

Banco Santander

1 de Abril de 2010

Jorge Chang
jchang@euroamerica.cl

Recomendación:	Vender
Precio Objetivo	\$35,9
Ultimo Precio:	\$34,4
Riesgo Inversión:	Medio
Sector:	Banca
Ticker Bloomberg:	BSAN CI

Banco Santander es el participante más grande del sistema bancario chileno, controlado desde España por el Grupo Santander. El control de gastos y buen posicionamiento en banca de personas se reflejan en los altos índices de rentabilidad del banco.

Desempeño de la Acción

Cierre y Volumen (MMUS\$)



Una historia adelantada para su época

Estamos actualizando la cobertura de las acciones del Banco Santander, con un precio estimado de \$35,9/acción a diciembre de 2010 y recomendación de vender.

Las acciones de Banco Santander tienen incorporada la recuperación que estamos viendo en la economía, por lo que al considerar nuestros supuestos actualizados en el modelo de valorización, observamos que el potencial de upside es limitado. Opinamos que los factores determinantes del crecimiento en el corto plazo están dominados por los efectos del terremoto, en un contexto en el que no es descartable una menor velocidad en la demanda que proviene desde el consumo, mercado en donde el banco es uno de los más destacados participantes. Mantenemos la visión respecto de los canales por donde puede expandirse el banco: El incremento en las ventas cruzadas de clientes existentes y el aumento del tamaño total del mercado de servicios bancarios en Chile, dadas las implicancias sistémicas de una expansión orgánica más allá de los niveles que Banco Santander presenta en los últimos años.

Rentabilidad	76,80%
Máximo	\$35,10
Mínimo	\$19,00
UPA	\$1,97
P/U	14,79
P/VL	3,85
Dividend Yield	3,34%
Float	23,0%
#Acciones (MM)	188.446

Valor

La valorización de las acciones de Banco Santander se realizó aplicando el modelo de valor presente de los dividendos. La tasa de costo patrimonial empleada es de 11,76%, construida con una tasa libre de riesgo de 6,53%, equivalente a los bonos BCP10, un beta de 0,95, una tasa de premio por riesgo de 5,5% y una tasa de crecimiento perpetuo de 3%.

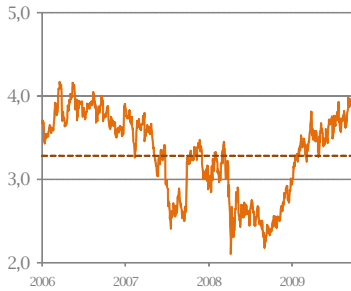
Después de aplicar nuestros supuestos sobre el modelo, en combinación con la tasa de descuento descrita, obtuvimos un precio objetivo de \$35,9/ acción a diciembre de 2010. **Nuestra recomendación es de vender la acción.** En términos de múltiplos, la relación precio/valor libro estimada es de 3,8x y la relación precio/utilidad estimada es de 14,5x.

Las acciones de Banco Santander se están transando a valores superiores a sus relación Precio/Valor Libro y en línea con el promedio de la relación Precio/Utilidad, reflejo del fuerte avance que las acciones han mostrado en bolsa. Desde la perspectiva de la valorización de mercado que reflejan los múltiplos, opinamos que estas acciones están en un nivel justo, lo que refuerza las conclusiones que hemos obtenido al considerar el análisis fundamental.

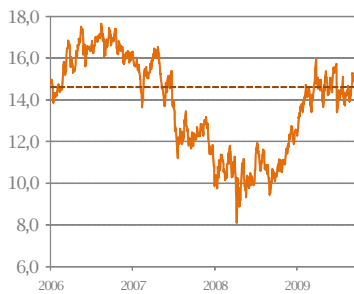


Múltiplos de Valorización

Precio/Valor Libro



Precio/Utilidad



Bsantander vs. Ipsa



Riesgos operacionales y financieros

Escenario macroeconómico. El desempeño del sistema bancario se correlaciona en buena medida con el desempeño de la economía en general. El ciclo afecta la capacidad de pago de los agentes y la generación de ingresos de los bancos. El escenario de desaceleración que la economía doméstica acaba de enfrentar, ha impactado sobre la capacidad de crecimiento del banco y la calidad de su cartera, especialmente en la banca de consumo.

Exposición al riesgo de crédito de personas. El exitoso posicionamiento del banco en créditos a personas se ha logrado al costo de verse más afectado que el promedio cuando ocurren escenarios de incremento en el desempleo o de ciclos económicos que reducen la demanda por créditos. El deterioro de este portafolio tiene el potencial de afectar directamente la rentabilidad del banco.



Números Clave

Rango últ 12m	35,1/19,0	UPA últ 12m	2,29	P/V últ 12m	3,85	P/U últ 12m	14,79	Dividend Yield	3,34%
Rentab. últ mes	4,51%	UPA 2008	2,29	P/V 2007	3,49	P/U 2007	13,43	% IPSA	4,527273
Rentab. últ 3m	10,08%	UPA 2009E	2,57	P/V 2008E	3,47	P/U 2008E	13,15	Beta IPSA 12m	1,01
Rentab. últ 12m	76,80%	Var. UPA +5a	17,6%	P*/V 2009E	3,82	P*/U 2009E	14,50	Vol. 12m	13,3%

Modelo de Descuento de Dividendos (Millones de pesos nominales)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Utilidades	431.253	484.844	560.236	647.311	738.047	821.189
Tasa de Pago de Dividendos	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%	65,00%
Dividendos	280.314	315.149	364.154	420.752	479.731	533.773
Valor Presente de los Flujos	282.000	291.575	301.457	307.560	306.212	

Precio Objetivo
\$ 35,9

Principales Supuestos

Tasa de Descuento

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Calidad de Portafolio						
Colocaciones Vencidas / Colocaciones Totales	1,3%	1,2%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%
Provisiones / Colocaciones Totales	2,4%	1,7%	1,6%	1,2%	1,0%	0,9%
Provisiones / Colocaciones Vencidas	0,84	0,90	1,00	1,10	1,10	1,10
Crecimiento Anual						
Colocaciones Brutas	-6,5%	12,6%	16,3%	13,4%	9,5%	7,6%
Depósitos y Otras Obligaciones	-10,2%	18,2%	14,1%	13,4%	9,5%	7,6%
Utilidades Acumuladas	31,4%	12,4%	15,5%	15,5%	14,0%	11,3%
Eficiencia						
Gastos De Apoyo / Resultado Operacional Bruto	32,2%	31,5%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
Gastos De Apoyo / Activos Totales	2,0%	1,9%	1,9%	1,8%	1,7%	1,7%
Financiamiento						
Depósitos / Colocaciones	78%	84%	82%	82%	80%	79%
Cuentas corrientes / Colocaciones	26%	27%	26%	26%	26%	26%
Participación de Mercado						
Colocaciones	20,5%	19,5%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%
Adecuación de Capital						
Capital Básico / Colocaciones Netas	10,3%	10,1%	9,7%	9,7%	9,9%	10,2%
Patrimonio / Colocaciones Netas	12,4%	12,0%	11,3%	11,1%	11,2%	11,4%
Rentabilidad						
Spread Activos Generadores - Pasivos Generadores	4,5%	4,5%	4,4%	4,0%	3,8%	3,8%
ROAA	2,1%	2,3%	2,5%	2,5%	2,6%	2,7%
ROE	26,0%	26,4%	27,7%	29,0%	29,8%	30,1%
Margen de Interés Neto	5,2%	6,4%	6,7%	6,1%	5,7%	5,7%
Margen Financiero Neto	6,1%	5,7%	6,0%	5,4%	5,0%	5,1%
Indicadores Macroeconómicos						
Crecimiento anual del PIB	-1,5%	4,0%	5,0%	4,5%	4,5%	4,5%
Inflación	-1,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Tasa libre de riesgo	6,53%
Beta patrimonio	0,95
Premio por riesgo	5,5%
Costo patrimonio	11,76%
Tasa de crecimiento perpetuo	3,0%

Balance General (Millones de pesos nominales)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Disponible	2.511.593	1.785.265	2.118.937	2.251.258	2.459.966	2.647.785
Colocaciones	13.751.276	15.484.762	18.008.778	20.414.976	22.363.330	24.070.770
Provisiones	-349.527	-167.235	-180.088	-202.108	-196.797	-211.823
Colocaciones Netas	13.401.749	15.317.526	17.828.690	20.212.868	22.166.533	23.858.948
Otros Activos	629.588	969.642	1.127.694	1.278.368	1.400.372	1.507.291
Total Activos	20.770.996	21.134.189	24.035.295	27.097.956	29.702.571	31.970.362
Captaciones y Otras Obligaciones	12.359.864	14.608.266	16.674.794	18.902.755	20.706.787	22.287.750
Obligaciones por Bonos	2.722.312	2.930.161	3.153.879	3.394.677	3.653.861	3.932.833
Préstamos de Entidades Financieras	2.046.790	1.345.685	1.565.032	1.774.139	1.943.459	2.091.842
Otros Pasivos	663.639	663.639	663.639	663.639	722.291	714.911
Total Pasivos	19.082.881	19.266.607	21.984.272	24.832.975	27.198.288	29.212.350
Capital y Reservas	942.841	1.068.717	1.176.766	1.303.650	1.452.215	1.622.802
Utilidad del Ejercicio	431.253	484.844	560.236	647.311	738.047	821.189
Total Patrimonio Neto	1.658.316	1.837.784	2.021.224	2.235.182	2.474.484	2.728.213
Total Pasivos y Patrimonio	20.770.996	21.134.189	24.035.295	27.097.956	29.702.571	31.970.362

Estado Resultados (Millones de pesos nominales)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ingresos por interés y reajustes	1.207.778	1.817.849	2.180.593	2.266.014	2.304.076	2.456.390
Gastos por intereses y reajustes	-351.262	-767.049	-967.805	-1.016.095	-989.125	-1.020.023
Otros Ingresos y Gastos	410.096	234.321	225.727	286.318	320.117	347.949
Margen Bruto	1.266.612	1.285.121	1.438.515	1.536.237	1.635.069	1.784.316
Remuneraciones y gastos del personal	-224.484	-210.322	-231.690	-247.429	-263.347	-287.385
Gastos de administración y otros	-136.712	-144.760	-159.467	-170.300	-181.256	-197.801
Depreciaciones y amortizaciones	-46.623	-49.731	-54.783	-58.505	-62.269	-67.952
Margen Neto	858.793	880.308	992.575	1.060.003	1.128.198	1.231.178
Provisiones por activos riesgosos	-333.847	-263.241	-288.140	-253.146	-212.452	-214.230
Resultado operacional	524.946	617.067	704.435	806.858	915.746	1.016.948
Resultado antes de impuesto a la renta	525.168	589.674	680.421	785.230	894.446	994.522
UTILIDAD DEL EJERCICIO	431.253	484.844	560.236	647.311	738.047	821.189

Glosario

Nomenclatura	Descripción
Beta IPSA	Coefficiente de riesgo no diversificable de la acción respecto del IPSA.
Beta Patrimonio	Coefficiente de riesgo no diversificable del valor del patrimonio de la compañía.
Capex	Capital expenditures. Inversión en activos fijos e intangibles.
D/A	Relación deuda financiera a activos totales.
Dividend Yield	Retorno de dividendos.
Ebitda	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
EV	Enterprise value. Valor de la empresa, calculado como capitalización bursátil más deuda financiera neta e interés minoritario.
EV/Ebitda	Relación EV a Ebitda anualizado.
EV*/Ebitda	Relación EV objetivo a Ebitda anualizado.
Margen Ebitda	Ebitda como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Neto	Utilidad neta como porcentaje de ingresos de explotación.
Margen Operacional	Resultado operacional como porcentaje de ingresos de explotación.
P/U	Relación precio a utilidad neta anualizada.
P*/U	Relación precio objetivo a utilidad neta anualizada.
P/Ventas	Relación precio a ventas anualizadas.
P/VL	Relación precio a valor libro.
ROA	Return on Assets. Retorno sobre los activos.
ROE	Return on Equity. Retorno sobre el patrimonio.
UPA	Utilidad neta por acción.
WACC	Weighted average cost of capital. Costo promedio ponderado del capital.

Este material fue preparado por personal de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar alguna acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ésta sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivo contenidos en este material son de la fecha indicada y están sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales del lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo e ingreso disponible, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en las acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, las que no necesariamente deben coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin el previo consentimiento de EuroAmerica.