Tesis de Inversión

ItaCorpbanca ha tenido un crecimiento en colocaciones, sin considerar sus operaciones en Colombia, de 1,7% a/a vs 7,9% a/a sistema en julio, principalmente debido a la colocaciones de consumo (17,8% a/a). En Colombia, el banco también ha impulsado su crecimiento en colocaciones por medio del segmento de retail, lo que ha llevado a un cambio en su mix de sus colocaciones, aumentando su exposición a consumo y vivienda.

Estimamos que este año el banco perdería en torno a 20 p.b en participación de mercado local, que recuperaría durante 2019 para estabilizarse en torno a 11% a largo plazo.

A pesar que dichos segmentos suelen tener un mayor *rendimiento*, lo que ha llevado a una mejora en el *spread* del banco, pasando de 2,3% en julio 2017 a 2,6% en julio 2018. Esto, por otro lado, se ha traducido en un aumento de la morosidad, la cual alcanzó 1,6% a julio 2018, con una cobertura que disminuyó hasta 2 (2,2 junio 2017), por lo que nuestras estimaciones consideran un mayor gasto en provisiones en el corto plazo, llegando a un gasto en provisiones de 1,5% sobre colocaciones en 2018, lo que se mantendría durante 2019 considerando la nueva norma de provisiones comerciales grupales.

La eficiencia de ItaCorpbanca, que se ha visto fuertemente afectada por la fusión del banco, empezó a mostrar signos de recuperación, pasando de 71,8% en julio 2017 a 66,4% en julio 2018, aunque medido como los últimos 6 meses, esta alcanza el 60%. Nuestras perspectivas consideran una eficiencia de 56% para 2018, la cual mejoraría hasta 50% en 2019 para normalizarse en 48% hacia el largo plazo.

ITAÚCORPBANCA

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: \$6,9

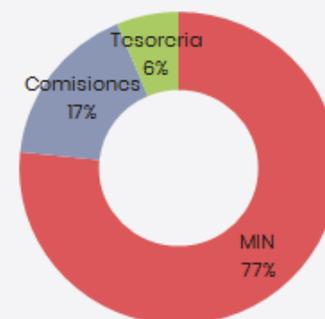
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ITAUCORP
Riesgo	Alto
Conversión ADR	1500
Precio Objetivo (\$/US\$)	6,9 / 14,9
Precio Actual (\$)	6,4 /
Precio Min/Max 12M (\$)	4,9 / 6,8
Market Cap (MMUS\$)	4.716
Volumen Diario (MMS)*	2038
Nº Acciones (millones)	512406,8
Free Float	51%
Peso IPSA	3,4%
Dividend Yield 12M	0,7%

Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Distribución R. Bruto



Fuente: Reporte Compañía 2017

Sector: Bancos | Recomendación: Neutral | Precio Actual (\$): 6,4 | Precio Objetivo (\$): 6,9

Estados de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (MIN)	756.204	760.734	905.758	1.008.649	1.082.926
Variación (%)	9,8	0,6	19,1	11,4	7,4
Resultado Operacional Bruto	933.283	993.833	1.154.658	1.338.324	1.509.144
Variación (%)	28,0	6,5	16,2	15,9	12,8
Gasto en Provisiones	353.703	339.118	325.131	350.735	363.682
Gastos de Apoyo	661.788	668.790	646.609	669.162	739.481
Resultado Operacional Neto	82.208	14.075	182.919	318.427	405.982
Variación (%)				74,1	27,5
Utilidad Nota	24.008	57.447	158.831	263.036	314.133
Variación (%)			176,5	65,6	19,4
Margen Neto (%)		7,6	17,5	26,1	29,0

INDICADORES OPERACIONALES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (%)	3,2%	3,3%	3,7%	3,7%	3,6%
Eficiencia (%)	70,9	67,3	56,0	50,0	49,0
Morosidad (%)	1,2	1,6	1,7	1,5	1,3
Cobertura (x)	2,4	2,1	2,2	2,5	3,0
Costo por riesgo (%)	1,7	1,7	1,5	1,5	1,4

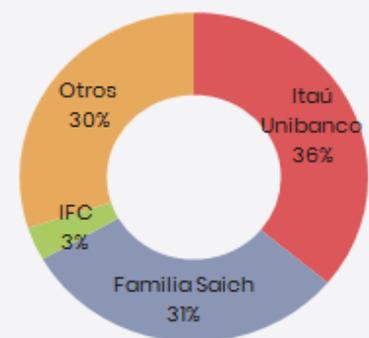
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	5,6	5,6			
Precio Utilidad (x)	35,0	53,0	22,4	13,5	11,3
Bolsa Libro (x)	1,4	1,4	1,7	1,6	1,5
Política de Dividendos (%)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
ROA (%)	0,1%	0,2%	0,5%	0,8%	0,9%
ROE (%)	0,8%	1,8%	4,6%	7,3%	8,4%

Fuente: Economática, Estudios Security

Descripción de la Compañía

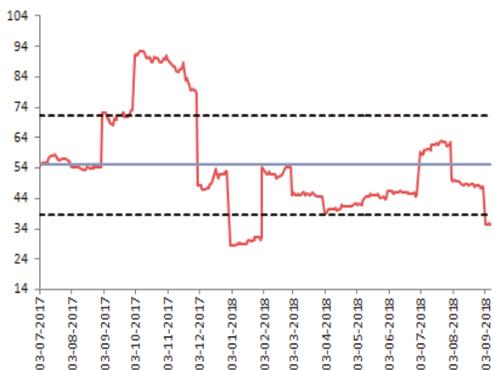
ItaúCorpbanca es el resultado de la fusión en el año 2016 entre los bancos Itaú y Corpbanca, pasando a ser el cuarto banco privado en Chile en términos de colocaciones. Además, desde 2012 posee operaciones en Colombia. Actualmente es controlado por Itaú Unibanca.

Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria 2017

P/U TRAILING

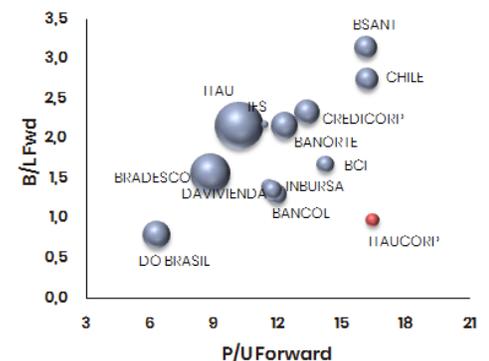


B/L Aj TRAILING



Fuente: Economática, Estudios Security

COMPARABLES



Tesis de Inversión

El Banco Santander, ha tenido un crecimiento en colocaciones por sobre el mercado desde abril de 2018, aumentando su participación en el sistema II p.b desde julio 2017. Dicha expansión ha sido sostenida principalmente por un avance en el *middle-market* (compañías con ventas anuales entre \$1.200-\$10.000 MM), a medida que la inversión local ha aumentado. Por otro lado, la compañía ha bajado su exposición a clientes más riesgosos, subiendo las colocaciones de clientes de medianos y mayores ingresos, a la vez que han bajado los de menores ingresos.

Hacia delante, esperamos que aumente su exposición a dicho segmento a medida que se produzca una mejora en el empleo y los salarios, lo que favorecería el MIN del banco, nuestro escenario base considera una mejora de 30 p.b en la tasa implícita de cobro hacia 2019.

Para el caso de la eficiencia, esta alcanzó los 42,5% a julio vs 52,5% del sistema bancario, esto debido principalmente a cierre de sucursales y cajeros automáticos (ATM), lo que ha provocado una mejora en la productividad de estas y una mayor digitalización. Estimamos que estos niveles de eficiencia se verían levemente deteriorados durante el próximo año, debido a un plan de inversiones más agresivo, aunque se mantendría sobre sus pares locales.

En el caso de la morosidad, esta se ha mantenido en niveles estables desde finales de 2016, donde en los últimos meses se ha evidenciado un leve aumento de 19 p.b en la cartera comercial, con una cobertura que ha disminuido en línea con el sistema, pasando de 1,38 en julio 2017 a 1,25 en julio 2018. En la misma línea, debido a la nueva norma de provisiones grupales en la cartera comercial, el banco aumentaría su gasto en ellas, pasando de 1,05% estimado para este año a 1,07% en 2019.

SANTANDER

Recomendación: Sobreponderar

Precio Objetivo: \$58

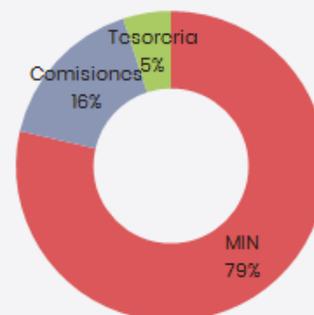
INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	BSANTANDER
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	400
Precio Objetivo (S/US\$)	58 / 33,4
Precio Actual (S)	52,96 /
Precio Min/Max 12M (S)	41,4 / 53,1
Market Cap (MMUS\$)	14.352
Volumen Diario (MMS)*	4.937
Nº Acciones (millones)	188.446,1
Free Float	33%
Peso IPSA	6,2%
Dividend Yield 12M	4,3%

Fuente: Económica

* Promedio últimos 3 meses

Distribución de Ingresos



Fuente: Reportes compañía 2017

Sector: Bancos | Recomendación: Sobreponderar | Precio Actual (\$): 52,7 | Precio Objetivo (\$): 58

Estados de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (MIN)	1.281.366	1.326.691	1.477.849	1.645.211	1.859.224
Variación (%)	21	3,5	11,4	11,3	13,0
Resultado Operacional Bruto	1.609.015	1.721.011	1.890.961	2.118.093	2.370.083
Variación (%)	0,6	7,0	9,9	12,0	11,9
Gasto en Provisiones	343.286	299.205	319.744	360.979	398.363
Gastos de Apoyo	686.905	704.893	771.512	868.418	971.734
Resultado Operacional Neto	578.824	716.913	799.705	888.696	999.987
Variación (%)	10,3	23,9	11,5	11,1	12,5
Utilidad Nota	472.351	564.815	614.652	665.508	749.121
Variación (%)	5,2	19,6	8,8	8,3	12,6
Margen Neto (%)	36,9	42,6	41,6	40,5	40,3

INDICADORES OPERACIONALES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen de Interés Neto (%)	4,4%	4,4%	4,6%	4,7%	4,8%
Eficiencia (%)	42,7	41,0	40,8	41,0	41,0
Morosidad (%)	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1
Cobertura (x)	1,5	1,3	1,2	1,2	1,2
Costo por riesgo (%)	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1

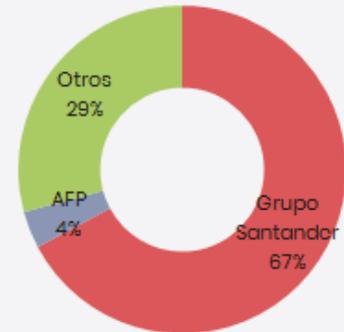
VALORIZACIONES					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Precio de cierre (\$)	37,3	48,2			
Precio Utilidad (x)	15,5	17,1	17,6	16,3	14,5
Bolsa Libro (x)	2,5	3,0	3,4	3,1	2,9
Política de Dividendos (%)	70,0	75,0	75,0	65,0	65,0
ROA (%)	1,3%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
ROC (%)	16,5%	18,4%	18,8%	19,1%	19,8%

Fuente: Económica, Estudios Security

Descripción de la Compañía

Banco Santander está presente en Chile desde 1978, es el mayor banco en Chile medido por colocaciones y el segundo más rentable. Actualmente es controlado por el grupo Santander-España.

Estructura de Propiedad

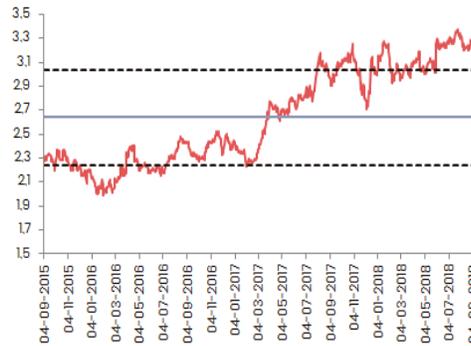


Fuente: Memoria 2017

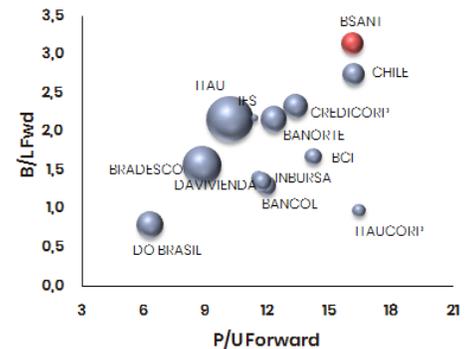
P/U TRAILING



B/L TRAILING



COMPARABLES



Fuente: Económica, Estudios Security

Tesis de Inversión

Banco de Chile es el único activo de SM-Chile, por lo que las perspectivas de la compañía están en estrecha relación a los resultados del banco.

El saldo de la deuda que SM-Chile mantenía con el Banco Central al 30 de junio de 2018 es de UF 3,1 millones. Esperamos que dicha deuda se termine de pagar durante el primer semestre de 2019 (con la utilidades generadas en 2018), momento en el cual se procederá a la disolución de la sociedad matriz. En esa instancia, los inversionistas de SM-Chile B recibirán 3,384 acciones de Banco de Chile.

En conclusión, dada la perspectiva del activo subyacente, sumado a un descuento de 4%, nos llevan a preferir SM-Chile B sobre los papeles del Banco de Chile.

SM-CHILE B

Recomendación: Sobreponderar

INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	SM-CHILE B
Riesgo	Bajo
Precio Actual (\$)	315
Precio Min/Max 12M (\$)	258 / 331
Market Cap (MMUS\$)	5.499
Volumen Promedio (MMS)	834
Nº Acciones (millones)	12138,5
Free Float	42%
Peso IPSA	2,8%
Dividend Yield	1,0%

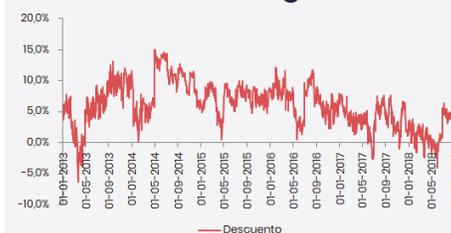
Fuente: Economática

* Promedio últimos 3 meses

Descripción de la Compañía

SM-Chile S.A. es la sociedad matriz del Banco de Chile, establecida en 1996, con la finalidad de pagar la deuda adquirida con el Banco Central tras la crisis de 1982. SM-Chile actualmente tiene la series A, B, D y E, cuyo único activo subyacente es el Banco de Chile.

Descuento Holding



Supuestos de Valorización

Para los modelos de Banco de Chile, BCI, Banco Santander e ItauCorpbanca se utilizó el método de dividendos descontados. Para el caso particular de BCI, la adquisición de TotalBank fue valorizada por múltiplos sumándola al resto de las operaciones.

Los supuestos de valorización, así como sus variables empleadas para el cálculo, se presentan en el cuadro 2.

Cuadro 2: Supuestos de Valorización

Empresa	Costo Patrimonio		Política de Dividendos		Tasa Tributaria		Razón B/LP
	Beta	Costo Patrimonial	2019	2020	2019	2020	
BCI	0,95	10,6%	35%	35%	24%	24%	1,4
Banco de Chile	0,90	10,3%	60%	60%	23%	24%	2,4
ItauCorpbanca	1,00	11,1%	50%	50%	20%	25%	1,2
Banco Santander	0,90	10,3%	65%	65%	23%	25%	2,4

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Estudios Renta
Variable
constanza.perez@security.cl

Juan José Ayestarán N.
Subgerente de Estudios
Renta Fija
juanjose.ayesteran@security.cl

Paulina Barahona N.
Analista Senior de Inversiones
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia
Global
jorge.cariola@security.cl

Rosario del Río D.
Analista Renta Fija
Internacional
rosario.delrio@security.cl

Rodrigo Gardella B. Analista
de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Sebastián Barrios S.
Analista de Inversiones
sebastian.barrios@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 inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl •  [@inv_security](https://twitter.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.