

BSANTANDER

Banco Santander Chile es uno de los principales bancos del sistema financiero chileno, filial del grupo español Banco Santander, y cotiza en la Bolsa de Santiago (SANTANDER) y en Nueva York a través de ADR (BSAC, equivalente a 400 acciones). Con colocaciones por más de \$41 billones y una base de depósitos superior a \$32 billones, el banco tiene una presencia relevante en todos los segmentos: banca de personas, pymes, empresas y banca corporativa, con una cartera repartida en partes similares entre créditos comerciales e hipotecarios, y un segmento de consumo que representa cerca del 15% del total.

Un primer semestre excepcional. La utilidad atribuible del primer semestre de 2026 alcanzó \$656 mil millones, 19% por sobre igual período de 2025, con un ROE anualizado de 27% y un ROA de 1,9%. El segundo trimestre fue el mejor de la historia reciente del banco, con una utilidad de \$383 mil millones, impulsada por un alza de la UF de 2,5% en el trimestre, que se tradujo directamente en mayores reajustes. El margen financiero (NIM) llegó a 4,7% en el segundo trimestre y a 4,3% en el semestre, mientras la eficiencia alcanzó 31,6%, el mejor nivel del sistema. Con estos resultados, la administración elevó su guía de ROE para 2026 a más de 24%, desde un rango previo de 22%-24%, y prevé un margen financiero en torno a 4,1% para el año completo.

Un entorno macroeconómico que comienza a cambiar. El año 2026 ha estado marcado por una economía débil, con un PIB que crecería menos de 1%, un desempleo que se ha mantenido en torno a 9% y una inflación que repuntó por sobre 4% a raíz del alza de combustibles y la depreciación del peso. Hacia 2027, sin embargo, el escenario mejora: se espera una recuperación del crecimiento hacia niveles cercanos a 3%, apoyada en la reactivación de la inversión y en los cambios tributarios de la Ley de Reconstrucción, una convergencia gradual de la inflación hacia la meta de 3% y una tasa de política monetaria estable en 4,5%. Para un banco como Santander, este cambio de escenario tiene efectos en direcciones opuestas: una menor inflación reduce los ingresos por reajustes, pero un mayor crecimiento económico favorece la demanda de crédito, la calidad de la cartera y la actividad transaccional de los clientes.

La inflación, el principal motor del margen. Santander mantiene una posición estructural larga en UF: sus activos reajustables, principalmente créditos hipotecarios y parte de la cartera comercial, superan a sus pasivos en UF en un monto equivalente a cerca de 1,7 veces su patrimonio, es decir, del orden de \$8,5 billones. Esto hace que cada punto porcentual adicional de inflación aporte cerca de \$90 mil millones al margen financiero, equivalentes a unos 16 puntos base de NIM. Esta posición funciona como una cobertura natural del patrimonio del banco frente a la inflación y es una fuente relevante de volatilidad trimestral en los resultados, por lo que preferimos analizar la rentabilidad del banco en ventanas de varios trimestres. Excluyendo los reajustes, el margen por intereses se ha mantenido notablemente estable en torno a 3,5% durante los últimos dos años, una vez que la tasa de política monetaria se normalizó desde los niveles de dos dígitos de 2023, período en que el mayor costo de los depósitos a plazo comprimió fuertemente el margen. Hacia adelante proyectamos un NIM de 4,1% en 2026 que converge a 4,0% desde 2027, nivel consistente con lo observado en 2025 una vez ajustado por una inflación de 3%.

Recomendación	Sobreponderar
Precio Actual (\$)	\$78,5
Target Price (\$)	91
Rango últ. 52 -sem. (\$)	62,8 - 84,4
Upside (%)	16

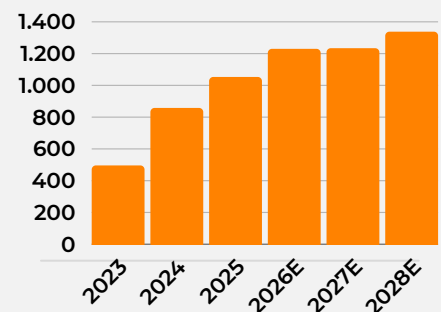
Información Actual

Número Acciones (MM)	188.446
Market Cap US\$ (MM)	15.146
Dólar	\$977

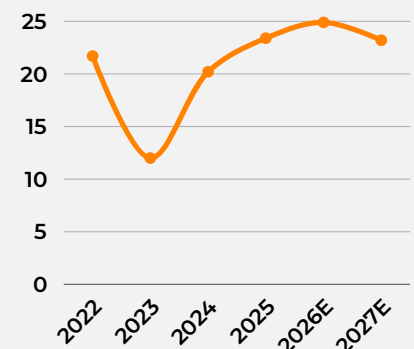
Información Financiera

	2026e	2027e
Utilidad atribuible (\$ MM)	1.230	1.234

Utilidad atribuible (\$ MM)



ROAE (%)



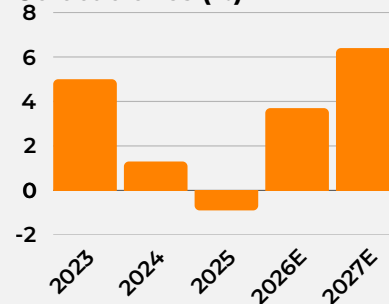
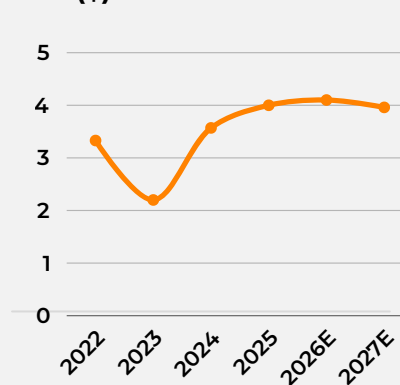
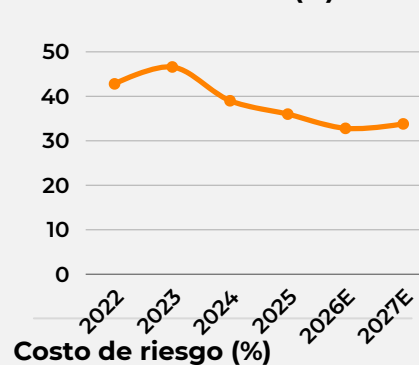
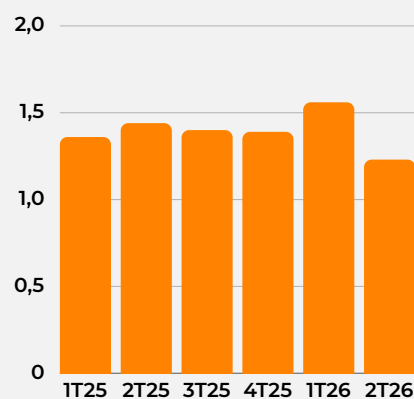
Contacto: estudios@mbitrading.cl

2026: utilidad récord; 2027: un año de transición.

Proyectamos una utilidad de \$1.230 mil millones para 2026, un alza de 17%, y un ROE de 25%. Para 2027 esperamos una utilidad prácticamente plana, en torno a \$1.234 mil millones, lo que no refleja un deterioro del negocio. El crecimiento de colocaciones, comisiones y margen por intereses, neto de mayores gastos y provisiones asociados al crecimiento, aporta cerca de \$100 mil millones adicionales de resultado antes de impuestos. Sin embargo, esto se compensa con dos efectos. El primero, y más relevante, es la menor inflación: la UF pasaría de 4,2% en 2026 a 3,0% en 2027, lo que reduce los ingresos por reajustes en cerca de \$60 mil millones. El segundo es la normalización de algunas partidas que fueron particularmente favorables en 2026, como resultados de tesorería no recurrentes y otros gastos operacionales inusualmente bajos, que restan cerca de \$40 mil millones. En cuanto a impuestos, si bien la reforma tributaria reduce la tasa corporativa de 27% a 23% entre 2027 y 2029, la menor inflación disminuye el beneficio de la corrección monetaria del capital, por lo que esperamos una tasa efectiva estable en torno a 16% en 2027, que convergería hacia 18% en el largo plazo, en línea con el rango de 18%-20% que anticipa la administración para un escenario normalizado. Superada esa transición, la utilidad retomaría un crecimiento de 6%-8% anual, alcanzando \$1.338 mil millones en 2028 y cerca de \$1.520 mil millones en 2030.

Colocaciones: la cartera comercial toma la posta. En el primer semestre las colocaciones crecieron apenas 1,2% nominal, prácticamente todo explicado por el reajuste de la UF: en términos reales, la cartera lleva dos años sin crecer, en línea con un sistema bancario que a agosto caía 0,6% real en doce meses. Detrás de esta debilidad se combinan una demanda de crédito deprimida por el bajo crecimiento económico y una política de originación más selectiva en consumo. Sin embargo, la administración observa una reactivación incipiente de la cartera comercial, que ya mostró un mejor desempeño en el segundo trimestre.

En el segmento hipotecario, la recuperación es más gradual pero se ve apoyada por el programa de subsidio a la tasa hipotecaria, que fue ampliado a 80 mil viviendas con un tope de UF 6.000 y vigencia hasta mayo de 2028, y en el que Santander ha capturado cerca del 70% de las operaciones cursadas, reflejo de su liderazgo en este producto. El consumo, en cambio, se mantiene débil, reflejo de un mercado laboral deteriorado y de un menor uso de tarjetas de crédito, y es el segmento donde esperamos el menor crecimiento en los próximos trimestres. En conjunto, proyectamos un crecimiento de colocaciones de 3,75% nominal para 2026 y de 6,4% para 2027, equivalente a 3,3% real, y en régimen un crecimiento real equivalente a 1,5 veces el PIB, lo que supone una recuperación gradual de la profundidad del crédito en Chile, que bajó desde cerca de 90% a 75% del PIB en los últimos años.

Crecimiento de Colocaciones (%)**NIM (\$)****Ratio de eficiencia (%)****Costo de riesgo (%)**

Fondeo: una base de depósitos amplia y de bajo costo. Santander financia sus colocaciones con una base de depósitos superior a \$32 billones, de la cual cerca de 43% corresponde a cuentas vista, que prácticamente no tienen costo financiero. Esta proporción, que llegó a superar 60% en el período de tasas bajas de 2021, se ha estabilizado en los últimos trimestres, lo que da visibilidad al costo de fondos hacia adelante. El resto del fondeo se compone de depósitos a plazo, cuyo costo sigue de cerca a la tasa de política monetaria, y de bonos de largo plazo, en buena parte en UF, que calzan con la cartera hipotecaria. Con una TPM estable en 2027 y descendiendo gradualmente hacia su nivel neutral desde 2028, esperamos que el costo de fondos se reduzca levemente, desde 3,8% en 2026 a cerca de 3,4% en 2030, compensando la menor contribución de los reajustes. El principal desafío en este frente es la competencia de los fondos mutuos y de otras alternativas de ahorro por los depósitos a plazo.

Clientes y transformación digital. La base de clientes del banco crece en torno a 7% anual, impulsada por la apertura de cuentas digitales, aunque los clientes activos crecen a un ritmo más moderado, lo que refleja que una parte importante de los nuevos clientes todavía tiene una relación incipiente con el banco. El desafío de los próximos años es profundizar esa relación, aumentando la venta cruzada de productos de mayor valor. En paralelo, el banco ha avanzado en la migración de sus plataformas tecnológicas y en la digitalización de sus procesos, con una estrecha cooperación técnica con el grupo Santander y otras geografías, lo que le ha permitido bajar sus costos de atención sin perder cobertura comercial. La administración considera la digitalización como su principal prioridad estratégica y como la palanca central para seguir mejorando la eficiencia.

Comisiones y resultados financieros: recomposición de fuentes. Las comisiones netas se mantuvieron planas en el primer semestre, pero con una composición muy distinta entre líneas. La gestión de activos y seguros creció 16%, apoyada en el aumento de los fondos administrados. Esto compensó la caída de 15% en el negocio de pagos de Getnet, afectado por una mayor competencia y presión en precios en el segmento de comercios minoristas, mientras las comisiones de tarjetas y cuentas se mantuvieron estables, con un menor uso de tarjetas por parte de las personas. Proyectamos un crecimiento de 1% para 2026 y de 6% para 2027, apoyado en la profundización de la gestión de activos y en la estabilización de pagos a medida que el banco amplía su oferta a comercios de mayor tamaño. El resultado financiero creció 16% en el semestre, con una contribución estable de la tesorería para clientes, ligada a la actividad de cobertura cambiaria y de tasas de la banca corporativa, que proyectamos crezca en línea con la cartera comercial.

Eficiencia: la base de costos ya se ajustó. Los gastos operacionales cayeron 4,3% en el primer semestre, en el marco del proceso de transformación digital del banco y de la cooperación tecnológica con el grupo Santander, lo que llevó la eficiencia a 31,6%, muy por debajo del promedio de sus competidores. Con una inflación más baja en 2027 la eficiencia subiría desde 32,8% en 2026 a cerca de 34%, ya que los ingresos por reajustes disminuyen mientras los gastos siguen creciendo, para luego mejorar gradualmente hacia 32% en 2030. Nuestro escenario considera que los gastos crecen con la inflación más 1% real, para acompañar el mayor crecimiento del negocio. La meta de largo plazo de la administración, una eficiencia de 30%, no está incorporada en nuestras proyecciones y constituye un potencial adicional: cada punto de mejora sostenida en eficiencia representa cerca de \$35 mil millones de utilidad antes de impuestos.

Calidad de cartera: el principal punto a monitorear. La morosidad de 90 días subió a 3,5% a junio, por sobre el 2,3% del sistema, con alzas en las carteras hipotecaria y comercial, en un contexto de desempleo elevado y bajo crecimiento. La cobertura de la cartera morosa, incluyendo provisiones adicionales, bajó de 120% a 108% en doce meses. Por segmento, la cobertura es holgada en consumo (387%) y comercial (119%), pero acotada en hipotecario (34%), donde el respaldo principal está en las garantías de los créditos.

Parte de la estabilidad del costo de riesgo se explica por el uso de provisiones adicionales que el banco constituyó como colchón en años de mejor calidad de cartera: el stock de estas provisiones bajó de \$185 mil millones a \$162 mil millones en el primer semestre, al ser utilizadas para cubrir la exposición de un cliente comercial. Esto permitió mantener el costo de riesgo reportado en 1,38%, aunque el costo subyacente es algo mayor. Proyectamos un costo de riesgo de 1,38% para 2026, 1,35% para 2027 y 1,30% desde 2028, sin nuevas liberaciones de provisiones adicionales y con un desempleo que se mantiene entre 8,5% y 9%. La administración apunta a niveles de 1,2%-1,3% en los próximos años, a medida que la economía se recupera, lo que representaría un potencial no incorporado en nuestras cifras.

Capital y dividendos: un retorno atractivo para el accionista. El índice CETI se ubica en 11,1% y el índice de Basilea en 16,4%, con una holgura de cerca de 200 puntos base sobre el mínimo regulatorio de 9,08% y en línea con el objetivo de la administración de mantener el CETI en torno a 11%. La generación de capital del banco, con una rentabilidad muy por sobre su crecimiento, le permite sostener un reparto en el rango alto de su política, de 60%-70% de la utilidad, y aun así acumular capital gradualmente. Adicionalmente, la reforma a la medición de activos ponderados por riesgo de mercado, en trámite en la CMF, podría liberar del orden de 75 puntos base de CETI, lo que abriría espacio para dividendos extraordinarios o para financiar un mayor crecimiento.

Valorización: precio objetivo de \$91 por acción, upside de 16%. Nuestro precio objetivo de \$91 por acción representa un upside de 16% sobre el precio actual. A ese precio, Santander transaría a 13,9 veces la utilidad de 2027 y a 3,1 veces su valor libro, frente a las 12,0 y 2,7 veces a las que transa hoy. Consideramos que estos múltiplos se justifican por un ROE que se mantiene en torno a 23% en los próximos años, muy por sobre el promedio del sistema, y por una política de dividendos que entrega un flujo atractivo y creciente al accionista. Nuestra valorización es conservadora en dos aspectos: supone que en el largo plazo la rentabilidad del banco converge a un ROE de 20%, por debajo del que proyectamos para 2030, y no incorpora las metas de eficiencia y costo de riesgo de la administración.

Sensibilidad. Bajo distintos escenarios de rentabilidad de largo plazo y condiciones de mercado, nuestro precio objetivo se ubica en un rango entre \$83 y \$100 por acción. En términos de resultados, la variable más relevante es la inflación: cada punto porcentual adicional de inflación de largo plazo implica cerca de \$105 mil millones de utilidad en 2030, en uno u otro sentido, por lo que la trayectoria de la inflación y de las expectativas del Banco Central es el principal factor a seguir en esta tesis.