

Banco Santander Chile

16 Septiembre 2013

16 Septiembre 2013

Señor

Juan Pedro Santa María

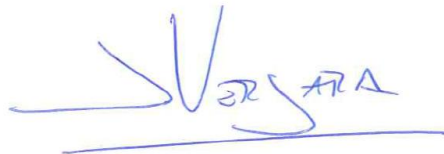
Asesor Legal

Banco Santander Chile

Presente

De acuerdo a nuestra propuesta de servicios profesionales del 21 de Marzo de 2013 y a las conversaciones mantenidas, tenemos el agrado de presentarle nuestro informe (en adelante el "Informe") sobre la estimación del valor razonable de la compañía Santander Asset Management S.A. Administradora General de Fondos (en adelante "Santander AM"), en el contexto de una transacción entre partes relacionadas con Banco Santander S.A. (en adelante "Banco Santander España"), así como también respecto al contrato de distribución de fondos que Santander AM produce siendo Banco Santander Chile (en adelante "Banco Santander Chile") su distribuidor y remunerándose con una comisión ajustable. El informe fue realizado sobre la base de información al 28 de Febrero de 2013 (en adelante "Fecha de Valorización").

Sin otro particular, saludamos a ustedes muy atentamente.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'J. VERGARA', with a horizontal line underneath.

Javier Vergara Marshall

Socio EY Chile

Abreviaciones

Santander AM	Santander Asset Management S.A. Administradora General de Fondos
Banco Santander Chile	Banco Santander Chile
Banco Santander España	Banco Santander S.A.
Administración	Administración Banco Santander Chile
Directorio	Directorio Banco Santander Chile
CLP	Peso Chileno
Fecha de valorización	28 de Febrero de 2013
USD	Dólar de los Estados Unidos
Industria	Industria de Fondos Mutuos y de Inversión
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros
MM	Millones
AuM	Assets under management- Activos administrados
AAFMM	Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile
ACAFI	Asociación Chilena Administradoras de Fondos de Inversión
U12M	Últimos 12 meses
Gestora	Gestora Santander AM
Rebates	Comisiones que paga Santander AM a Banco Santander Chile por el uso de su canal de distribución por la comercialización de sus fondos
EV/EBITDA	Valor de mercado de los activos de una compañía dividido por EBITDA U12M de la compañía
EV/VTAS	Valor de mercado de los activos de una compañía dividido por Ventas U12M de esta misma
P/BV	Precio de mercado por acción dividido por valor contable de la acción
P/U	Precio de mercado por acción dividido por utilidad neta U12M por acción de la compañía

Abreviaciones

Fecha Efectiva

Fecha cuando el acuerdo de distribución se hace efectivo para su ejecución luego de ser aprobado por todas las partes involucradas, incluyendo entes reguladores

Holding

Holding Santander Asset Management, compuesto por cada una de las filiales presentes en el negocio de Asset Management del Grupo Santander y las firmas Warburg Pincus y General Atlantic

Contenidos

Resumen ejecutivo

1

- 1. Introducción 2
- 2. Alcance de la Evaluación Independiente 3
- 3. Resultados de la valorización..... 5

Antecedentes

7

- 4. Antecedentes de la Transacción 8
- 5. Descripción de las compañías..... 9
- 6. Descripción de la transacción..... 10
- 7. La industria en Chile 14

Valorización Santander AM

18

- 8. Valorización Santander AM..... 19

Apéndices

- A. Cálculo de la tasa de descuento
- B. Fuentes de Información
- C. Limitaciones

Resumen ejecutivo

1. Introducción
2. Alcance de la Evaluación Independiente
3. Resultados de la valorización

Introducción

De acuerdo a nuestra propuesta de servicios profesionales del 21 de Marzo de 2013 y a las conversaciones mantenidas, tenemos el agrado de presentarle nuestro informe (en adelante el "Informe") sobre la estimación del valor razonable de la compañía Santander Asset Management S.A. Administradora General de Fondos (en adelante "Santander AM") en el contexto de una transacción entre partes relacionadas con Banco Santander S.A. (en adelante "Banco Santander España"), así como también respecto al contrato de distribución de fondos que Santander AM produce siendo Banco Santander Chile (en adelante "Banco Santander Chile") su distribuidor y remunerándose con una comisión ajustable. El informe fue realizado sobre la base de información al 28 de Febrero de 2013 (en adelante "Fecha de Valorización").

Este Informe representa el cumplimiento de este mandato y los apéndices adjuntos deben ser leídos sólo en conjunto con el reporte, que Banco Santander Chile podrá divulgar sólo en su versión original, completa y sin modificaciones.

La estimación sobre el valor razonable tiene vigencia a la fecha establecida específicamente en este Informe y está supuesto al cumplimiento de las condiciones presentes en los contratos "Oferta de compra de acciones", "Summary of Principal Terms and Conditions of the Distribution Agreements" ambos con fecha 17 de Mayo de 2013, Hecho Esencial con fecha 30 de Mayo de 2013 y Aclaración a la carta de oferta presentada el 17 de Mayo de 2013, con fecha de 24 de Julio de 2013.

Alcance de la Evaluación Independiente

De acuerdo a la solicitud de Banco Santander Chile, en nuestra calidad de evaluador Independiente, elaboramos este informe que contiene los siguientes elementos:

- Descripción de la Operación Propuesta, la cual será explicada posteriormente;
- Opinión sobre las condiciones de la Operación Propuesta, sus efectos y su potencial impacto en Banco Santander Chile;
- Análisis acerca del valor agregado, si lo presenta, de la Transacción para Banco Santander Chile; y,
- Análisis de la Operación Propuesta con respecto a transacciones similares de mercado.

El impacto que podría tener la operación propuesta en Banco Santander Chile puede ser analizado según su efecto en las siguientes áreas:

1. Impacto económico, en el cual Banco Santander Chile, tendría un impacto neutro por tratarse de una transacción a valor de mercado.
2. Impacto estratégico para Banco Santander Chile, dentro del cual es posible distinguir posibles ventajas, tales como:
 - a. Consolidación de la Gestora en Banco Santander España, lo que podría significar una mayor gama de oferta de productos a clientes de Banco Santander Chile, con lo cual se podrían generar mayores "Rebates" al Banco Santander Chile.
 - b. Banco Santander Chile seguirá ofreciendo y generando ingresos (vía Rebates) por la distribución de productos de inversión a sus clientes.
3. Riesgos para Banco Santander Chile:
 - a. Riesgo asociado en las diferencias en condiciones existentes entre las partes que componen la operación propuesta para un término anticipado del contrato.
 - b. Cambios en el sistema regulatorio que afecten el pago establecido de Rebates a Banco Santander Chile.
 - c. Riesgo existente de producirse un cambio en el controlador de Banco Santander Chile que pueda modificar o anular la operación propuesta.
 - d. Mecanismo de solución de controversias menores.

Alcance de la Evaluación Independiente

Para cumplirse lo estimado en este Informe, es importante que al momento de la firma del contrato de transacción entre partes relacionadas, Banco Santander Chile solicite a Banco Santander España, que mantenga la entrega de productos competitivos en el mercado chileno, en términos de calidad, rentabilidad y comisiones por cobrar, de manera de sustentar el potencial flujo futuro por concepto de Rebates.

Resultados de la valorización

Para valorizar Santander AM, hemos considerado dos elementos inseparables:

1. Venta de Santander AM por un valor de 130,000 MM de CLP, la cual cuenta con un patrimonio a la Fecha de Valorización correspondiente a 52,552.71 MM de CLP.
2. Contrato de distribución de los fondos entre Banco Santander Chile y Santander AM.

Es importante considerar que, para efectos de este análisis, tanto la venta de Santander AM como el contrato de distribución, deben ser analizados de manera conjunta ya que los montos involucrados por concepto de pago por distribución de fondos, afecta directamente el valor de venta de Santander AM. Esto es, todo lo demás constante, un mayor pago por distribución de fondos (Rebates) implicaría un menor valor de venta de Santander AM. Asimismo, todo lo demás constante, un menor pago por distribución de fondos implicaría un mayor valor de venta de Santander AM. La valorización, está supuesta al cumplimiento de las condiciones descritas en los contratos: "Oferta de compra de acciones", "Summary of Principal Terms and Conditions of the Distribution Agreements" ambos con fecha 17 de Mayo de 2013 y Aclaración a la carta de oferta presentada el 17 de Mayo de 2013, con fecha de 24 de Julio de 2013.

Para la valorización de Santander AM, hemos utilizado el Método de Flujos de Caja Descontados, el cual es descrito en el presente informe.

En base a los supuestos explicados posteriormente y la tasa de descuento calculada, se obtiene el siguiente valor para la transacción:

(+) Valor patrimonio Santander AM (*)	131.114
(+) Valor contrato de distribución (**)	425.152
(=) Total	556.266

(*) Considerando contrato de distribución

(**) Calculado como el valor presente de los Rebates esperados

El Valor total de Santander AM está compuesto tanto por el valor a pagar hoy (neto de Rebates), como además el valor del contrato de distribución (calculado como el valor presente de los Rebates futuros).

Resultados de la valorización

A continuación se presenta el rango de valor económico del patrimonio de Santander AM, a la Fecha de Valorización:

(MM CLP)	Mínimo	Esperado	Máximo
Valor Santander AM	124,911	131,114	139,076

Lo anterior implica que las condiciones económicas del precio ofrecido se encuentran dentro de un rango razonable.

A continuación se muestra una tabla de sensibilidad de valor del patrimonio económico en MM de CLP con respecto a variaciones en la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento nominal a largo plazo:

		Valor Económico Patrimonio (MM\$)				
		Crecimiento Perpetuidad				
		3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
Tasa Descuento	12.1%	130,859	137,598	146,249	157,758	173,824
	12.6%	125,096	130,865	138,161	147,684	160,637
	13.1%	119,942	124,911	131,114	139,076	149,669
	13.6%	115,308	119,613	124,924	131,642	140,410
	14.1%	111,123	114,871	119,448	125,161	132,495

Antecedentes

4. Antecedentes de la Transacción
5. Descripción de las compañías
6. Descripción de la transacción
7. La industria en Chile

Antecedentes de la Transacción

La Operación Propuesta consta de dos elementos inseparables mencionados anteriormente, precio a pagar por el patrimonio de Santander AM y Contrato de Distribución entre Santander AM y Banco Santander Chile, el cual es pagado a través de comisiones al Banco Santander Chile.

Para entender la transacción, es importante conocer la estructura que posee Santander AM a la Fecha de la Valorización. A continuación, se presentan los principales accionistas:

- Banco Santander Chile, posee el 99.96%;
- Santander Inversiones Limitada, posee en su totalidad un 0.02%; y,
- Santander Corredora de Seguros Limitada, posee el 0.01%.

Para la realización de este informe hemos supuesto las siguientes consideraciones:

- La información histórica (Balances, comisiones, segmentos, entre otras) utilizada para la construcción del modelo financiero del negocio de Santander AM, corresponde a aquella entregada por Banco Santander Chile.
- Santander AM, administra activos de CORFO (contrato que fue adjudicado el 19 de Enero de 2012 bajo licitación pública), el cual genera comisiones netas de aproximadamente \$200 MM de CLP anuales, los cuales se encuentran dentro del flujo de proyección. No se ha considerado un término de este contrato en caso que Santander AM pase a ser una filial directa de Banco Santander España.
- Para el período 2018-2022 se asume un crecimiento del plan de negocios correspondiente al crecimiento de la industria.

Descripción de las compañías

Santander Chile Holding S.A., es uno de los principales holdings bancarios de Chile. Constituido en 1985, cuyo objeto social es efectuar inversiones de renta de toda clase de bienes y la administración de estas inversiones. Además posee las facultades para realizar asesorías financieras y económicas. Posee una red de distribución que abarca desde Arica a Punta Arenas.

Santander AM nace como filial de Banco Santander Chile. Corresponde a una empresa administradora General de Fondos inscrita en la Superintendencia de Valores y Seguros.

Santander AM es un agente colocador, que además administra carteras de inversiones nacionales y/o internacionales, realiza asesorías y efectúa compras, ventas e inversiones de bienes incorporales.

Ofrece diversos instrumentos financieros de ahorro e inversión de corto, mediano y largo plazo, tanto para personas como empresas.

A Diciembre de 2012, obtuvo una utilidad neta (sin considerar Rebates a Santander Chile) de \$21,943 MM CLP, cuenta con una administración de patrimonio de \$2,714,510 MM CLP y 208,597 partícipes, lo que representó una participación de mercado de un 12.41%

Descripción de la transacción

Banco Santander España, ofrece a Banco Santander Chile comprar el 100% de las acciones de su filial Santander AM a un precio correspondiente a \$130,000 MM de CLP (considerando un patrimonio contable al 28 de Febrero de 2013 de 52,552.71 MM CLP), y convenir un contrato de distribución de los fondos que Santander AM produce siendo Banco Santander Chile su distribuidor y remunerándose con una comisión ajustable.

Este contrato de distribución tiene como plazo fijo un período de 10 años. Luego de transcurridos estos, es posible renovarlo si ambas partes así lo acuerdan, por 5 períodos consecutivos de 2 años cada uno, lo que otorga una duración máxima potencial de 20 años.

Una vez finalizado el período de contrato, Banco Santander España deberá seguir pagando una comisión anual a Santander AM por aquellos fondos de clientes invertidos durante la vigencia del contrato que continúen luego de finalizado éste. La fiscalización de esto será a través de los saldos que queden colocados durante el período del contrato que sigan generando ingresos.

Este contrato detallará la metodología que se deberá utilizar para medir el rendimiento de los productos entregados por Santander AM.

La distribución de los fondos de Santander AM, continuará de la misma manera que se produce actualmente, a través de las redes comerciales de Banco Santander Chile.

Para este contrato, se ha estipulado una cláusula de exclusividad, la cual obliga a Banco Santander Chile a participar del negocio de Fondos de Inversión sólo a través de los productos de Santander AM, salvo en el segmento Banca Privada, la cual mantendrá su diseño abierto. Si luego de finalizado el período del contrato y su período de renovación, Banco Santander España desea continuar con la exclusividad en los productos entregados por Santander AM, deberán realizar la firma de un nuevo contrato con éstas características.

La comisión pagable a Banco Santander Chile comentada anteriormente, corresponde al valor de Rebates, los cuales se ajustan a través de un factor según segmento y cumplimiento del plan de negocios propuesto en el contrato, el cual será verificado anualmente.

Descripción de la transacción

A continuación se presenta el plan de negocios propuesto en el contrato: “Oferta de compra de acciones” con fecha 17 de Mayo de 2013, para el período 2013-2017 de Santander AM:

Año Fiscal - MM CLP	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Net Management Fees					
Rentas Altas	3,920	4,720	5,764	6,937	8,153
Banca Privada	761	946	1,244	1,579	1,923
BEI	2,448	2,750	3,091	3,450	3,820
Resto Retail	1,017	1,214	1,450	1,709	1,984
Subtotal Retail	8,146	9,629	11,548	13,675	15,881
GB&M	580	691	824	965	1,109
Total Retail + GB&M	8,726	10,320	12,373	14,639	16,990

Para el período 2018-2022 se asume un crecimiento del plan de negocios correspondiente al crecimiento de la industria, tomando como punto inicial \$16,990 MM CLP.

El factor de ajuste que modifica los Rebates según el cumplimiento del plan de negocios, se estructura de la siguiente forma:

- Si el cumplimiento del plan de negocios es mayor a 250%, el factor será 1.133.
- Si el cumplimiento del plan de negocios está por debajo de 250% pero es mayor a 115%, el factor de ajuste fluctuará entre 1.133 y 1.002, respectivamente.
- Si el cumplimiento del plan de negocios está entre 85% y el 115%, el factor de ajuste será 1.
- Si el cumplimiento del plan de negocios está por debajo del 85% pero es mayor al 45%, el factor de ajuste fluctuará entre 0.996 a 0.733, respectivamente.
- Si el cumplimiento del plan de negocios es igual o inferior al 45%, el factor será 0.733.

Si el valor de los AuM a la fecha de cierre del contrato difiere del obtenido a la Fecha de Valorización, el capital base deberá incrementarse o reducirse en un 0.19% de la variación del valor de los AuM.

Los ajustes mencionados en el párrafo anterior, no serán de aplicación en los siguientes casos:

- Existan impactos regulatorios, normativos o tributarios, los cuales el distribuidor sea capaz de demostrar de forma concluyente (“Cambios Estructurales”), que hagan caer en más de un 17.5% los honorarios brutos en el segmento banca minorista de clientes al comparar (i) el último trimestre antes del cambio normativo, legal o fiscal con respecto al primer trimestre de aplicado el cambio y

Descripción de la transacción

- (ii) el tercer trimestre antes del cambio normativo, legal o fiscal con el primer trimestre luego de aplicado los cambios (para comparar el trimestre tras el cambio regulatorio, legal o fiscal con el mismo trimestre del año anterior);
- ii. El rendimiento de los productos distribuidos en el marco del acuerdo de distribución (excepto los productos garantizados, estructurados e indexados) ha disminuido de la siguiente forma: (i) el rendimiento medio de los productos de Santander AM en el año de referencia sea 15 puntos porcentuales inferior al rendimiento de dicho producto a la Fecha Efectiva y, (ii) el rendimiento medio de los productos cae por debajo del 60vo.percentil (en comparación con el rendimiento de mercado de los productos de referencia) en al menos tres de los últimos cinco trimestres.

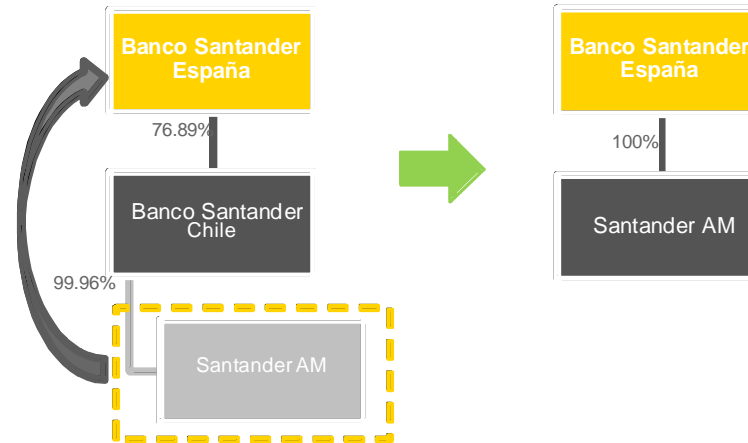
Al año siguiente que existan cambios estructurales o una deterioración del rendimiento, el factor de ajuste será reducido por la cantidad igual a (i) el factor de ajuste target que debiese haber sido aplicado para ese año sin ninguna modificación estructural multiplicado por (ii) el valor absoluto porcentual del cambio, y de igual forma en los años posteriores.

A continuación se presenta un cuadro resumen con los Rebates base según segmento:

Segmento / clientes	Rebates Agente Colocador
Segmento Corporaciones	50%
Segmento Banca Comercial	75%

Descripción de la transacción

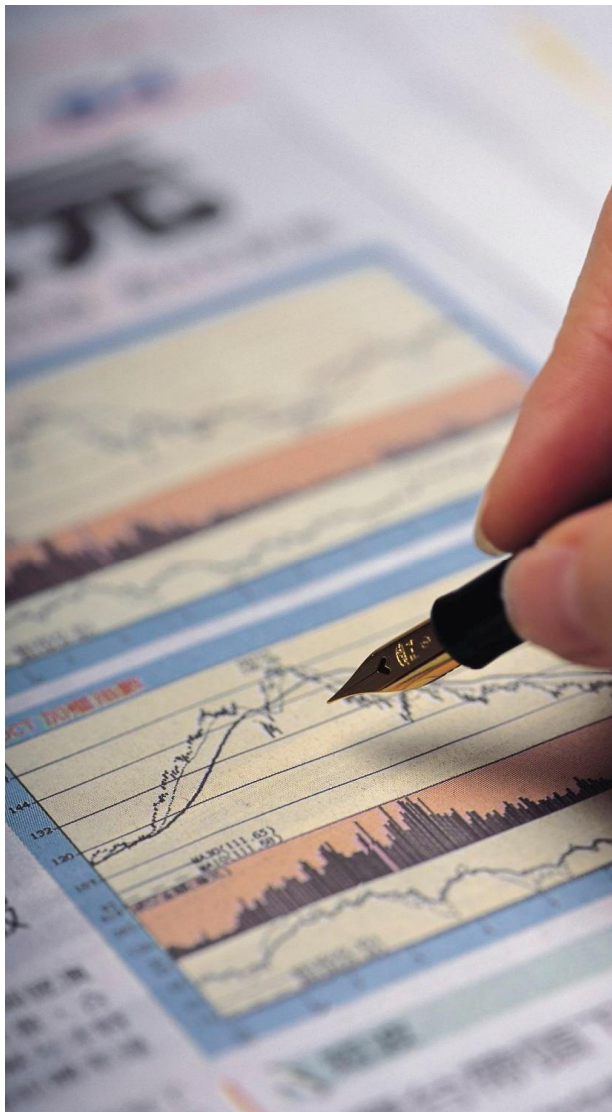
El siguiente diagrama presenta el flujo de acuerdo a las descripciones de la Operación Propuesta:



Es importante mencionar que para efectos de este análisis, tanto el precio de venta de Santander AM y el contrato de distribución, deben ser analizados de manera conjunta ya que los montos fijados como comisión del contrato de distribución, afectan directamente al valor de venta de Santander AM. Esto es, todo lo demás constante, un mayor pago por distribución de fondos implicaría un menor valor de venta de Santander AM. Asimismo, todo lo demás constante, un menor pago por distribución de fondos implicaría un mayor valor de venta de Santander AM.

Grupo Santander además, ha suscrito un acuerdo con las firmas de inversión de capital Warburg Pincus y General Atlantic, creando conjuntamente el holding Santander Asset Management (en adelante "Holding"), el cual estará compuesto por filiales del grupo presentes en el negocio de Asset Management, las que poseerán una participación correspondiente al 50% en el holding.

La industria en Chile



En la siguiente sección, se presenta una breve descripción de la industria de Fondos Mutuos y de Inversión en Chile.

Fondos Mutuos: (Fuente: AAFM)

La industria de fondos mutuos, cuenta cada vez con más participantes en nuestro mercado, siendo uno de los instrumentos financieros preferidos por los inversionistas, por su fácil manejo, diversidad de opciones de riesgo, liquidez y beneficios tributarios.

Existen más de 2,297 series de fondos en la industria nacional, los cuales son administrados actualmente por 20 administradoras de fondos. Estas administradoras, colectan dinero de los inversionistas y lo invierten en aquel fondo que más se adecue a las necesidades del mismo, basado en su adversidad al riesgo y plazos de inversión.

La administradora recauda comisiones o remuneraciones por los servicios prestados, siendo estas la principal fuente de ingreso de las compañías de la industria.

A Febrero de 2013, existen 1,698,544 partícipes, los cuales significan un crecimiento de 4.2% con respecto a febrero del año anterior, correspondiente a 1,630,119.

Analizando la evolución del patrimonio administrado, a febrero de 2013 la industria posee un patrimonio de \$19,674,106 MM de CLP, lo que representa un crecimiento de un 5.19% respecto a febrero del año anterior.

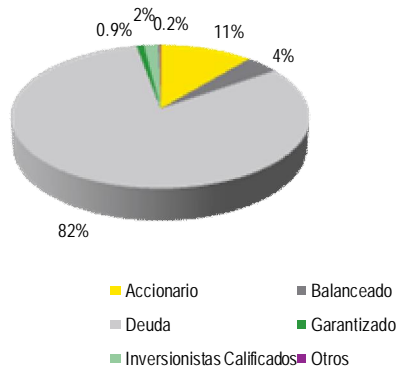
La distribución de fondos mutuos, de acuerdo a su estructura se puede dividir en 8 grupos:

- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor a 90 días, los cuales pueden ser de origen nacional denominados en moneda local o UF, internacional con un mínimo de 60% de la cartera administrada en moneda local o unidades de reajuste extranjeras o flexible;
- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor a 365 días, al igual que aquellos mencionados anteriormente varían de acuerdo a su origen entre internacional, nacional o flexible;
- Fondo Mutuo de inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. Existen tres categorías dentro de este tipo de fondo mutuo, aquella de origen internacional, flexible o nacional. A diferencia de los Fondos Mutuos mencionados anteriormente, los pertenecientes a origen nacional pueden presentarse como inversión en peso, inversión en UF con una duración menor a 3 años o en UF con una duración superior a 3 años, para los cuales la cartera debe ser invertida sobre un 60% en alguna de las 3 opciones;

La industria en Chile

Distribución del Patrimonio Total Administrado

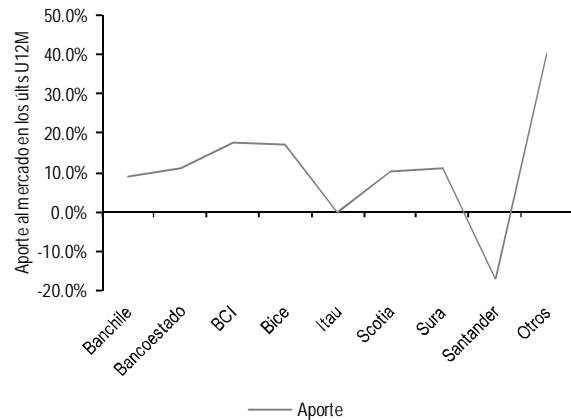
Fuente: AAFM, información a Febrero de 2013



- Fondo Mutuo Accionario, aquellos invertidos en instrumentos de capitalización bursátil. Estos pueden ser divididos según el origen de su inversión en fondos accionarios nacionales de los cuales al menos un 90% de la cartera debe ser invertida en instrumentos de capitalización nacional, sector de actividad económica u origen principal de las inversiones;
- Fondo Mutuo Balanceado, aquel que combina inversiones en instrumentos bursátiles y de deuda, para preservar el capital;
- Fondo Mutuo Garantizado, los cuales garantizan el capital nominal aportado. Se pueden dividir en tres categorías garantizado accionario emergente, garantizado accionario desarrollado y garantizado no accionario; y,
- Fondo Mutuo dirigido a inversionistas calificados, el cual se subdivide en inversionistas calificados accionario nacional, inversionistas calificados accionario internacional o inversionistas calificados títulos de deuda, los cuales dependen no sólo del origen de sus inversiones sino además si el objetivo de esta es la preservación de capital o la capitalización.

Incidencia en crecimiento de la industria en los últimos 12 meses

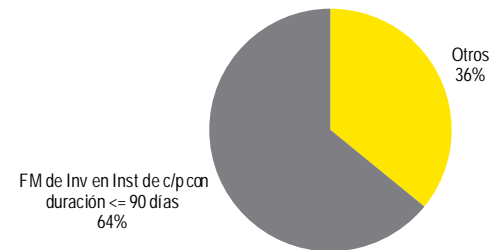
Fuente: AAFM, información a Febrero de 2013



La distribución del Patrimonio administrado al 28 de Febrero de 2013, para los diversos tipos de fondos mencionados anteriormente, se resume en el siguiente gráfico:

Distribución Patrimonio de Fondos de Deuda a Corto Plazo vs Otros Fondos Mutuos

Fuente: AAFM, información a Febrero de 2013

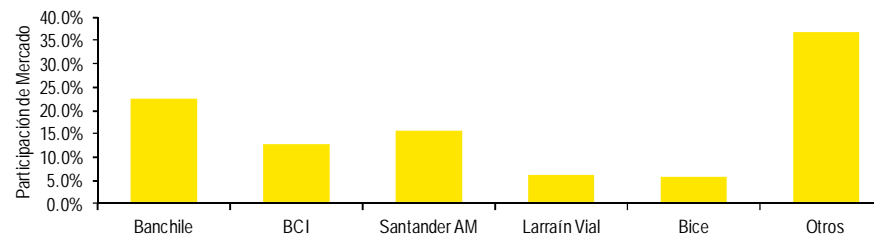


La industria en Chile

Las Administradoras con mayor participación de Mercado de nuestro país al 28 de Febrero de 2012, son las siguientes:

Participación en el Mercado

Fuente: AAFM, información a Febrero de 2013



Fondos de Inversión: (Fuente: ACAFI)

Corresponden a patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas, los cuales son aportados a través de cuotas no rescatables hasta la liquidación del fondo.

A Diciembre de 2012, existen alrededor de 89 series de Fondos de Inversión en operación en nuestro país, alcanzando un total de Activos de \$5,422,604 MM de CLP y un Patrimonio de \$4,909,598 MM de CLP.

Es posible dividirlos en tres categorías:

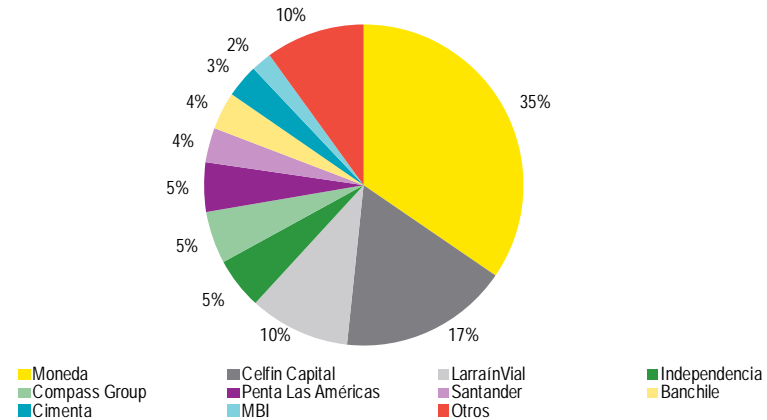
- Fondos Mobiliarios, cuya inversión va dirigida principalmente a títulos del Banco Central de Chile y Tesorería;
- Fondos Inmobiliarios, invertidos en bienes raíces tales como mutuos hipotecarios y acciones de sociedades inmobiliarias; y,
- Fondos de capital privado, aquellos en que la inversión va destinada a empresas de tamaño mediano ó pequeño. Los inversionistas ingresan a las empresas a través de la administración de esta por un período de tiempo ya sea para mejorar su administración ó por su potencial, para luego venderlas.

La industria en Chile

A continuación se presenta la distribución de los partícipes de mercado:

Participación de Mercado de acuerdo a total de activos administrados

Fuente: ACAFI, información a Diciembre de 2012



Tanto para la industria de Fondos Mutuos como Fondos de Inversión, el Estado, participa de forma directa en la regulación a través de la SVS, la cual vela por el correcto desarrollo del mercado y resguardo de los inversionistas evitando las asimetrías de información que se puedan producir.

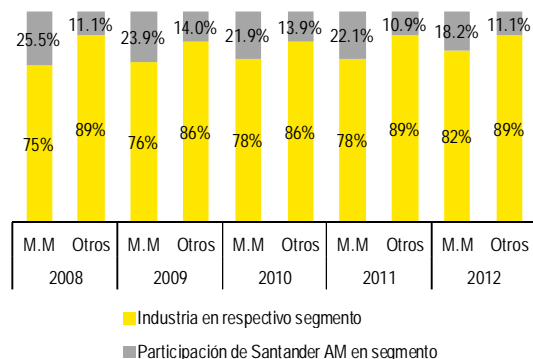
Valorización Santander AM

8. Valorización Santander AM

Valorización Santander AM

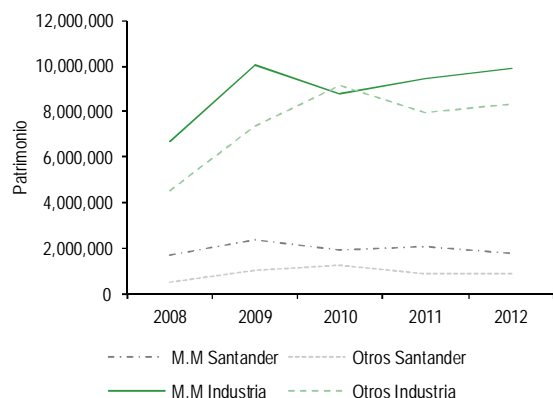
Participación de Mercado según Patrimonio

Fuente: SVS, información correspondiente a cada año



Santander AM vs. Industria según Patrimonio de la Industria

Fuente: SVS, información correspondiente a cada año



Para la Valorización se utilizaron las siguientes metodologías:

1. Enfoque de mercado:

El enfoque de mercado se basa en que el valor de un activo puede ser estimado comparando su valor con activos de características similares: Para utilizar este enfoque, se han seleccionado 7 empresas que participan en industrias similares, con información al 28 de Febrero de 2013:

	EV/EBITDA	EV/VTAS	P/U
Provida	8.10x	5.91x	14.18x
Habitat	9.12x	6.39x	16.41x
Cuprum	9.46x	6.46x	15.61x
BlackRock, Inc.	11.86x	4.80x	20.47x
Legg Mason Inc.	9.39x	1.46x	18.46x
Invesco Ltd.	15.79x	3.86x	16.94x
Aberdeen Asset Management PLC	12.96x	5.38x	33.98x
T. Rowe Price Group, Inc.	12.00x	5.75x	20.72x
Mediana	10.66x	5.56x	17.70x
Promedio	11.08x	5.00x	19.60x
	EBITDA	Ventas Netas	Utilidad Neta
Estimación 2013 proforma Santander AM (MM CLP) (*)	5,710	12,105	4,092
Valor Económico Patrimonio a Febrero de 2013	60,842	67,357	72,437

Es importante señalar que para el caso particular de esta transacción, estimamos que los múltiplos de mercado no son apropiados en la determinación del valor de Santander AM, ya que las particularidades del contrato de distribución de fondos hacen difícil la comparación de estas empresas con Santander AM.

2. Método de Flujo de caja descontados:

Por otra parte, para valorizar Santander AM, se utilizó el Enfoque de Ingresos a través del método de flujos de caja libres descontados. El enfoque de Ingresos se basa en que el valor de cualquier activo o compañía puede ser estimado determinando los flujos de caja futuros que son generados por el mismo.

A través de este método, se proyectaron los flujos de Santander AM del año 2013 al año 2022.

Los principales supuestos utilizados en esta valorización son los siguientes:

- La estimación de Ingresos y Gastos de Administración y Ventas, se realizó en base a información histórica de Santander AM, así como proyecciones de crecimiento del mercado, comisiones y gastos.

Los Ingresos están compuestos por:

- Ingresos por Remuneración, los cuales varían de acuerdo a los distintos segmentos y la remuneración promedio de éstos.
- Ingresos por Comisión, proyectado de acuerdo a la comisión de rescate promedio histórica.
- Otros Ingresos, los que están compuestos por ingresos por intereses, que corresponden a los generados por su cartera de inversión propia.
- Rebates totales, cuya estimación variará de acuerdo al cumplimiento del plan de negocios mencionado anteriormente, el cual al no ser cumplido al 100%, modificará el factor de ajuste de los Rebates (de la manera mencionada en la Página 10).

Tras el período explícito del plan de negocios, se asume que los AuM de Santander AM presentan una evolución similar a la registrada por la industria para el período explícito de la valorización. Por su parte, para el período explícito de valorización, los fees cobrados a clientes, registran una evolución similar a la presentada durante los últimos años.

- Depreciación y Amortización, se han utilizado como base los criterios contables de los Estados Financieros de Santander AM, correspondientes al 28 de Febrero de 2013.

Para la proyección de la depreciación y amortización de aquellos bienes adquiridos en los años siguientes a la Fecha de Valorización, se ha utilizado como vida útil el promedio ponderado de las vidas útiles de los bienes existentes;

- Capital de Trabajo: La necesidad de capital de trabajo se proyectó en función a los días de rotación de inventario, de pago y cobranza con datos al 28 de Febrero de 2013.

Valorización Santander AM

- Impuestos: La tasa de impuesto a la renta utilizadas para la proyección corresponden al 20% de 2013 en adelante
- Para el cálculo de la perpetuidad, se ha utilizado un crecimiento nominal correspondiente al 5%, que captura el crecimiento esperado de la industria, el mix de productos de Santander AM y una reducción en las comisiones cobradas a clientes, en línea con lo observado en economías más desarrolladas.
- Tasa de descuento, para determinar la tasa de descuento adecuada se han seleccionado 7 empresas comparables.

Como medida de riesgo sistemático se ha utilizado el Beta desapalancado de la Industria, (calculado como la mediana del beta desapalancado a 5 años mensual de las empresas comparables).

Utilizando una tasa de libre de riesgo, correspondiente al BCP de 10 años a la fecha de valorización, un premio por riesgo de mercado que corresponde al entregado por Ibbotson Survey de 6.7% y una razón Deuda a Patrimonio de Santander AM, estimamos el Costo del Patrimonio.

Dado lo anterior, se ha determinado una tasa de descuento (WACC) nominal en CLP de **13.05%**.

Valorización Santander AM

A continuación se presenta el cálculo de la tasa de descuento utilizada:

Para más detalle sobre la metodología de cálculo de la tasa de descuento ver apéndice A.

WACC - Nominal							
28 de Febrero de 2013							
Fuente: Capital IQ							
Comparables (MM USD)	Pais	Beta (a)	Market Cap	Deuda Neta	D/P	Tax	Bu
Administradora de Fondos de Pensiones Provida SA	Chile	0.910	2,306	-129	0.0%	20.0%	0.91
Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A.	Chile	0.884	1,931	-115	0.0%	20.0%	0.88
AFP Cuprum S.A.	Chile	0.780	1,396	-7	-0.5%	20.0%	0.78
BlackRock, Inc.	United States	1.535	41,049	3,016	7.3%	40.0%	1.47
Legg Mason Inc.	United States	1.795	3,675	79	2.1%	40.0%	1.77
Aberdeen Asset Management PLC	United Kingdom	1.112	7,542	-495	0.0%	28.0%	1.11
T. Rowe Price Group, Inc.	United States	1.586	18,356	-974	0.0%	40.0%	1.59
Mediana		1.11	3,675	-115	0.0%	28.0%	1.11
Costo del Patrimonio				Costo de la Deuda			
Beta Desapalancado	1.11	Tasa Libre de Riesgo (b)		5.60%			
D/P	0.0%	Spread de la Deuda (d)		1.50%			
Tasa Impositiva	20.0%	Costo de la Deuda Antes de Impuestos		7.10%			
Beta Apalancado	1.11	Tasa Impositiva		20.0%			
Tasa Libre de Riesgo (b)	5.60%	Costo de la Deuda Después de Impuestos		5.7%			
Premio por Riesgo de Mercado (c)	6.70%						
Costo del Patrimonio	13.1%	Tasa de Descuento (WACC)					
		Patrimonio	100%	13.1%	13.1%		
		Deuda	0%	5.7%	0.0%		
		WACC - Nominal			13.05%		
(a) 5 años mensual							
(b) BCP 10Y, Fuente ABIF							
(c) Ibbotson Survey 2011							
(d) Spread de la Deuda							

Valorización Santander AM

Valor Santander AM

El valor de Santander AM dependerá de la tasa de descuento utilizada y del crecimiento de las ventas proyectadas para Santander AM.

En base a los supuestos explicados posteriormente y la tasa de descuento calculada, se obtiene el siguiente valor para la transacción:

(+) Valor patrimonio Santander AM (*)	131.114
(+) Valor contrato de distribución (**)	425.152
(=) Total	556.266

(*) Considerando contrato de distribución

(**) Calculado como el valor presente de los Rebates esperados

El Valor total de Santander AM está compuesto tanto por el valor a pagar hoy (neto de Rebates), como además el valor del contrato de distribución (calculado como el valor presente de los Rebates futuros).

A continuación se presenta el rango de valor económico del patrimonio de Santander AM, a la Fecha de Valorización:

(MM CLP)	Mínimo	Esperado	Máximo
Valor Santander AM	124,911	131,114	139,076

Valorización Santander AM

A continuación se muestra una tabla de sensibilidad de valor del patrimonio económico en MM de CLP con respecto a variaciones en la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento nominal a largo plazo:

		Valor Económico Patrimonio (MM\$)				
		Crecimiento Perpetuidad				
Tasa Descuento		3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
	12.1%	130,859	137,598	146,249	157,758	173,824
	12.6%	125,096	130,865	138,161	147,684	160,637
	13.1%	119,942	124,911	131,114	139,076	149,669
	13.6%	115,308	119,613	124,924	131,642	140,410
	14.1%	111,123	114,871	119,448	125,161	132,495

Lo anterior implica que las condiciones económicas del precio ofrecido se encuentra dentro de un rango razonable, lo cual está supuesto al cumplimiento de las condiciones presentes en los contratos: "Oferta de compra de acciones", "Summary of Principal Terms and Conditions of the Distribution Agreements" ambos con fecha 17 de Mayo de 2013, Hecho Esencial con fecha 30 de Mayo de 2013 y Aclaración a la carta de oferta presentada el 17 de Mayo de 2013 con fecha de 24 de Julio de 2013.

Apéndice A

Cálculo de la tasa de descuento

Cálculo de la tasa de descuento

El cálculo de la WACC se realiza mediante la aplicación de la siguiente ecuación:

$$WACC = \frac{E}{E+D} \times K_e + \frac{D}{E+D} \times (K_d \times (1-T))$$

Donde:

- WACC: costo promedio ponderado del capital
- $E / (E+D)$: capital propio como porcentaje del total de activos
- K_e : costo del capital propio
- $D / (D+E)$: deuda como porcentaje del total de activos
- K_d : costo de la deuda
- T : tasa de impuesto a las ganancias

El costo del capital propio se estima de acuerdo con el modelo CAPM ("Capital Asset Pricing Model"), el cual requiere la aplicación de la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta_i \times P_m$$

Donde:

- K_e : costo del capital propio
- R_f : tasa de libre riesgo
- β_i : beta de la industria
- P_m : prima de mercado

Apéndice B

Fuentes de Información

Fuentes de Información

Para la confección del Informe, se han utilizado diversas fuentes de información:

1. Documentos enviados por la Administración de Banco Santander Chile:
 - Modelo SAM.xlsx
 - Detalle E&Y.xlsx
 - EERR y Balance a Feb 2013.xlsx
 - EERR y Balance año 2012.xlsx
 - TRUST_CARTA OFERTA CHILE_17052013.pdf, Contrato Oferta de compra de acciones con fecha 17 de Mayo de 2013
 - TRUST_DA TS_17052013.pdf, Summary of Principal Terms and Conditions of the Distribution Agreements
 - Aclaraciones carta oferta_2407.pdf
2. Memorias anuales y estados financieros disponibles en página web, de Santander y Santander AM
3. Hecho esencial con fecha 30 de Mayo de 2013
4. Otras fuentes de información:
 - Bloomberg
 - Superintendencia de Valores y Seguros
 - Global Insight
 - Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos de Chile
 - Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión
 - CapitalIQ
 - Sitio web de Banco Santander Chile

Apéndice C

Limitaciones

Limitaciones

Limitaciones generales al trabajo

- Este informe no corresponde a un informe pericial, según lo establecido por la ley de sociedades anónimas.
- Sujeto a las restantes limitaciones establecidas a continuación, no tenemos conocimiento de razón alguna que nos haga suponer que los hechos y datos contenidos en este Informe no son correctos.
- Nuestro trabajo se ha realizado sobre la base de información proporcionada por Santander AM y valores de mercado.
- Es importante clarificar que los supuestos e hipótesis utilizadas en las proyecciones se basan en posibles comportamientos futuros, que en la práctica pueden no ocurrir.
- No hemos realizado auditoría alguna, ni revisión o recopilación de la información financiera histórica o proyectada incluida en este Informe. Del mismo modo, tampoco expresamos una opinión ni damos certeza con respecto a dicha información.
- No investigamos el título de propiedad de la empresa o de los activos objeto del presente Informe. Nos hemos basado en manifestaciones del propietario de la empresa o activos y podemos asumir que (i) el título es válido y comercializable, (ii) la empresa y los activos están libres de embargos y gravámenes, (iii) cumplen con todas las leyes y reglamentaciones federales, estatales y locales (incluidas, a título enunciativo, aquellas relacionadas con el uso de la propiedad, el medio ambiente, la zonificación y otros requisitos similares) y (iv) que todas las licencias, certificados de ocupación, autorizaciones y permisos legislativos o administrativos emanados de autoridades federales, estatales o locales u organismos gubernamentales, entidades u organizaciones privadas requeridos para cualquier uso de la propiedad relacionado de cualquier modo con este Informe o con los servicios subyacentes, fueron obtenidos o pueden obtenerse o renovarse. No asumimos responsabilidad alguna por la descripción legal de las propiedades.
- Santander AM podrá divulgar este Informe sólo en la versión original suministrada, completa y sin modificaciones previa autorización de EY.
- Nuestra estimación sobre el valor razonable tienen vigencia a la fecha establecida específicamente en este Informe. Los cambios en las condiciones de mercado pueden dar como resultado variaciones sustancialmente diferentes que las indicadas a la fecha del Informe. No asumimos responsabilidad alguna por los cambios en las condiciones de mercado que ocurran con posterioridad a la fecha del Informe y no tenemos obligación de actualizar el Informe, o nuestras recomendaciones, análisis, conclusiones u otros documentos relacionados con nuestros servicios después de la fecha del Informe, por motivo alguno.

Limitaciones

- Se nos suministró información oralmente y por escrito, así como datos en formato electrónico, relacionados con la empresa o con los activos que analizamos. Nos hemos basado en esa información para confeccionar este Informe y no tenemos responsabilidad alguna de verificar de manera independiente su exactitud e integridad. No asumimos responsabilidad alguna por la integridad o la exactitud de la información suministrada por otros, incluida su gerencia.
- No hemos realizado un dictamen acerca de si hubo violaciones o abuso a las leyes, o reglamentaciones en materia de fraude u otras leyes. No asumimos responsabilidad alguna de prestar asesoramiento legal y le recomendamos que consulte los aspectos legales con su asesor en la materia.