

22 de noviembre de 2011

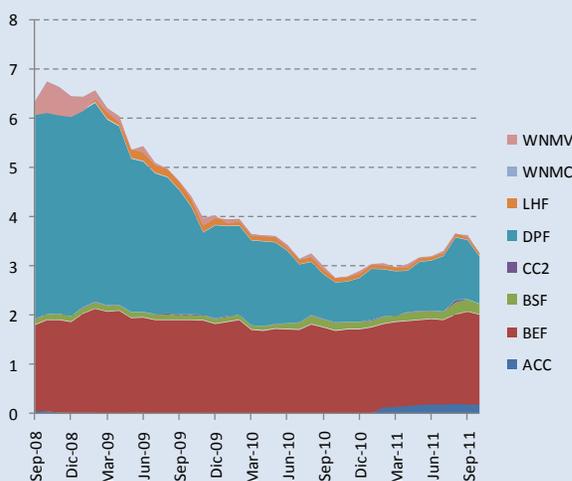
Rubén Catalán
rhacatal@bci.cl
(56 2) 383 9010

FIGURA 1. PARTICIPACIÓN AFPs EN PROPIEDAD DEL BANCO SANTANDER CHILE (%)



Fuente: Superintendencia de AFPs, BCI Estudios.

FIGURA 2. EXPOSICIÓN TOTAL AFPs CHILENAS A BANCO SANTANDER CHILE (% TOTAL AUM)



Nota. ACC: Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas; BEF: Bonos Bancarios emitidos por Inst. Financieras; BSF: Bonos subordinados emitidos por Inst. Financieras; CC2: Banco Inversiones nacionales; DPF: Depósitos a plazo y pagarés emitidos por Inst. Financieras; LHF: letras de crédito emitidas por Inst. Financieras; WNMV & WNNMC: Forward de moneda corresp. a cobertura de riesgo financiero en el mercado nacional.

Fuente: Superintendencia de AFPs, BCI Estudios.

Venta del 7,8% de Santander; Coletazos de la Crisis de Deuda en Europa

- Mediante hecho esencial, el Banco Santander anunció la enajenación por parte de su controlador, Banco Santander España, del 7,82% de su filial local, por un total estimado (pre-anuncio) de US\$1.018 millones.
- En esta coyuntura, con una débil evolución en los indicadores del negocio, importantes turbulencias externas y la posibilidad no menor de que incluso se venda un porcentaje mayor en la medida que empeore la situación en España, es poco probable que veamos una participación significativa de agentes institucionales. Aunque no habría topes regulatorios, no esperamos una participación similar de AFPs y FF.MM. como la observada en la venta de principios de año. Así, vemos compleja la colocación exitosa de este paquete entre institucionales locales.
- En este escenario, es probable que se exploren institucionales extranjeros y clientes *retail* –con una acotada liquidez–, lo que asegura impactos cambiarios muy acotados.
- No descartamos impactos alcistas en tasas de bonos, depósitos y pagarés asociados a matrices españolas (eléctricas, sanitarias, autopistas, etc.), que podrían al mismo tiempo arrastrar a promedios de mercado.

Mediante un hecho esencial, el Banco Santander anunció ayer la enajenación por parte de su controlador, Banco Santander España, del 7,82% de su filial local, por un total estimado (pre-anuncio) de US\$1.018 millones. Los motivos de esta venta son bastante claros: necesidad de recapitalizar la matriz, con el objetivo de mejorar la posición de liquidez y elevar los ratios de solvencia, de cara a enfrentar Basilea III. Dada la compleja situación económica en España y Europa en general, es comprensible que la necesidad de enajenar Santander Chile no responda a una mala visión de largo plazo del negocio. Esto es aún más patente en la medida que los requerimientos de caja serán satisfechos no sólo con la venta de las acciones locales, sino que también con la venta de participación en otras sociedades, notablemente Santander Brasil.

No es la primera ocasión en que el mercado se enfrenta a una venta de Santander. La más reciente fue la enajenación de un 1,9% de participación, anunciada en enero pasado y ejecutada a mediados de febrero, por US\$290 millones de dólares. Dicho anuncio tuvo un impacto bajista sobre la acción en torno a 3% relativo al desempeño del Ipsa en el plazo aproximado de un mes, pese a estar en un entorno macroeconómico bastante más positivo, y a que el banco mostraba un desempeño robusto en su negocio.

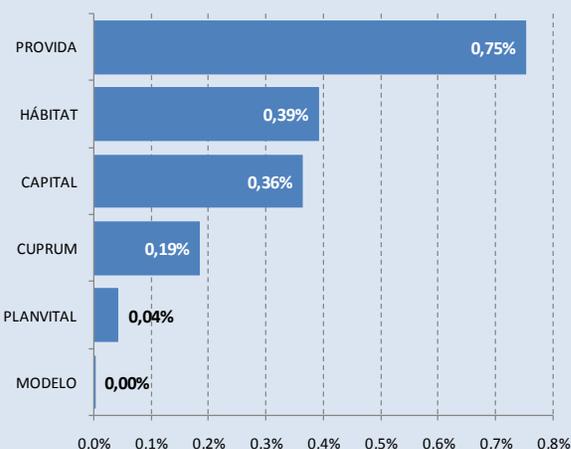
Dada la magnitud de la colocación (US\$1.000 millones), y el comportamiento de colocaciones pasadas, era de esperar un fuerte impacto bajista sobre los papeles el día de hoy. En efecto, durante la mañana posterior al anuncio la acción llegó a caer hasta un 8,6%, el que consideramos se debe a razones de demanda, complejizadas por el mal desempeño

FIGURA 3. EXPOSICIÓN TOTAL AFPs CHILENAS A BANCO SANTANDER CHILE (MILLONES DE US\$)



Fuente: Superintendencia de AFPs, BCI Estudios.

FIGURA 4. PARTICIPACIÓN AFPs EN PROPIEDAD DEL BANCO SANTANDER CHILE; POR AFP (JUN-11)



Fuente: Superintendencia de AFPs, BCI Estudios.

operacional que el banco ha mostrado en lo último. Este proceso de venta iniciará *road-shows* a partir de mañana y culminará con la subasta en bolsa mediante un libro de órdenes el próximo 6 de diciembre.

¿Qué tan capaz es el mercado de absorber este paquete?

Si los procesos de venta anteriores son alguna indicación, el mercado local probablemente tendrá dificultades para adquirir más de US\$1.000 millones en un único activo, del que además los institucionales se mantienen expuestos mediante bonos y depósitos. No hay que olvidar que durante el año el mercado ha absorbido más de US\$4.000 millones entre aumentos de capital y IPOs, sumado a los fuertes ajustes en el IPSA, han dejado a varios inversionistas especialmente *retail* con baja liquidez.

En el caso de las AFPs, la venta del 1,9% de la propiedad en enero pasado implicó un fuerte aumento en la participación de estos agentes (Figura 1). Las AFPs mantuvieron durante la mayor parte de 2009 y 2010 una participación entre 0% y 0,2% del total de la propiedad, que se disparó por sobre el 1,2% luego de la enajenación de Santander España, y hasta casi el 2% en meses recientes. Ello no implicó un aumento en la exposición total al Banco Santander, ya que gracias al proceso de salida a buscar fondos de renta fija internacional, el total de depósitos mantenidos en el país retrocedió con fuerza. Ello implicó que la exposición cayó desde niveles del 6% del total de los activos en 2008, hacia un mínimo levemente por debajo de 3% a comienzos de 2010. Hoy, la exposición total es de un 3,26% de los AUM, de los cuales un 0,19% corresponde a participación mediante *equity* (acciones). En términos de total de fondos, ello equivaldría a aproximadamente US\$4.600 millones (Figura 3).

En relación a los límites de inversión de estos agentes, hay 3 normativas que afectan directamente la participación: (1) el total de exposición a un agente individual mediante acciones, DAP, cuentas corrientes, deuda emitida o garantizada y derivados, no debe superar el 11% del valor de un fondo particular; (2) la participación accionaria directa total de los fondos no puede superar el 2,5% de las acciones suscritas; y (3) por fondo, la participación accionaria directa no puede superar el 5% del valor del fondo, ajustando por factor de concentración. En relación a la primera, la exposición total del sistema no alcanza el 3,5%, por lo que el espacio para alcanzar el 11% es sustancial. Respecto al segundo caso, en la Figura 4 se muestra nuestra estimación del porcentaje de propiedad de cada AFP dentro de la estructura de Santander (a junio de 2011). La holgura en esta dimensión es brutal, en el peor de los casos la inversión en Santander podría más que triplicarse. Finalmente, la tercera restricción tampoco estaría activa, dado que el porcentaje de participación accionaria dentro de la exposición total es sólo de un 0,19%.

En el caso de los Fondos Mutuos no disponemos de un análisis de cifras duras. Según fuentes de la industria, los malos resultados recientes han llevado a tener una mala percepción frente al desempeño de la industria bancaria, y en particular frente al caso del Santander.

En esta coyuntura, ante una débil evolución en los indicadores de negocio,

una inusual incertidumbre respecto al devenir de la economía mundial y la posibilidad de que se venda un porcentaje incluso mayor (en la medida que empeore la situación en España) es poco probable que la visión de subponderación de AFPs y Fondos Mutuos cambie en el corto plazo. Aunque no habría topes regulatorios, es probable que restricciones autoimpuestas las lleven a no participar con la misma fuerza que lo hicieran en la venta de comienzos de año. Por ende, vemos compleja la colocación exitosa de este paquete entre institucionales locales. En este escenario, es probable que se busque vender a institucionales extranjeros y cuentas de *retail*, cuya posición de liquidez no es holgada.

Finalmente, adjuntamos análisis de los últimos resultados publicaos del Banco Santander, originalmente reproducidos en [nuestro informe del 02-11-2011](#).

Comentario Original

Santander sorprende muy negativamente, principalmente por un alto gasto en provisiones, dando cuenta de menor eficiencia y un *spread* que se mantiene apretado. Tal como anticipamos el mes pasado, la viabilidad de alcanzar nuestras expectativas se vio reducida drásticamente luego del mal resultado de agosto.

Con ello se queda bastante corto frente a nuestra proyección: un 11% menos en MIN y comisiones netas, además de un 40% más de lo proyectado en provisiones configuran una utilidad trimestral un 45% por debajo de nuestra expectativa (\$76.000 millones, versus \$139.000 millones esperados). En términos acumulados el panorama no es tan negativo –al haber estado alineado el 1S11– con un déficit de 12,7% a la fecha. Es destacable que, con estos resultados, el banco perdió el primer lugar en utilidades frente a los \$98.300 millones del Banco de Chile.

Sobran los puntos de preocupación en esta entrega de resultados: (1) el ritmo de gasto en provisiones sigue aumentando, consecuencia de un nivel de riesgo agregado que sigue empujándose; (2) sigue perdiendo participación de mercado (19 pb sólo en el último mes); (3) el ROE trimestral se ubicó en 15,7%, algo que hubiera parecido inconcebible hace sólo un par de meses; (4) la eficiencia se mantiene bastante disminuida, frente a los niveles vistos hacia mediados de año; (5) las comisiones siguen cayendo, ya considerablemente por debajo de los \$70.000 millones trimestrales.

En consideración a todo lo anterior, es bastante probable que el mercado siga castigando a Santander. Evitando hacer una comparación en base a P/U, la que está afectada por las presiones sobre resultados –que esperamos sean temporales–, el ratio de precio sobre valor libro (P/VL) se mantiene por sobre el 3,6x mientras que para el Banco de Chile –que ha mostrado un considerablemente mejor desempeño– recién superó el 3,5x.

TABLA 1. ESTADO DE RESULTADOS TRIMESTRAL BANCO SANTANDER

	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Ago-11	Sep-11
Estado de Resultados (Trimestre Móvil)						
MIN	237.536	252.332	247.414	238.960	230.329	232.057
Comisiones	70.644	73.468	72.050	71.596	68.731	65.991
Tesorería y Otros	23.979	32.617	29.076	27.065	25.445	23.001
Provisiones Netas	- 37.480	- 37.981	- 56.874	- 63.116	- 85.204	- 90.372
Gastos de Apoyo	- 105.174	- 109.834	- 112.190	- 113.175	- 114.816	- 114.925
Impuestos	- 27.168	- 24.966	- 19.416	- 17.274	- 18.362	- 16.629
Utilidad	138.843	162.361	142.150	119.267	81.560	76.276
Activos						
Caja y Depósitos	2.614.750	2.260.792	980.813	1.228.987	936.071	1.812.785
Colocaciones Totales	17.098.843	17.291.595	17.422.040	17.288.713	17.452.860	17.680.356
Comerciales	9.432.058	9.551.108	9.619.373	9.418.561	9.526.570	9.738.277
Consumo	2.854.917	2.871.297	2.893.037	2.911.402	2.935.078	2.925.659
Hipotecarias	4.811.868	4.869.190	4.909.630	4.958.750	4.991.212	5.016.420
Provisiones Establecidas	- 490.160	- 487.865	- 505.886	- 509.283	- 518.024	- 520.566
Activo Fijo	151.140	150.435	149.832	150.891	152.166	153.116
Pasivos / Patrimonio						
Depósitos Vista	4.821.167	4.653.732	4.450.290	4.301.659	4.241.338	4.496.757
Depósitos a Plazo	8.833.622	9.222.452	8.856.185	9.259.128	9.350.892	9.395.246
Pasivos	6.290.567	6.247.927	6.365.457	6.461.452	6.294.869	6.537.962
Patrimonio	1.832.356	1.873.023	1.897.638	1.923.237	1.951.538	1.959.791
Market Share						
Colocaciones Totales	21,65%	21,52%	21,50%	21,14%	21,02%	20,83%
Comerciales	19,49%	19,30%	19,31%	18,73%	18,62%	18,46%
Consumo	27,67%	27,66%	27,58%	27,44%	27,18%	26,84%
Hipotecarias	23,74%	23,78%	23,70%	23,73%	23,69%	23,62%
Variación m/m						
MIN	3,9%	6,2%	-1,9%	-3,4%	-3,6%	0,8%
Comisiones	-1,0%	4,0%	-1,9%	-0,6%	-4,0%	-4,0%
Tesorería y Otros	-8,5%	36,0%	-10,9%	-6,9%	-6,0%	-9,6%
Provisiones Netas	-23,0%	1,3%	49,7%	11,0%	35,0%	6,1%
Gastos de Apoyo	2,8%	4,4%	2,1%	0,9%	1,4%	0,1%
Impuestos	2,5%	-8,1%	-22,2%	-11,0%	6,3%	-9,4%
Utilidad	17,7%	16,9%	-12,4%	-16,1%	-31,6%	-6,5%
Colocaciones Totales	1,9%	1,1%	0,8%	-0,8%	0,9%	1,3%
Comerciales	2,5%	1,3%	0,7%	-2,1%	1,1%	2,2%
Consumo	1,4%	0,6%	0,8%	0,6%	0,8%	-0,3%
Hipotecarias	1,1%	1,2%	0,8%	1,0%	0,7%	0,5%
Provisiones Establecidas	0,2%	-0,5%	3,7%	0,7%	1,7%	0,5%
Indicadores Analíticos						
Eficiencia	31,7%	30,6%	32,2%	33,5%	35,4%	35,8%
ROE	29,4%	34,5%	30,4%	25,1%	17,0%	15,7%
Provisiones / Colocaciones	2,83%	2,81%	2,89%	2,93%	2,95%	2,93%
Car. Deteriorada / Col.	7,69%	7,55%	7,40%	7,50%	7,49%	7,47%
Car. Morosa (90+) / Col.	2,42%	2,60%	2,58%	2,71%	2,76%	2,80%
Cobertura Car. Morosa (90+)	1,17x	1,08x	1,12x	1,08x	1,07x	1,05x
Spread Anualizado	5,56%	5,84%	5,68%	5,53%	5,28%	5,25%
Indicadores de Mercado						
Precio*	40,45	42,23	41,05	40,07	37,46	37,91
UPA	2,95	3,45	3,02	2,53	1,73	1,62
P/U	13,73	12,25	13,60	15,83	21,64	23,41
P/VL	4,16	4,25	4,08	3,93	3,62	3,65

Notas: (1) Cifras del Estado de Resultados móviles corresponden a trimestres móviles (reporte a marzo es la suma de resultados entre enero y marzo), con el fin de minimizar la volatilidad de las cifras. (2) Cifras del balance corresponden al cierre del mes en curso. (3) Todas las cifras corresponden a datos nominales. (4) Precio mostrado es al cierre del mes posterior (información más reciente al momento de la publicación de los resultados). (5) Indicadores analíticos y de mercado que correspondan (Eficiencia, ROE, UPA, etc.) son calculados en base a resultados trimestrales anualizados, y al precio indicado.

Fuente: SBIF, Bloomberg, Bolsa de Comercio, BCI Estudios.

Economista Jefe Corporación BCI

Jorge Selaive
jselaiv@bci.cl
(56 2) 692 8915

Subgerente Renta Variable

Pamela Auszenker
pauzen@bci.cl
(56 2) 692 8928

Subgerente Economía y Renta Fija

Luis Felipe Alarcón
lalarcg@bci.cl
(56 2) 383 5766

Analistas Senior

Marcelo Catalán
Eléctrico
mcatalg@bci.cl
(56 2) 383 5431

Rubén Catalán
Financiero, Economía
rhcatal@bci.cl
(56 2) 383 9010

Analistas

Christopher Baillarie
Bebidas, Telecom y Transporte
cbaila@bci.cl
(56 2) 692 8968

Oswaldo Cruz
Economía
ocruz@bci.cl
(56 2) 383 9671

María Paz Merino
Small Caps e Internacional
mpmerin@bci.cl
(56 2) 692 8922

Humberto Mora
Internacional, Análisis Técnico
hmora@bci.cl
(56 2) 383 5337

Verónica Pérez
Retail
vperlav@bci.cl
(56 2) 692 7688

Felipe Ruiz
Recursos Naturales
fruiz@bci.cl
(56 2) 692 7457

Recomendación	Definición
Sobreponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es superior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Neutral	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero se encuentra entre +/-2,5% respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
Subponderar	La rentabilidad esperada en los próximos 12 meses para el instrumento financiero es inferior en 2,5% o más respecto de nuestro retorno proyectado para el índice selectivo (IPSA).
S.R.	Sin Recomendación.
E.R.	Precio en Revisión.

Riesgo alto/medio/bajo de recomendación de inversión implica una alta/media/baja sensibilidad a cambios en las principales variables que determinan el *upside* potencial de la acción. Asimismo, el análisis respectivo contempla tanto factores cuantitativos como cualitativos.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de los instrumentos financieros que analizan responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías que se transan en bolsa y apoyado en las mejores herramientas disponibles. No obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. Todas las opiniones y proyecciones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con éste, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en este informe y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.