



Valorización de la Fusión CorpBanca – Itaú

Preparado por
Centro de Gobierno Corporativo
Universidad de Chile
Agosto, 2014

Resumen

I.- Contexto General

II.- Términos de la Transacción

III.- Introducción

- 1.- Objetivos
- 2.- Industria Bancaria y Fusiones
- 3.- Caracterización del Negocio
- 4.- Metodología

IV.- Valorización

- 1.- Supuestos Considerados / Análisis de Crecimiento
- 2.- Proyección de Colocaciones / Ingresos - Gastos
- 3.- Supuestos de la Proyección
- 4.- Utilidad Neta Proyectada
- 5.- Costo de Capital
- 6.- Valoración (cada banco y ratio de intercambio)
- 7.- Sensibilizaciones
- 8.- Valoración por Múltiplos

V.- Valorización de Opciones

VI.- Evaluación de la Línea de Crédito

VII.- Análisis de la Venta del 12,5% de la propiedad de CorpBanca Colombia a CorpBanca.

VIII.- Conclusión

El presente estudio tiene como propósito analizar, desde distintos prismas, el proceso de fusión acordado para la fusión entre Itaú y CorpBanca.

Específicamente,

-Comparar el ratio de intercambio de acciones de CorpBanca por acciones de Itaú, especificado en el Acuerdo de Transacción con el ratio de intercambio estimado de acuerdo al modelo de valoración propuesto.

-Analizar y valorizar si las Opciones convenidas en el acuerdo otorgan un premio al accionista mayoritario.

-Analizar si las tasas de interés cobradas en la Línea de Crédito se encuentra dentro de un rango de mercado.

Nuestros resultados ponen de manifiesto que:

-Una vez valorado individualmente cada banco (Itaú Chile, CorpBanca Chile y CorpBanca Colombia) el ratio de intercambio no es significativamente diferente al ratio de intercambio establecido en el Acuerdo de Transacción, el cual es **85.420**. Nuestros resultados sugieren que el ratio de intercambio promedio debiese ser cercano a **87.323,82** acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú, en donde, la probabilidad de que dicho valor permanezca en un rango pequeño (el cual incluye el ratio de intercambio original) ronda en un 62,92%.

- Respecto de la venta del 12,41% de las acciones de Corpbanca Colombia por parte de CorpGroup, la valorización realizada de Corpbanca Colombia entrega un valor para dicha entidad de MM\$ 1.582,92, y por consiguiente de la porción de propiedad de CorpGroup de MMM\$ 196,31, valores dentro de rangos considerados normales y que no sugieren un premio a CorpGroup.

-En relación a las opciones, habiéndolas valorado, es posible concluir que tanto la opción para mantener el control corporativo como las opciones en caso de ruptura del pacto de accionistas tienen valor neto cero, porque conllevan obligaciones y privilegios mutuamente compensatorios. Adicionalmente, las opciones PUT de liquidez y dividendos no tienen valor por diferencias entre precio de ejercicio y precio de mercado, pero sí podrían tener valor de liquidez, el cual no es clara su estimación, pero distaría de ser considerado material.

-Finalmente, utilizando distintos comparativos de deuda en dólares y de similar vencimiento, es posible concluir que la tasa pactada en la Línea de Crédito otorgada a CorpGroup, la cual asciende a LIBOR + 2,70%, se encuentra en un rango normal de mercado para empresas de la misma industria y riesgo similar, considerando además el nivel de cobertura y características de la garantía otorgada.



CONTEXTO GENERAL

I.- CONTEXTO GENERAL

- El 27 de enero de 2014 el Directorio de CorpBanca aprobó una transacción cuyo propósito es llevar a cabo un proceso de fusión entre Itaú Chile y CorpBanca, así como la suscripción de una serie de actos y contratos relacionados.
- En dicho acuerdo concurren tanto los controladores de CorpBanca (Inversiones CorpGroup Interhold Limitada) y de Itaú Unibanco Holding SA (controlador de Itaú-Chile), así como CorpBanca e Itaú Chile.
- En el acuerdo se conviene que los controladores de Itaú-Chile y de Corpbanca se obligan a realizar los actos necesarios tendientes a materializar la fusión bajo los siguientes términos:
- Aumentar previamente el capital de Itaú-Chile por un total de \$652 MMUSD.
- Corp-Group debe vender previamente 5.208.344.218 acciones de CorpBanca (1,53% del total de CorpBanca). En la actualidad CorpGroup mantiene un 45,26% de las acciones de CorpBanca, mientras que Compañía Inmobiliaria y de Inversiones Saga Limitada mantiene 5,87% de ellas.
- La materialización de la fusión de Itaú- Chile con CorpBanca es a través de la emisión de 172.048.565.857 acciones de esta última institución, siendo CorpBanca la entidad absorbente y por tanto la continuadora legal del Banco Itaú Chile que se disuelve.
- Esta emisión significa un intercambio del 100% de las acciones de Itaú-Chile por un 33,58% de acciones de la nueva entidad fusionada (desde ahora "Itaú-Corpbanca" que seguirá cotizando en Bolsa).
- Se estimó una Razón de Intercambio (*Exchange Ratio*) que establece que por cada acción de Itaú-Chile se deben entregar 85.420 acciones de las nuevas acciones emitidas.

I.- CONTEXTO GENERAL

- El *Shareholders Agreement* entre Itaú Unibanco y CorpGroup contempla Opciones de Compra (Call) y/o de Venta (Put) entregados por Itaú a CorpGroup en relación con cuatro conceptos diferentes: (1) opción para mantener control corporativo, (2) opciones en caso de incumplimiento del pacto de accionistas, (3) opciones de liquidez, y (4) opciones en caso de no distribuir un mínimo de dividendos.
- Itaú mantendrá el control corporativo de Corpbanca como resultado de la fusión de Itaú Chile con CorpBanca, de la que recibirá, según los términos de intercambio, el 33,58% de las acciones de la entidad resultante.
- Adicionalmente se suscribirá un pacto de accionistas con CorpGroup, según el cual esta última se compromete entre otras obligaciones a nombrar directores en CorpBanca y a votar ciertas materias en bloque con Itaú.
- Según la Sección 3.2.d CorpGroup se obliga a mantener un porcentaje mínimo de la propiedad de CorpBanca, definido como el mínimo entre: (i) el 16,42% de las acciones de CorpBanca, y (ii) el mínimo requerido para que en conjunto los accionistas Itaú Unibanco y CorpGroup posean al menos el 50% más 1 acción de CorpBanca, asegurando de este modo el control de esta última.
- La Sección 5.1 del Pacto de Accionistas da opciones Put americanas de liquidez a CorpGroup, por un plazo de hasta 18 meses desde la fecha del Pacto. Las opciones son hasta por un 6,6% de la propiedad accionaria de CorpBanca, y en ambos casos el precio de ejercicio corresponde al precio de mercado.

I.- CONTEXTO GENERAL

- La venta de las acciones puede efectuarse a través de uno de los siguientes dos mecanismos: (i) venta directa fuera de Bolsa, o (ii) remate en la Bolsa de Comercio de Santiago. En este último caso Itaú se compromete a poner una orden de compra por las acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, al precio acordado (el precio de mercado del día en que CorpBanca notifica su decisión de ejercer la opción de venta).
- Además, en caso de ejercer la opción Put de liquidez, CorpGroup tiene una opción Call a través de la cual Itaú está obligado a colocar en venta hasta por 5 años desde la fecha de venta de las acciones, al mismo precio de compra más intereses por el período transcurrido.
- Por otro lado, algunos accionistas minoritarios han argumentando la existencia de algunos privilegios para los controladores. En este sentido, uno de esos “beneficios” se encuentra relacionado a la información entregada e informada como hecho esencial con fecha 29 de Enero de 2014, en la que CorpBanca informó de un contrato de financiamiento entre el Banco Itaú BBA, Nassau Branch y CorpGroup.
- El monto de esta Línea de Crédito asciende a MMUS\$1.200, de los cuales, MMUS\$ 950 serán utilizados para refinanciar créditos con acreedores distintos a Itaú que tuvieran en prenda acciones emitidas por Corpbanca, y MMUS\$ 250 son para refinanciar deuda existente con Itaú. La tasa de interés aplicada a esta Línea de Crédito es LIBOR + 2,70% (LIBOR en USD a 12 meses).

I.- CONTEXTO GENERAL

- Específicamente, la Línea de Crédito tendrá por objeto refinanciar créditos de distintas compañías, las cuales se mencionan en el *Exhibit G* del *document format files* del *Form SC 13D* presentado el 29 de Mayo de 2014 al SEC.
- Una vez suscrito el acuerdo de fusión, Cartica Management LLC, en su calidad de accionista minoritario, ha objetado esta operación, basado en que lo que la misma busca es no efectuar una OPA distribuyendo el premio por control entre todos los accionistas, sino que entregándose únicamente al actual controlador de CorpBanca. Así, como ha denunciado distintos acuerdos existentes entre los controladores de CorpBanca e Itaú.
- Al respecto cabe hacer presente que representantes de Cartica efectuaron una presentación el día 4 de agosto de 2014 al Centro de Gobierno Corporativo, seguida por una reunión en que fue recibido uno de ellos en las dependencias del mismo Centro al día siguiente, y por una nueva presentación el día 14 de agosto recién pasado.
- A su vez IFC, también accionista minoritario, ha solicitado una valoración independiente para su propio análisis.



TÉRMINOS DE LA TRANSACCIÓN

II.- TÉRMINOS DE LA TRANSACCIÓN

Los principales Acuerdos entre CorpBanca - Itaú son:

- Itaú-Chile se fusionará con CorpBanca, absorbiendo ésta a aquella. Así, Itaú-Chile y sus activos serán absorbidos por CorpBanca.
- Itaú constituirá una nueva sociedad en Chile que será la que mantenga las acciones emitidas por CorpBanca con ocasión de la fusión.
- Itaú CorpBanca realizará una oferta de compra hacia los accionistas minoritarios de CorpBanca Colombia que son parte del contrato denominado "*CorpBanca Colombia Shareholders Agreement*". CorpBanca comprará a CorpGroup todas las acciones de CorpBanca Colombia de propiedad de CorpGroup a un precio acordado de US \$3,5367 por acción. Dicho precio será el mismo para todos los accionistas de CorpBanca Colombia. El total agregado de la transacción es de US \$894.000.000 de los que US \$330.000.000 le corresponderían a CorpGroup por el 12,38% y US \$564.000.000 a accionistas minoritarios por el saldo.
- CorpBanca y cuatro de sus subsidiarias comprarán todas las acciones de Itaú Colombia a las afiliadas a Itaú o alternativamente Itaú Colombia se fusionará con CorpBanca Colombia. De ocurrir la fusión, CorpBanca Colombia será el banco sucesor legal.



INTRODUCCIÓN

III.- INTRODUCCIÓN

1.- OBJETIVOS

Los objetivos generales guardan relación al análisis de los términos por los cuales se llevó a cabo el Acuerdo de Fusión. Específicamente, la finalidad del Informe es:

- Valorizar las entidades objeto de la fusión.
- Analizar en qué medida la Relación de Intercambio (*Exchange Ratio*) se encuentra acorde a la valoración de ambas instituciones que participan en fusión.
- Analizar si las Opciones mencionadas en el Acuerdo de Accionistas favorecen al controlador de CorpGroup en desmedro del resto de los accionistas.
- Valorizar la porción accionaria de propiedad de CorpGroup en Corpbanca Colombia y que se venderá a Corpbanca.
- Analizar si la Línea de Crédito otorgada a CorpGroup por parte de Itaú BBA (Nassau Branch), su uso y si las condiciones se encuentran en un rango de mercado de acuerdo al riesgo de CorpGroup.

III.- INTRODUCCIÓN

1.- OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Para lograr los objetivos generales propuestos, resulta necesario cumplir con los siguientes objetivos específicos:

1. Estimar el precio objetivo de CorpBanca Consolidado (adición al precio de CorpBanca Chile y adición al precio de la participación de CorpBanca Colombia) empleando distintos enfoques de valoración.
2. Estimar el valor de Itaú empleando distintos enfoques de valoración.
3. Estimar un rango de intercambio y compararlas con la razón de intercambio establecida en el *transaction agreement*.
4. Establecer una opinión fundamentada respecto a los complementos de la operación de fusión:
 - i. Evaluar bajo qué condiciones de mercado las opciones de liquidez descritas se ejecutarían y que consecuencias tendrían su ejecución.
 - ii. Evaluar bajo qué supuestos la Línea de Crédito cuestionada se encontraría bajo un rango normal de mercado.

III.- INTRODUCCIÓN

2.- INDUSTRIA BANCARIA Y FUSIONES

La industria bancaria desde los años 80 ha sufrido una serie de Combinaciones de Negocios (M&A) que han resultado en una concentración importante del sector en mano de algunos bancos, aun cuando se encuentran presente en el mercado más de 20 actores. Lo anterior, puesto que la consolidación de bancos con un tamaño de mercado mayor, genera economías de ámbito cuando tienen productos complementarios como corretaje, estudios, banca mayorista y banca minorista de todo tipo (hipotecaria, de consumo y otros) y además economías de escala al reducir costos de publicidad, atención al cliente, sucursales y otras, lo que genera una eficiencia operativa muy superior en los bancos de mayor tamaño.

Es así como las fusiones y adquisiciones han ocurrido históricamente, por ejemplo entre el Banco Santander y el Banco de Santiago en el año 2002, en la que el primero absorbía al segundo. También, el Banco Santiago es el continuador legal de otra fusión anterior entre éste y el Banco O'Higgins en el año 1997. El control se logró gracias a que el Grupo Luksic vendiera una importante participación en el conglomerado OHCH, controlador del Banco Santiago a Banco Santander Central Hispano, que controlaba el Banco Santander Chile, lo que permitió la citada fusión final.

Por su parte, el grupo Luksic no ha sido ajeno al proceso de fusiones y adquisiciones que ha sufrido la banca chilena y hoy participa en uno de los holdings más importantes del sector.

III.- INTRODUCCIÓN

2.- INDUSTRIA BANCARIA Y FUSIONES

El Banco de Chile, controlado actualmente por el grupo Luksic, a través de su *holding* de inversiones Quiñenco y LQ Inversiones, ha resultado de la fusión hace más de 100 años de los bancos de Valparaíso, Nacional de Chile y Agrícola. En el año 2002, se produce la fusión entre el Banco de Chile y el Banco de A. Edwards y luego en el año 2008 se concreta la fusión entre el Citibank Chile y el Banco de Chile, dando lugar al Banco Edwards Citi.

Históricamente, también han ocurrido otras fusiones en la industria bancaria como la del BBVA Chile que adquirió al BHIF y al Banco Exterior, entre otros.

La industria bancaria se separa en dos segmentos, (i) la Banca Comercial, y (ii) la Banca de Inversión.

III.- INTRODUCCIÓN

3.- CARACTERIZACIÓN DEL NEGOCIO

Transacciones Similares

Date Announced	Target (Fuente)	Target Country (País fuente)	Acquitor	Consideration (US\$ mm)	% Acquired	P/E	P/BV
10/31/13	Banco Industrial & Commercial	Brazil	China Construction Bank	764.00	70%	NM	1,1
7/19/13	BBVA Panama	Panama	Grupo Aval	490.00	90%	13,6	2.7
6/27/13	Grupo Reformador	Guatemala	Grupo Aval	411.00	100%	22.2	2.6
2/19/13	HSBC Panama	Panama	Bancolombia	2,100.00	100%	16.8	3
5/11/12	HSBC Banking Operations	Paraguay , Uruguay , Colombia , Peru.	GNB Sudameris	400.00	100%	NM	1.2
1/24/12	HSBC Banking Operations	El Salvador, Costa Rica, Hondura	Banco Davivienda S.A	801.00	100%	42,1	1.4
10/11/11	Banco Colpatría	Colombia	Scotiabank	1,000.00	51%	16.4	3.4
8/4/11	Standard Bank Argentina	Argentina	ICBC	600.00	80%	14.7	2.7
Total / Median bank transactions				6,566.00			

III.- INTRODUCCIÓN

3.- CARACTERIZACIÓN DEL NEGOCIO

Transacciones Similares

Date Announced	Target (Fuente)	Target Country (País fuente)	Acquiror	Consideration (US\$ mm)	% Acquired	P/E	P/BV
11/11/13	Colpatria Seguros	Colombia	AXA	350.00	51%	15,0	2,7
2/1/13	AFP Provida (BBVA)	Chile	Metlife	2,365.00	100%	11.5	2.5
12/24/12	AFP Horizonte Colombia (BBVA)	Colombia	Grupo Aval	530.00	100%	13.6	2.4
10/8/12	Coprum	Chile	Principal	1,365.00	90%	13.1	4.7
2/8/12	Celfin	Chile	BTG Pactual	600.00	100%	19.1	5.1
7/25/11	ING LatAm Pension Business	Chile, Colombia, Mexico, Uruguay, Perú.	Grupo Sura	3,849.00	100%	18	1.8
Total / Median other FIG transactions				9,059.00	100%	14,3	2,6

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA

- La literatura de valorización de empresas sugiere distintos enfoques por los cuales se deberían estimar los flujos de caja de la empresa y de los accionistas. No obstante, existen ciertas particularidades de la industria bancaria que hacen que los modelos de valoración para bancos por flujos de caja de la empresa presenten algunas desventajas.
- Dichas peculiaridades de la industria bancaria se encuentran relacionadas al alto grado de apalancamiento, así como también otras características relacionadas a los ingresos, inversiones de capital, capital de trabajo, entre otros. Dichas características generalmente presentan un patrón distinto a los análisis financieros y enfoques de valoración tradicionales.
- Sin embargo, Damodaran (2013) y Dermine (2009) sugieren que las características de los bancos (su regulación), condiciona la capitalización, inversiones y tasas de crecimiento, por lo que un enfoque adecuado para capturar de mejor manera los resultados económicos futuros se produce a través de métodos relacionados con la valoración por *equity* o patrimonio.
- Los ingresos bancarios se encuentran definidos por el *spread* o diferencial que se produce entre los intereses de las colocaciones y captaciones.

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA- FLUJOS DE CAJA

- Puesto que el método adecuado es valorar el patrimonio, se emplea la metodología de “flujos de caja del accionista descontados” o DFC (*Discounted Cash Flows*).
- Bajo dicha metodología, se emplean dos enfoques para la valoración de bancos: (i) el Modelo de Crecimiento de Gordon y (ii) el enfoque de dividendos descontados, *Dividend Discount Model (DDM)*. En ambos se descuentan dividendos, pero difieren en la tasas de crecimiento.
- Como se menciona, la estimación del flujo de caja libre presenta dificultades para su correcta estimación en la industria bancaria. En este sentido, los flujos de caja de los accionistas parecen ser el método más adecuado.
- En la banca, las inversiones en activos de largo plazo no se relacionan con las condiciones particulares de la compañía, sino más bien con las condiciones económicas imperantes que permiten aumentar el *spread* por razones como la calidad de sus activos y la diversificación de sus fuentes de fondeo. Dado lo anterior, el margen neto de intereses puede aumentar en exceso los flujos de caja y las utilidades solamente por (i) aumentar las colocaciones que realmente no son cuentas por cobrar de corto plazo como en la mayoría de los negocios y mantener el *spread*, (ii) aumentar el *spread* y mantener el nivel neto de colocaciones bancarias, o (iii) una combinación de ambas cosas. Para todo lo anterior, quizás no serían necesarios más activos fijos e intangibles.

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA- MODELOS DE DIVIDENDOS DESCONTADOS

El Modelo de Dividendos Descontados (DDM) define el precio de la acción de un banco como la suma de:

- I. El Valor Presente de flujos de dividendos a ser potencialmente distribuidos a los accionistas durante un horizonte de tiempo predeterminado .
- II. El Valor Presente del Valor Terminal (VT) del banco, calculado asumiendo una tasa de crecimiento constante para los flujos de dividendos mas allá del horizonte de tiempo proyectado.
- III. El horizonte de valorización para la estimación del valor del patrimonio es de 5 años.

A.- La versión de dividendos descontados a utilizar se define por la siguiente expresión:

$$\text{Bank Equity Value} = \sum_n^{t=n} \frac{\text{Div}_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{\text{VT}}{(1 + k_e)^n}$$

Donde:

Div_t : son los dividendos estimados en cada periodo t.

VT : es el valor terminal en el periodo n.

K_e : es el costo patrimonial estimado por medio de distintos criterios.

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA-

MODELOS DE DIVIDENDOS DESCONTADOS

B.- Estimando el Valor Terminal

- Como se mencionó, el valor terminal (VT) se estima en el último periodo proyectado (n), su estimación asume una perpetuidad creciente, con un factor de crecimiento g.

Se estima:

$$VT = \frac{Div_{Nm} \times (1 + g)}{(k_e - g)}$$

Donde,

- VT: Valor Terminal, es el valor estimado del patrimonio del banco en el periodo "n".
- Div_{Nm} : Dividendos potencialmente distribuidos al término del periodo "n".
- K_e : Tasa de descuento equivalente al costo del capital accionario del banco.
- g: Factor de crecimiento constante de los dividendos.

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA

MODELO DE CRECIMIENTO DE GORDON

Este modelo establece el valor económico de un banco o de su acción (asume que la estructura de capital permanece constante) en relación al crecimiento de sus utilidades a través del tiempo. Este enfoque es similar al anterior, salvo que no requiere de una mayor proyección puesto que se emplea solo un período proyectado (evitando la alta incertidumbre de una proyección de flujos), asumiendo que esta tendrá un comportamiento creciente a una tasa “g” definida como la tasa de crecimiento. El valor del económico del banco se puede determinar bajo la siguiente expresión:

$$\text{Bank Equity Value} = \frac{\text{Earnings}_{t+1} \times (1 - \text{Payout})}{(k_e - g)}$$

Donde,

- g es la tasa de crecimiento y se estima como $g = \text{ROE} \times b$, con $b = (1 - \text{Payout})$.
- b es la tasa de retención de utilidades y equivale a $1 -$ la tasa de pago de dividendos (Payout).
- Earnings es la utilidad neta esperada en el periodo “ $t+1$ ” (*net income*).
- ROE (*Return On Equity*) es la rentabilidad contable del patrimonio, es decir Utilidad Neta / Patrimonio.
- De acuerdo a Damodaran (2003), emplear las ganancias resulta adecuado siempre y cuando la tasa a la que se descuentan incluye un elemento de crecimiento que permita que el patrimonio del banco crezca. En la ecuación “ g ” se estima incluyendo una tasa de retención de dividendos lo que garantiza la validez de la proposición.

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA- SUPUESTOS

A.- Supuestos – Tasas de Crecimientos

Para estimar las tasas de crecimiento de las colocaciones se consideraron los siguientes factores:

- Tasas de crecimiento históricas controladas por estacionalidad.
- El crecimiento de las colocaciones esperado en relación a la evolución esperada de la Economía.
- El crecimiento de las colocaciones del banco en relación al aumento total de las colocaciones del sistema bancario.
- Un factor de correlación entre el crecimiento del PIB y la tasa de crecimiento del sistema bancario (colocaciones).

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA- SUPUESTOS

B.- Exchange Ratio

- Para calcular un ratio de intercambio, cuya finalidad es establecer un parámetro que permita desarrollar el proceso de fusión, es necesario establecer una serie de procedimientos cuyo objeto sea evaluar el valor intrínseco de cada una de las instituciones que participan en la Fusión.
- Es por ello, que los pasos a seguir (o interrogantes a ser respondidas) son los siguientes:
 - (1) Establecer las razones y modelo de la fusión.
 - (2) En base al *Shareholders Agreement*: el banco objetivo para la fusión es CorpBanca.
 - (3) Valorar los bancos que participan en el proceso de fusión.
 - (4) ¿Cómo se llevará a cabo el proceso de intercambio? ¿Acciones o efectivo?
 - (5) Seleccionar el método contable de la adquisición.

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA

1.- Empresa Objetivo:

- La fusión se lleva a cabo porque la diversificación que ofrece CorpBanca permite complementar las áreas de negocio de Itaú, dado que ambos bancos se orientan a sectores de clientes distintos.
- La empresa objetivo, CorpBanca, permite a Itaú la generación de sinergias operativas (ahorro de costos, mayores tasas de crecimiento) y financieras (capacidad de gestionar colocaciones).

III.- INTRODUCCIÓN

4.- METODOLOGÍA

2.- Cálculo de *Exchange Ratio*:

- Para calcular una razón de intercambio se deben valorizar cada uno de los bancos de manera separada, para poder comparar ambos valores (Precio de CorpBanca vs. Precio de Itaú).
- Dado que el acuerdo de pago a los accionistas de Itaú es a través de acciones de CorpBanca, es necesario calcular un ratio que sea justo para los accionistas de ambos bancos. De esta manera, surge la necesidad de establecer distintos criterios por los cuales se debe estimar dicha razón de intercambio.
- En este sentido, el *Exchange Ratio* determina la relación que existe entre las acciones (*stocks*) a intercambiar.



VALORIZACIÓN

IV.- VALORACIÓN ESTADOS FINANCIEROS PROFORMA

Supuestos – Flujo de Caja

- Se ha empleado el siguiente Estado de Resultados para poder analizar y proyectar los Flujos de Caja Relevantes para el accionista.

INGRESOS POR INTERESES Y REAJUSTES (4100) (+)

GASTOS POR INTERESES Y REAJUSTES (4150) - INSTRUMENTOS DE DEUDA EMITIDOS (4150.5) – OTROS (4150.6, 4150.8 Y 4150.9) (-)

INGRESO NETO POR INTERESES Y REAJUSTES (5300) (=)

INGRESOS POR COMISIONES Y SERVICIOS (4200) (+)

GASTOS POR COMISIONES (4250) (-)

INGRESO NETO POR COMISIONES (5004) (=) $5004 = 4200 + 4250$

UTILIDAD NETA DE OPERACIONES FINANCIERAS(4300) (+)

UTILIDAD (PÉRDIDA) DE CAMBIO NETA (4350) (+)

OTROS INGRESOS OPERACIONALES (4400) (+)

TOTAL INGRESOS OPERACIONALES (5005) (=) $5005 = 5003+5004+4300+4350+4400$

PROVISIONES POR RIESGO DE CREDITO (4500) (-)

INGRESO OPERACIONAL NETO (5006) (=) $5006 = 5005 - 4500$

REMUNERACIONES Y GASTOS DEL PERSONAL (4600) (-)

GASTOS DE ADMINISTRACIÓN (4610) (-)

DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES (4620) (-)

OTROS GASTOS OPERACIONALES (4650) (-)

RESULTADO OPERACIONAL (5007)= $5007 = 5006 - 4600 - 4610 - 4620 - 4650$

RESULTADO POR INVERSIONES EN SOCIEDADES (4700) (+)

RESULTADO ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA (5008)(=)

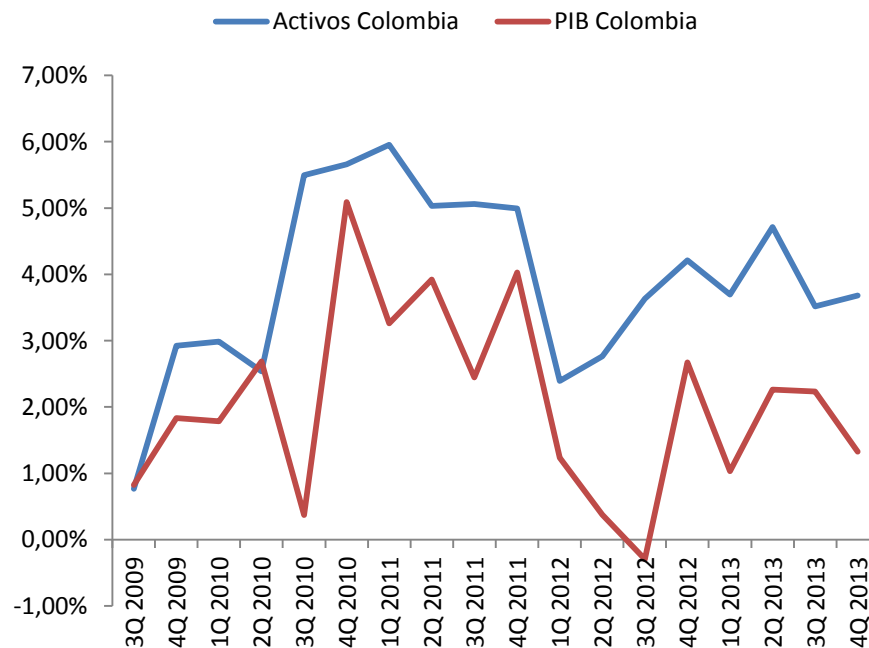
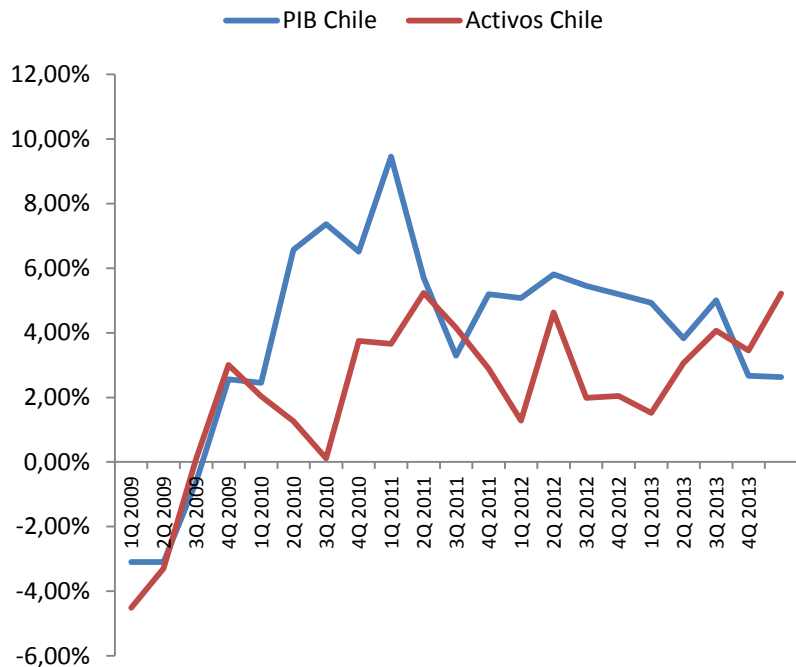
IMPUESTO A LA RENTA (4800)(=)

UTILIDAD (5010)

IV.- VALORACIÓN

1.- ANÁLISIS DE CRECIMIENTO

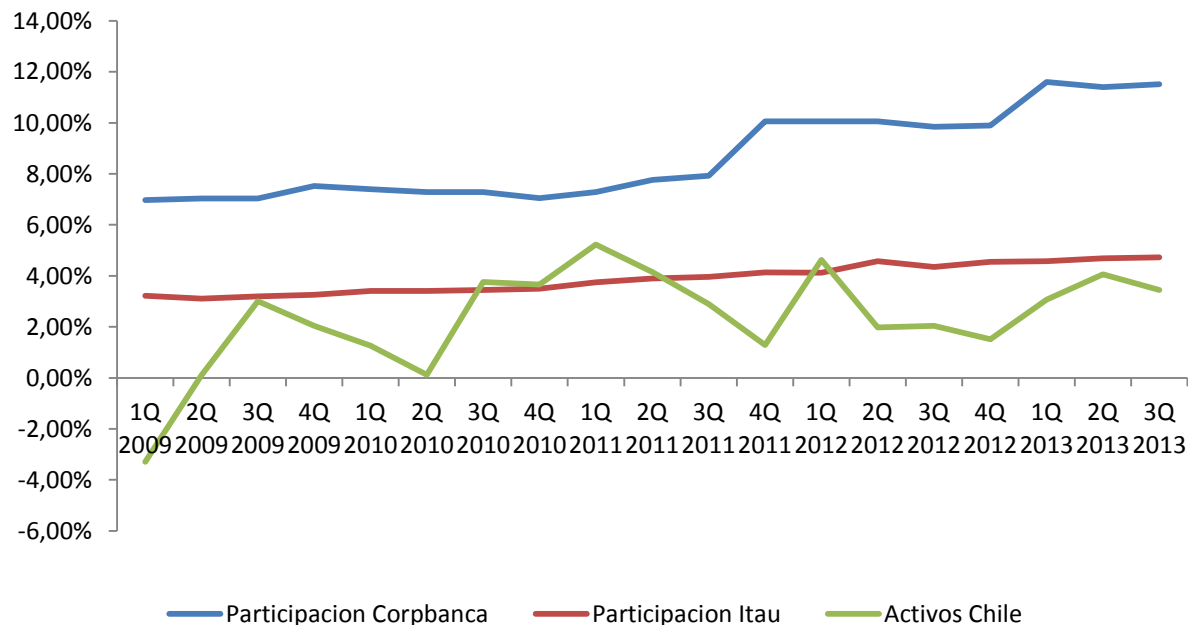
- Los activos de la banca chilena crecen en relación al crecimiento del país. El coeficiente de correlación entre ambos es de 0,69 para crecimiento trimestrales entre 2009-2013.
- Los activos de la banca colombiana crecen en relación al crecimiento del país. El coeficiente de correlación entre ambas variables es de 0,52 para crecimiento trimestrales entre 2009-2013.



IV.- VALORACIÓN

1.- ANÁLISIS DE CRECIMIENTO

- La correlación entre el crecimiento de la participación de mercado de CorpBanca y el crecimiento de los activos del sistema bancario chileno es de 0,52.
- La correlación entre la participación de mercado de Itaú-Chile y el crecimiento de los activos del sistema bancario es de 0,38.



IV.- VALORACIÓN

1.- ANÁLISIS DE CRECIMIENTO

Dada la información histórica, medida por la correlación entre el PIB de las economías y los activos que administra la banca y la correlación entre el crecimiento de las colocaciones y el crecimiento de los activos, se estiman las colocaciones esperadas de cada banco.

- El modelo general para estimar el crecimiento de las colocaciones para CorpBanca e Itaú es el resultado de la siguiente ecuación:

$$\text{Ingresos por colocaciones}_{(t+1)} = \text{Ingresos por colocaciones}_{(t)} \times \frac{(1 + \text{PIB}_{(t+1)})}{(1 + \text{PIB}_{(t)})} \times \text{PM}_i$$

Donde:

- Ingresos por colocaciones $_{(t+1)}$ son los ingresos por intereses y reajustes por las colocaciones bancarias (tasa de colocación promedio x stock colocaciones) esperadas en el próximo periodo.
- $\text{PIB}_{(t+1)}$ es el crecimiento esperado del PIB de acuerdo con la proyección de los Bancos Centrales de Chile y de Colombia.
- Ingresos por colocaciones $_{(t)}$ corresponde a los ingresos por intereses y reajustes de las colocaciones históricas del periodo “t”.
- $\text{PM}_{(i)}$ corresponde a la participación de mercado del banco “i”.

IV.- VALORACIÓN

2.- PROYECCIÓN DE INGRESOS POR COLOCACIONES (MMM\$)

- Los Ingresos por colocaciones proyectados para cada banco se estiman en consonancia con los supuestos de crecimiento en relación al PIB expuestos con antelación.
- Los Ingresos por colocaciones proyectados de cada periodo se ajustan por estacionalidad.
- Para CorpBanca Chile e Itaú Chile, las tasas de crecimiento de los Ingresos por colocaciones son de 8,57% para el 2014, 8,39% para el 2015, y 9,10% para el 2016-2018.
- En el caso de Itaú Chile, existen otros ingresos que no aparecen en el presente informe. No obstante, los ingresos proyectados se han realizado en base a la información pública disponible.
- Para la participación en CorpBanca Colombia, las tasas de crecimiento de las colocaciones son de 16,02% para el 2014, 15,96% para 2015-2018.

Ingresos por Colocaciones Itaú Chile					
	2014	2015	2016	2017	2018
Q1	170,41	187,79	207,76	229,84	254,27
Q2	110,32	121,59	134,5	148,8	164,62
Q3	128,74	141,87	156,96	173,64	192,1
Q4	161,09	177,53	196,39	217,27	240,36
Total	570,56	628,78	695,61	769,55	851,35

Ingresos por Colocaciones CorpBanca Chile					
	2014	2015	2016	2017	2018
Q1	168,95	183,12	199,79	217,98	237,82
Q2	157,84	171,08	186,66	203,65	222,19
Q3	202,52	219,52	239,5	261,3	285,09
Q4	194,46	210,77	229,96	250,9	273,74
Total	723,77	784,49	855,91	933,83	1.018,84

Ingresos por Colocaciones de la Participación en CorpBanca Colombia					
	2014	2015	2016	2017	2018
Q1	62,25	72,18	83,7	97,06	112,56
Q2	62,26	72,21	83,73	97,1	112,59
Q3	127,3	147,62	171,19	198,51	230,2
Q4	143,33	166,2	192,73	223,49	259,17
Total	395,14	458,21	531,35	616,16	714,52

Los valores están estimados en miles de millones de pesos (MMM\$, CLP).

IV.- VALORACIÓN

3.- SUPUESTOS EN LA PROYECCIÓN

■ ¿Cómo se estima el Margen Neto de Intereses?

- El Margen Neto de Intereses (NIM) se estima multiplicando la colocación del periodo proyectado por el porcentaje de *spread*. El porcentaje de *spread* se ha estimado empleando el periodo 2012Q2-2013Q4. El porcentaje de *spread* para cada trimestre se estimó empleando la siguiente expresión:

$$\% NIM_t = \frac{\text{Ingreso Neto Por Intereses y Reajustes}}{\text{Ingresos por Colocaciones}}$$

- El porcentaje de NIM estimado para CorpBanca Chile es en promedio de 34,45%.
- El porcentaje de NIM estimado para CorpBanca Colombia es en promedio de 56,30%.
- El porcentaje de NIM estimado para Itaú-Chile es en promedio de 44,91%.

■ ¿Ingresos por Comisiones y Servicios?

- Los Ingresos por Comisiones se proyectan sobre la base del crecimiento histórico. Al analizar el crecimiento por trimestre se observa que las comisiones crecen en forma estacional respecto del trimestre del año anterior. Dada esta característica se toma en cuenta el período 2012Q2-2013Q4 y se estima la variación promedio porcentual “g” la cual se utiliza para estimar la tasas de crecimiento de las comisiones. El Ingreso por Comisiones y servicios se estimó a partir de la siguiente expresión:

$$\text{Ingresos por Comisiones y servicios}_{(t+1)} = \text{Ingreso por Comisiones}_t \times (1 + g)$$

- La tasa de crecimiento de los Ingresos por Comisiones estimado para CorpBanca Chile es en promedio de 13,18%.
- La tasa de crecimiento de los Ingresos por Comisiones estimado para CorpBanca Colombia es en promedio de 13,12%.
- La tasa de crecimiento de los Ingresos por Comisiones estimado para Itaú -Chile es en promedio de 13,0%.

IV.- VALORACIÓN

3.- SUPUESTOS EN LA PROYECCIÓN

▪ Gastos por Comisiones

- Los gastos por comisiones se asumen que permanecerán constantes en relación a los ingresos por comisiones proyectados. Cabe señalar, que dichos gastos presentan una estacionalidad dependiendo de cada trimestre, es por ello que la proyección se realiza de manera trimestral. Su cálculo se estima por la siguiente expresión:

$$\% \text{ Gastos por Comisiones} = \frac{\text{Gasto por Comisiones}}{\text{Ingreso por Comisiones y Servicios}}$$

- El porcentaje de Gastos por Comisiones estimado para CorpBanca Chile es en promedio de 18,3%.
- El porcentaje de Gastos por Comisiones estimado para CorpBanca Colombia es en promedio de 20,6%.
- El porcentaje de Gastos por Comisiones estimado para Itaú-Chile es en promedio de 11,8%.

IV.- VALORACIÓN

3.- SUPUESTOS EN LA PROYECCIÓN

▪ **Utilidad Neta de Operaciones Financieras:**

- La utilidad neta por operaciones financieras, la utilidad (pérdida) de cambio neta y los Otros ingresos operacionales se estiman como porcentaje de las colocaciones.

▪ **Provisiones:**

- Las provisiones se proyectan multiplicando la colocación del periodo proyectado por el porcentaje de provisión histórica. Este porcentaje es un promedio estimado para el periodo 2012Q2-2013Q4. Se estima bajo la siguiente expresión:

$$\text{Provisión \%} = \frac{\text{Provisión}}{\text{Ingresos por Colocaciones}}$$

- El porcentaje observado promedio de provisiones para el período es de 8,5% para el caso de CorpBanca Chile.
 - El porcentaje observado promedio de provisiones para el período es de 8,5% para el caso de CorpBanca Colombia.
 - El porcentaje observado promedio de provisiones para el período de estudio es de 8,8% para el caso de Itaú Chile.
- #### ▪ **Remuneraciones y gastos de personal:**
- Las Remuneraciones y gastos de personal se estiman como porcentaje histórico de las ventas. Estos representan el 16%, 20% y 15% para Itaú Chile, CorpBanca Colombia y CorpBanca Chile, respectivamente.

IV.- VALORACIÓN

3.- SUPUESTOS EN LA PROYECCIÓN

- **Depreciación y amortización**
 - La depreciación, dada la estabilidad del flujo, se estima proyectando la variación trimestral que muestra cada banco para el periodo 2012Q2-2013Q4. Esto, en relación al nivel de reinversión de sus utilidades respecto a los activos de propiedad, planta y equipo, e intangibles, cuya variación no depende del aumento neto en el stock de colocaciones.

- **Otros gastos operacionales.**
 - Esta cuenta se estima como el promedio de los gastos operacionales por sobre las colocaciones para el periodo de análisis.

IV.- VALORACIÓN

4.- UTILIDAD NETA PROYECTADA (MMM\$)

La utilidad neta proyectada para cada uno de los bancos, de acuerdo a los supuestos empleados son:

Net Income Corpbanca Chile (MMM CLP)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Q1	31,04	32,9	34,99	37,26	39,72
Q2	38,99	39,89	42,67	45,68	48,93
Q3	36,78	38,38	40,88	43,57	46,48
Q4	42,72	48,94	52,25	55,82	59,68
Total	149,53	160,11	170,79	182,33	194,81

Net Income Participación en Corpbanca Colombia (MMM CLP)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Q1	12,3	15,1	18,5	22,6	27,4
Q2	12,1	15	18,4	22,5	27,5
Q3	20,7	25,9	32,2	39,6	48,5
Q4	21,8	27,4	34,2	42,5	52,4
Total	66,9	83,4	103,3	127,2	155,8

Net Income Itaú Chile (MMM CLP)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Q1	32,77	39,33	43,19	47,43	52,08
Q2	20,67	23,3	24,11	25,16	26,47
Q3	19,52	24,22	26,54	29,08	31,87
Q4	19,1	24,63	26,97	29,53	32,31
Total	92,06	111,48	120,81	131,2	142,73

Los valores están estimados en miles de millones de pesos (MMM\$)

IV.- VALORACIÓN

4.- UTILIDAD NETA PROYECTADA (MMM\$)

Aporte de Capital en stock a Itaú-Chile

- Para estimar el flujo de caja de Itaú se agrega un aporte de capital de USMM\$ 652 anunciados antes de la fusión. Dicho aporte de capital se estima a un tipo de cambio de \$550, asumiéndose que se realizara durante el 2014.

IV.- VALORACIÓN

5.- ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL

Para estimar las tasas de descuento se consideraron los siguientes factores:

- **Retorno de Mercado:** se considera como retorno de mercado las tasas de retorno históricas para un periodo de más de 20 años del IGPA (índice general de precios de acciones) con un retorno promedio ajustado de **13,18%** anual y para Colombia dado que el IGBC (índice general de la bolsa de Colombia) había rentado históricamente **27%** anual y parecía excesivo, se utilizó la estimación de Damodaran de **15,34%** anual.
- **Tasa libre de riesgo:** para el caso chileno es de **5,06%** (BCP-10) y para el caso Colombiano es de 7,04% (bono a 15 años en pesos colombianos).
- **Riesgo Sistemático:** Los betas para cada banco son **0,91** para CorpBanca Chile; **0,82** para CorpBanca Colombia; y **0,82** para Itaú Chile. Los betas de los bancos fueron ajustados en su “apalancamiento” según metodología propuesta por A. Damodaran
- **Las tasas de crecimiento “g”** son de **6,80%** para el caso de CorpBanca Chile, **7,59%** para el caso de Itaú Chile y **7%** para el caso CorpBanca Colombia.
- **El Costo Patrimonial** se estima a través del CAPM. Las tasas de costo patrimonial estimadas son de: **12,45%** para CorpBanca Chile; **11,72%** para Itaú Chile; y **12,85%** para CorpBanca Colombia.

IV.- VALORACIÓN

6.- CORPBANCA CHILE

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Utilidad Neta CorpBanca Chile	149,5	160,1	170,8	182,3	194,8
Dividendos CorpBanca Chile (50%)	74,8	80,1	85,4	91,2	97,4
Valor Terminal CorpBanca Chile (2018)	1.841,12				
Costo de Capital propio CorpBanca Chile	12,45%				
"g" Dividendos CorpBanca Chile	6,80%				
Valor CorpBanca Chile - DDM	1.325,09			2.519,19	
Valor CorpBanca Chile - Gordon Model	1.323,89			2.516,91	

Valor en MM\$
USD

Los valores están estimados en miles de millones de pesos (MMM\$, CLP).

IV.- VALORACIÓN

6.- PARTICIPACIÓN EN CORPBANCA COLOMBIA

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Utilidad Neta participación en CorpBanca Colombia	66,9	83,4	103,3	127,2	155,8
Dividendos recibidos desde CorpBanca Colombia (50%)	33,4	41,7	51,7	63,6	77,9
Valor Terminal Participación CorpBanca Colombia (2018)	1.424,84				
Costo de Capital CorpBanca Colombia	12,85%				
"g" Dividendos CorpBanca Colombia	7,00%				
				Valor en MM\$ USD	
Valor Participación en CorpBanca Colombia – DDM	958,59			1.822,42	
Valor CorpBanca Colombia – DDM	1.443,88			2.745,01	
Valor Participación CorpBanca Colombia – Gordon Model	1.143,59			2.174,12	
Valor CorpBanca Colombia – Gordon Model	1.722,53			3.274,78	
Valor Promedio CorpBanca Colombia	1.583,21			3.009,90	

Los valores están estimados en miles de millones de pesos (MMM\$, CLP).

El tipo cambio referencial de Dólar-Peso chileno (USD/CLP) es de \$ 526 pesos por dólares al 31 de Diciembre de 2013.

IV.- VALORACIÓN

6.- VALORACIÓN ITAÚ CHILE

	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Utilidad Neta Itaú	92,1	111,5	120,8	131,2	142,7
Dividendos Itaú (50%)	46	55,7	60,4	65,6	71,4
Aporte Capital	55				
Valor Terminal Itaú (2018)	1.860,03				
Costo de Capital Propio Itaú	11,72%				
"g" Dividendos Itaú	7,59%				
				Valor en MM\$ USD	
Valor Itaú Chile – DDM	1.280,97			2.435,31	
Valor Itaú Chile – Gordon Model	1.168,80			2.222,06	

Los valores están estimados en miles de millones de pesos (MMM\$, CLP).

En las estimaciones de las utilidades no se incluyen ingresos provenientes de otros negocios. Se ha valorizado Itaú en Base a la información pública disponible, por lo que el valor estimado de dicho banco debiese ser la cota mínima.

IV.- VALORACIÓN

6.- VALORACIÓN – RAZÓN DE INTERCAMBIO

	Precio (DDM)	Precio (Gordon)	Precio Promedio
CorpBanca Chile	3,90	3,89	3,90
CorpBanca Colombia	2,82	3,36	3,09
CorpBanca Consolidado	6,72	7,26	6,99
Itaú Chile	635.988,44	580.296,00	608.142,22
Ratio de Intercambio	94.687,38	79.960,27	87.323,82

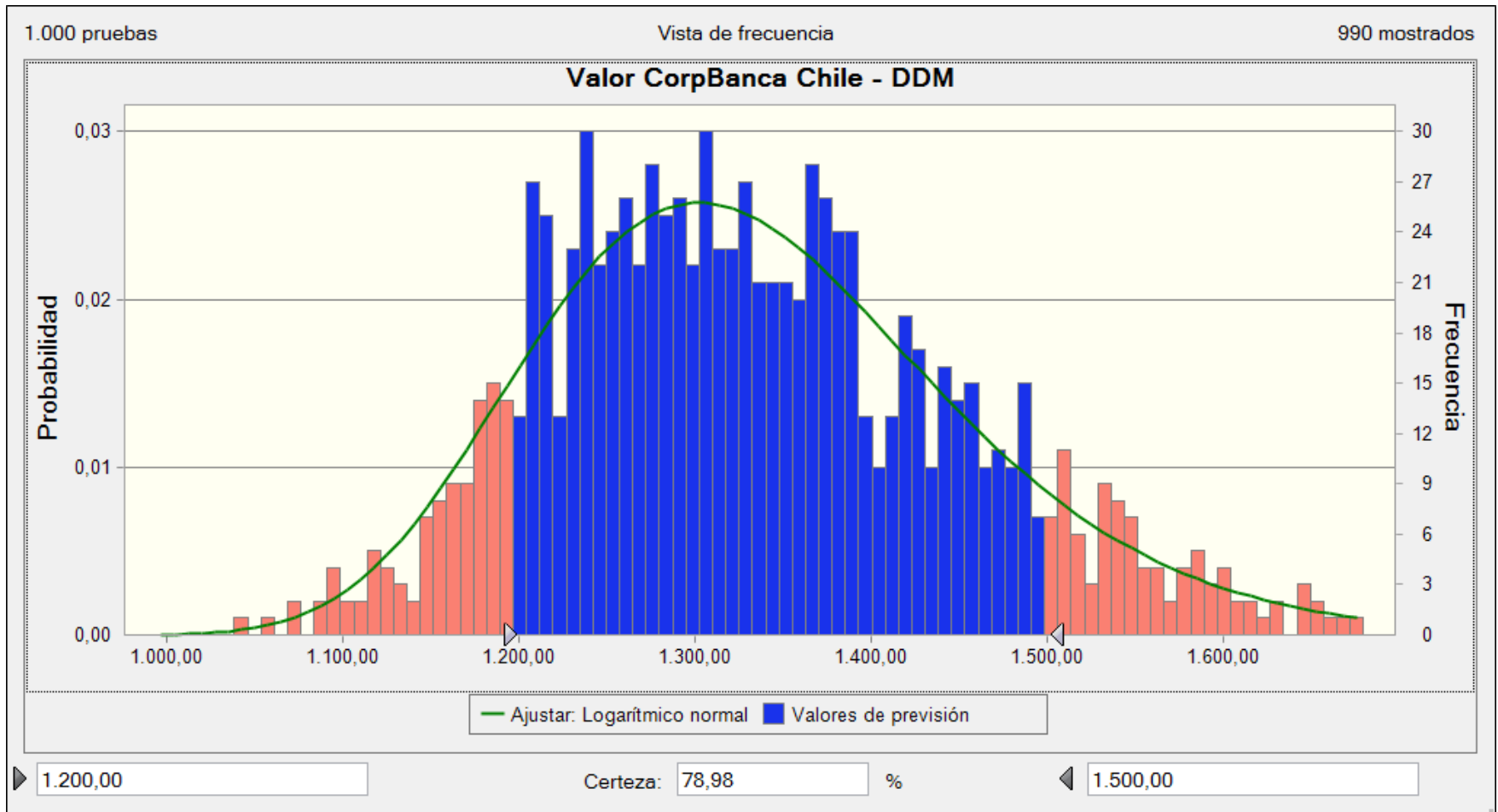
Los valores están estimados en pesos chilenos (CLP \$, CLP).

Cabe señalar, que los ratios de intercambio son los ratios mínimos estimados en base a la existencia de otros ingresos en el Banco Itaú.

IV.- VALORACIÓN

7.- SENSIBILIZACIÓN DEL VALOR DE CORPBANCA CHILE (MMM\$), EMPLEANDO EL MODELO DDM

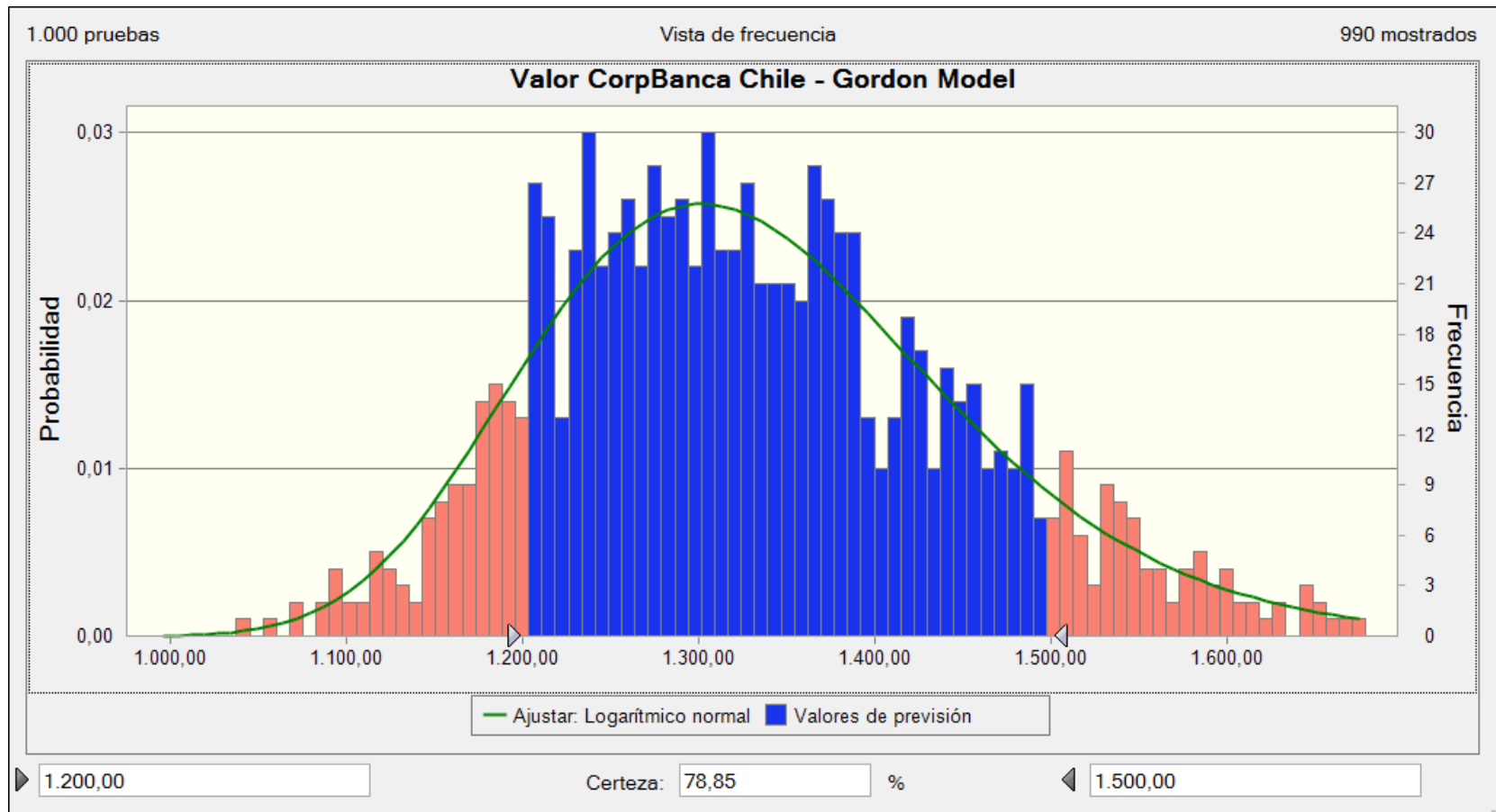
A continuación se presentan los rangos de valor del patrimonio de CorpBanca Chile sensibilizando la tasa de descuento y la tasa de crecimiento “g”.



IV.- VALORACIÓN

7.- SENSIBILIZACIÓN DEL VALOR DE CORPBANCA CHILE (MMM\$), EMPLEANDO EL MODELO GORDON

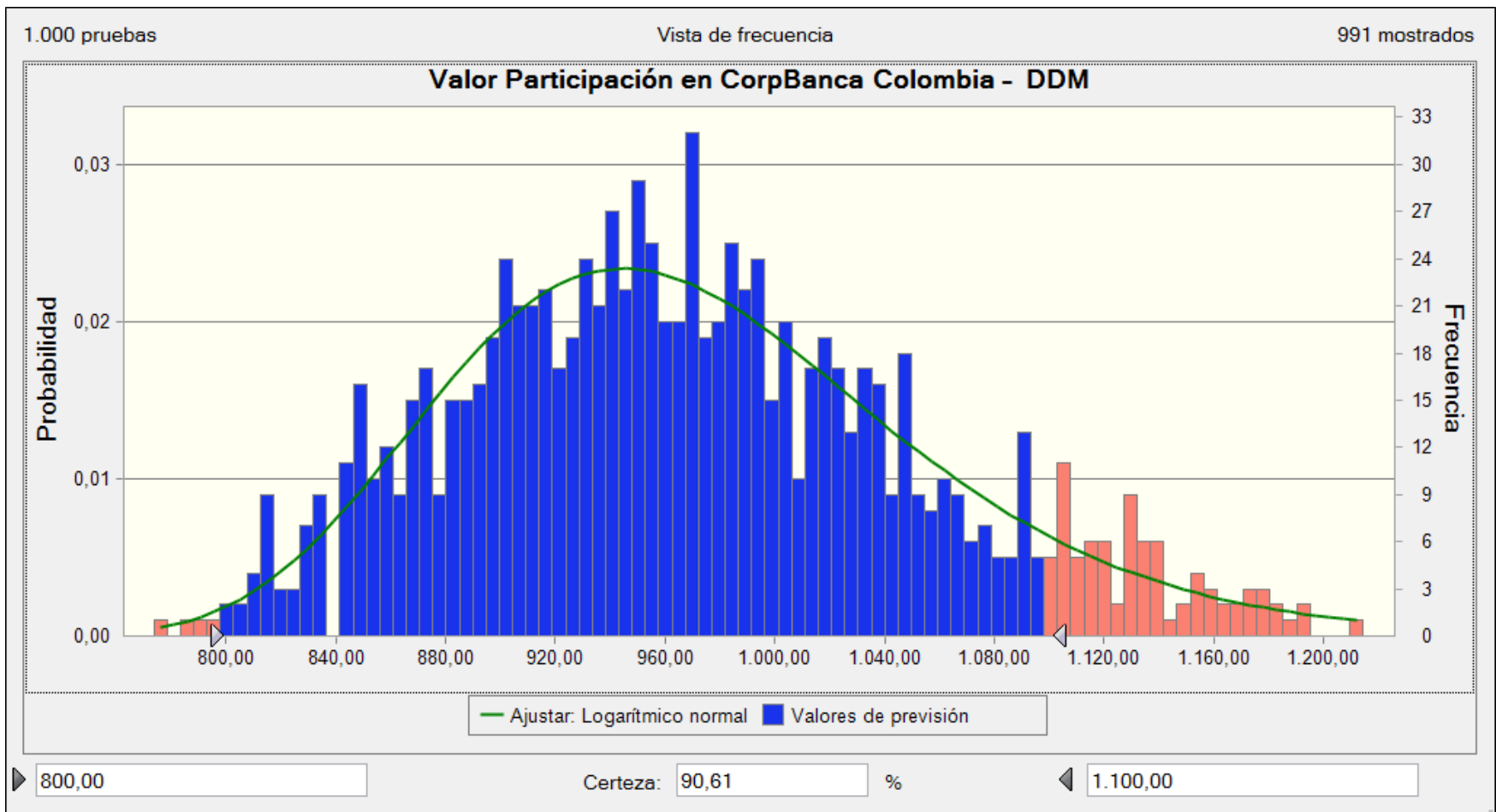
A continuación se presentan los rangos de valor del patrimonio de CorpBanca Chile sensibilizando la tasa de descuento y la tasa de crecimiento “g”.



IV.- VALORACIÓN

7.- SENSIBILIZACIÓN DEL VALOR DE CORPBANCA COLOMBIA (MMM\$), EMPLEANDO EL MODELO DDM

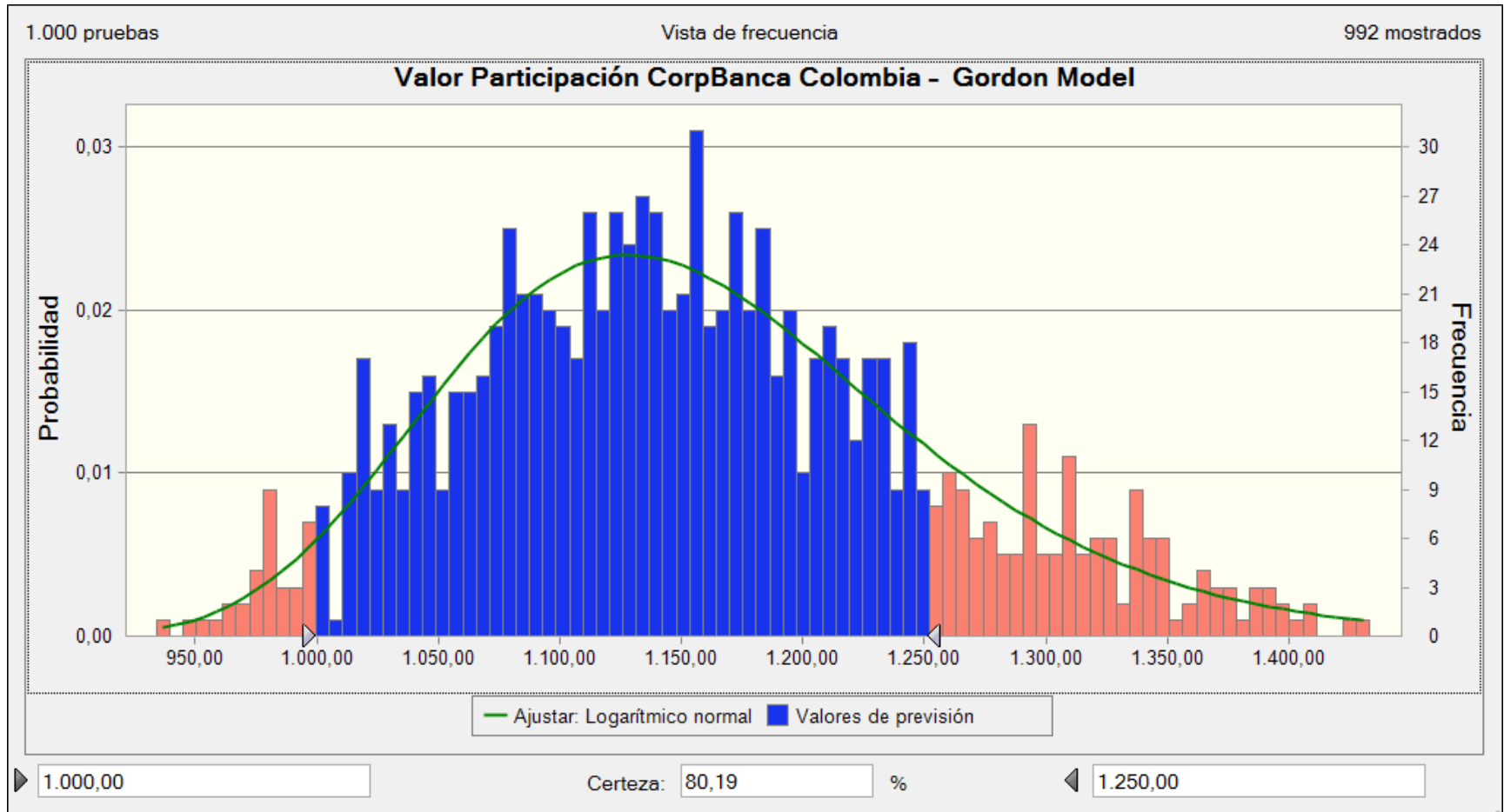
A continuación se presentan los rangos de valor del patrimonio de CorpBanca Colombia sensibilizando la tasa de descuento y la tasa de crecimiento “g”.



IV.- VALORACIÓN

7.- SENSIBILIZACIÓN DEL VALOR DE CORPBANCA COLOMBIA (MMM\$), EMPLEANDO EL MODELO GORDON

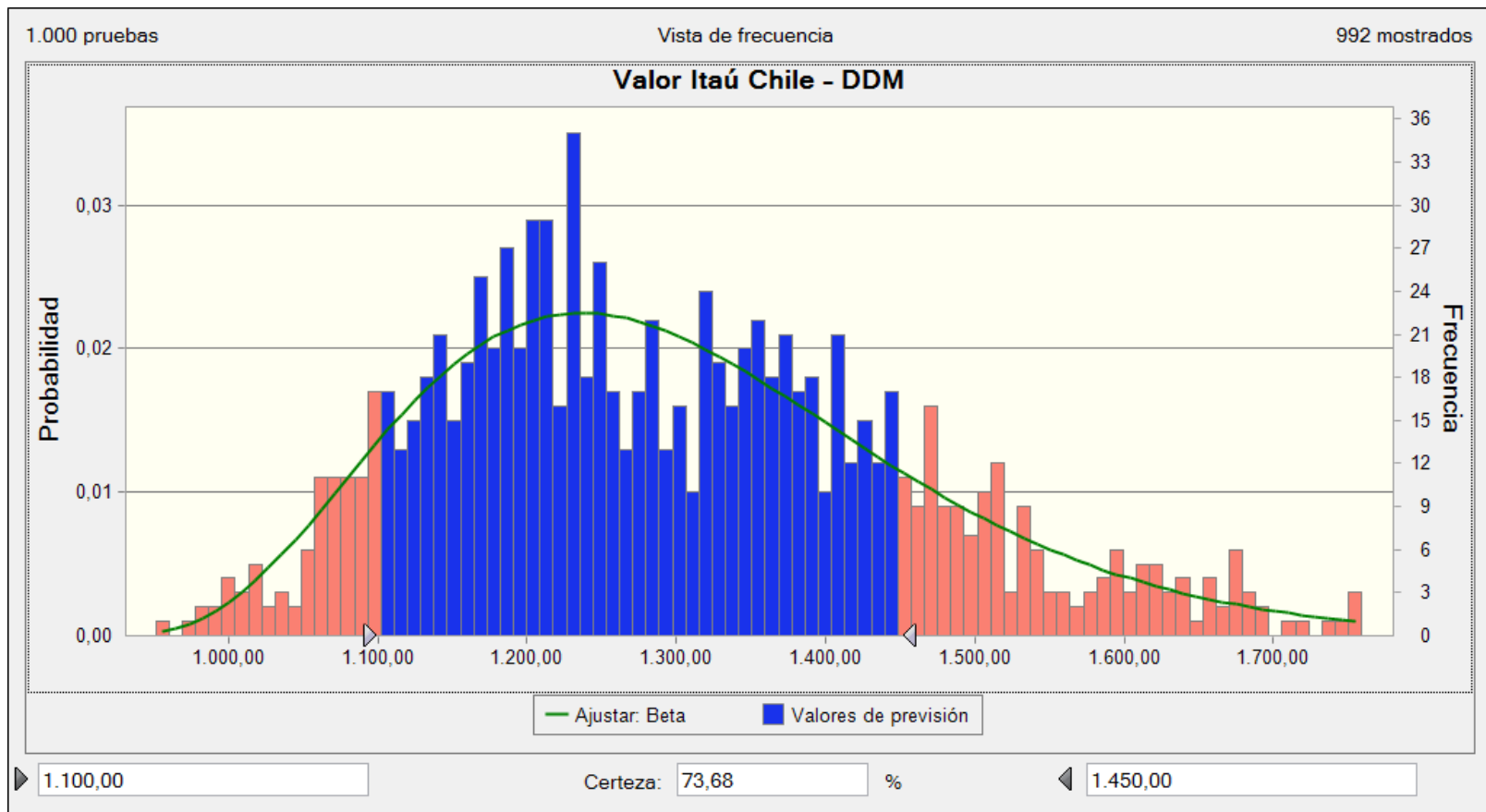
A continuación se presentan los rangos de valor del patrimonio de CorpBanca Colombia sensibilizando la tasa de descuento y la tasa de crecimiento “g”.



IV.- VALORACIÓN

7.- SENSIBILIZACIÓN DEL VALOR DE ITAÚ CHILE(MMM\$), EMPLEANDO EL MODELO DDM

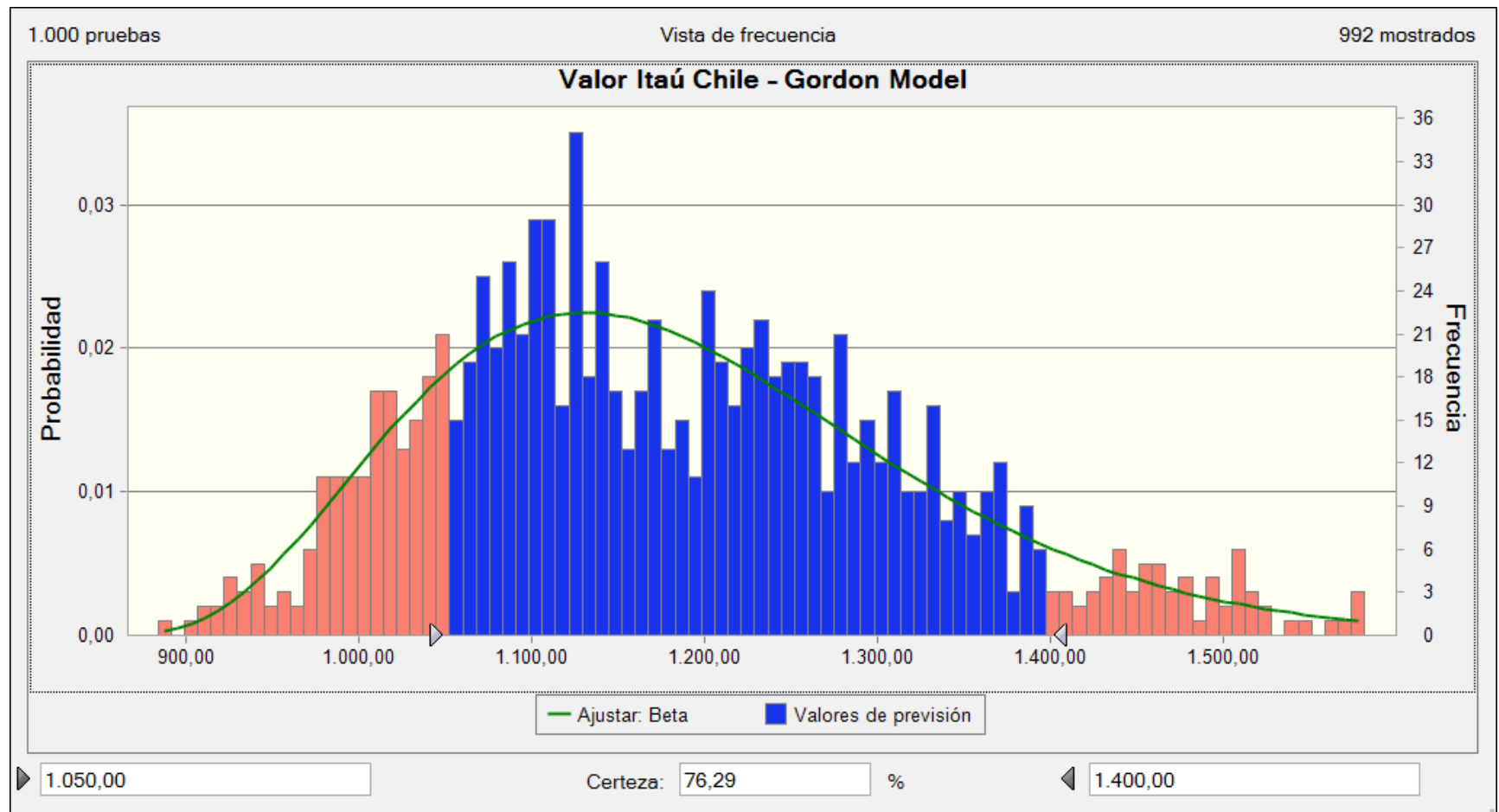
A continuación se presentan los rangos de valor del patrimonio de CorpBanca Colombia sensibilizando la tasa de descuento y la tasa de crecimiento “g”.



IV.- VALORACIÓN

7.- SENSIBILIZACIÓN DEL VALOR DE ITAÚ CHILE(MMM\$), EMPLEANDO EL MODELO GORDON

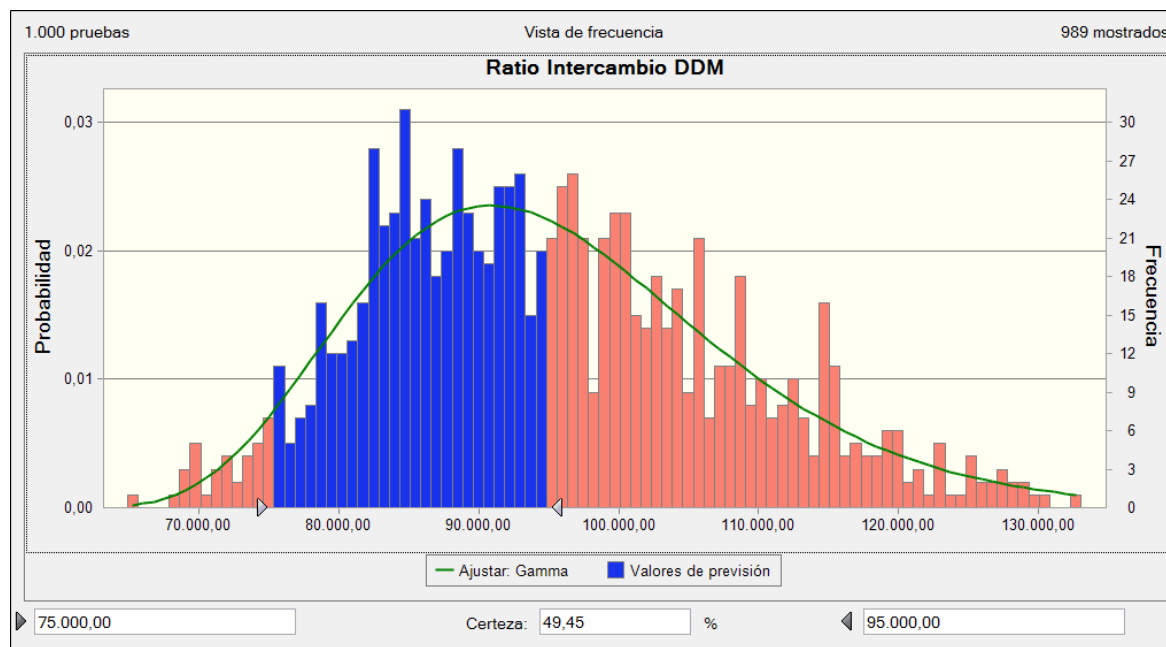
A continuación se presentan los rangos de valor del patrimonio de CorpBanca Colombia sensibilizando la tasa de descuento y la tasa de crecimiento “g”.



IV.- VALORACIÓN

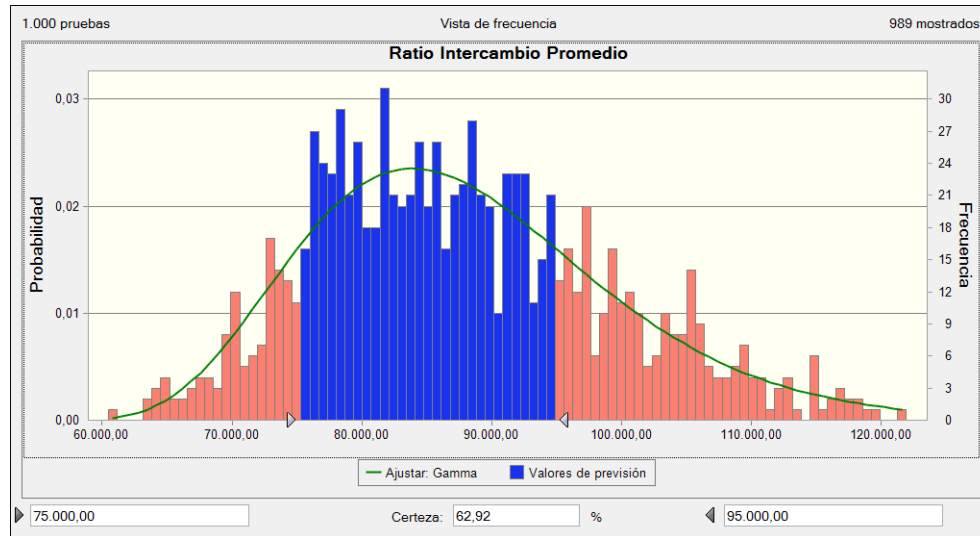
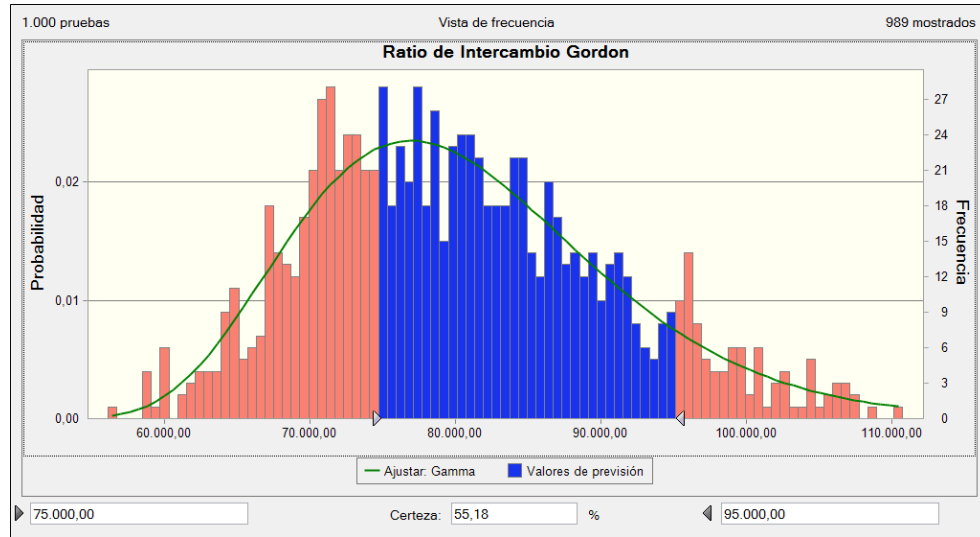
7.- SENSIBILIZACIÓN DEL EXCHANGE RATIO

- De acuerdo a las valoraciones estimadas en las secciones anteriores, el **Exchange Ratio** Promedio es de **87.323,82**. Esto significa que por cada acción de Itaú se deberían entregar **87.323,82** acciones de CorpBanca.
- Los resultados obtenidos son superiores al *Exchange Ratio* inicial, el cual ascendía a 85.420 acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú. Esto es, la valorización dado la razón de intercambio propuesta para las acciones de CorpBanca sería en promedio de $\$ 606.142,22 / 85.420$ acciones de CorpBanca = $\$ 7,12$, lo que es bastante similar a la cotización bursátil de la acción de CorpBanca a diciembre de 2013.
- Los resultados del *Exchange Ratio* sensibilizados se muestran en la siguiente tabla:



IV.- VALORACIÓN

7.- SENSIBILIZACIÓN DEL EXCHANGE RATIO



IV.- VALORACIÓN

8.- VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

- El método de múltiplos de mercado estima el valor económico de una compañía basándose en el precio de las acciones en el mercado de compañías de características similares. Esto se logra calculando los ratios (múltiplos) entre el precio de la acción y ciertas variables que son consideradas importantes para estas compañías. Estos múltiplos luego son aplicados a la información financiera de la compañía a evaluar para llegar, por simple multiplicación, a un valor económico estimado para la compañía.
 - Para esta valorización, se utilizaron principalmente tres criterios para detectar estas empresas de características similares a CORPBANCA e ITAÚ: geográfico (bancos chilenos), participación de mercado y composición de la cartera. Para los propósitos de este análisis, se eligieron tres bancos como benchmark para CORPBANCA y cuatro bancos chilenos para ITAÚ, formando así dos “sets” de comparación.
 - Siguiendo las prácticas típicas para valorar empresas en sectores con ganancias estables como los bancos, se eligieron los siguientes ratios:
 - Ratio P/E (*Price/Net Income*) o (*Price / Earning per share*)
 - Ratio P/BV (*Price/Book Value of Equity*)

IV.- VALORACIÓN

8.- VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

- Las siguiente tabla muestran el ratio *P/E* promedio de la industria, el cual servirá como múltiplo objetivo para poder valorar la acción de Itaú. Los datos de los estimados representan el consenso de los analistas reportados por I/B/E/S de Thomson Reuters.

RATIO P/E					
	Year 2011	Year 2012	Year 2013	Year 2014 EST	Year 2015 EST
BCI	11,50	12,86	10,41	11,70	10,40
Banco Santander	16,20	16,37	12,99	14,10	13,10
Promedio P/E	13,85	14,62	11,70	12,90	11,75

IV.- VALORACIÓN

8.- VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

- Una vez estimado los múltiplos promedios de los bancos comparables, dichos múltiplos servirán para calcular el precio de la acción objetivo de Itaú Chile.
- El ratio de intercambio estimado para diciembre de 2013 es de 75,360.08 acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú.

Valorización de la acción de Itaú a través de P/E					
	CY2011	CY2012	CY2013	CY2014 EST	CY2015 EST
Valoración con PE (MM\$)	748,811.25	895,773.60	1,045,461.08	1,190,327.45	1,283,837.12
Nuevos Activos (MM\$)	-	-	55,000.00	55,000.00	55,000.00
Total Valoración (MM\$)	748,811.25	895,773.60	1,100,461.08	1,245,327.45	1,338,837.12
No Acciones de Itaú	2,014,147.00	2,014,147.00	2,014,147.00	2,014,147.00	2,014,147.00
Precio Acción Itaú (\$)	371,775.87	444,740.92	546,365.82	618,290.25	664,716.69
Precio Acción Corpbanca (\$)	6.63	6.37	7.25		
Exchange Ratio	56,074.79	69,818.04	75,360.08		

IV.- VALORACIÓN

8.- VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

- Las siguiente tabla muestran el ratio P/BV promedio de la industria, el cual servirá como múltiplo objetivo para poder valorar la acción de Itaú. Los datos de los estimados representan el consenso de los analistas reportados por I/B/E/S de Thomson Reuters.

	Ratio P/BV				
	CY2011	CY2012	CY2013	CY2014 EST	CY2015 EST
BCI	2,46	2,46	1,98	1,80	1,60
Banco Santander	3,52	2,98	2,47	2,70	2,50
Promedio P/BV	2,99	2,72	2,23	2,25	2,05

IV.- VALORACIÓN

8.- VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

- Una vez estimado los múltiplos promedios de los bancos comparables, dichos múltiplos servirán para calcular el precio de la acción objetivo de Itaú Chile.
- El ratio de intercambio estimado para diciembre de 2013 es de 99.727,87 acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú.

Valorización de la acción de Itaú a través de P/BV					
	CY2011	CY2012	CY2013	CY2014 EST	CY2015 EST
Valoración con PE (MM\$)	\$ 1,229,604.61	\$ 1,469,276.00	\$ 1,401,282.75	\$ 1,533,156.03	\$ 1,511,352.51
Nuevos Activos (MM\$)	\$	\$	\$ 55,000.00	\$ 55,000.00	\$ 55,000.00
Total Valoración (MM\$)	\$ 1,229,604.61	\$ 1,469,276.00	\$ 1,456,282.75	\$ 1,588,156.03	\$ 1,566,352.51
No Acciones de Itaú	2,014,147	2,014,147	2,014,147	2,014,147	2,014,147
Precio Acción Itaú (\$)	\$ 610.484,05	\$ 729.478,04	\$ 723.027,04	\$ 788.500,55	\$ 777.675,37
Precio Acción Corpbanca Observado	6,63	6,37	7,25		
Exchange Ratio	92,079.04	114,517.75	99,727.87		

- El ratio de intercambio estimado, empleando el ratio *Price to Earnings* asciende a 75.360,80 acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú.
- El ratio de intercambio estimado, empleando el ratio *Price to Book Value* asciende a 99.727,87 acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú.
- El ratio de intercambio promedio, estimado por medio de múltiplos comparables, asciende 87.544,33 acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú.



VALORIZACIÓN DE OPCIONES

V.- VALORACIÓN DE OPCIONES

- El Pacto de Accionistas menciona la existencia de Opciones de Compra y de Venta entre Corp Group e Itaú Unibanco, de acuerdo a cuatro conceptos diferentes, a saber, opción para mantener control corporativo, opciones en caso de ruptura del pacto de accionistas, opciones de liquidez, y opciones en caso de no repartir un mínimo de dividendos.

Opción PUT para mantener el control corporativo (Sección 3.6)

- La fusión de Itaú Chile y CorpBanca y la suscripción de un Pacto de Accionistas permitirán a Itaú Unibanco obtener el control corporativo del banco con el 33,58% de la propiedad, obligándose CorpGroup a mantener al menos un 16,42% o suficientes acciones para alcanzar en conjunto con el Itaú un 50% más 1 de las acciones.
- CorpGroup se compromete a nombrar directores en CorpBanca y a votar ciertas materias en bloque con Itaú.
- Esta opción da a CorpGroup una forma de enajenar su participación en CorpBanca (si así lo estima conveniente) pero garantizando que ITAÚ mantenga el control corporativo de esta última.
- Esta opción de CorpGroup compensa la obligación de mantener su participación en CorpBanca, **NO** es una fuente de valor adicional para CorpGroup.

Opción call en caso de ruptura del pacto de accionistas

- En caso de quebrantar el pacto de accionistas, no remediando la falta dentro de los siguientes 50 días de informado el hecho, el accionista cumplidor tiene derecho a una opción CALL con precio de ejercicio igual a 80% de su precio de mercado.
- En caso de que quien quiebre el pacto sea ITAÚ, CorpGroup adquiere una opción PUT para vender a ITAÚ las acciones de CorpBanca a un precio de ejercicio igual a 120% el precio de mercado.
- La existencia de una opción PUT adicional en poder solo de CorpGroup se atribuye a la diferencia de capacidad patrimonial entre las Instituciones, no considerándose que se trate de un valor adicional para CorpGroup.
- Si Itaú es el accionista que quiebra el pacto, CorpGroup deberá optar entre ejercer la CALL o la opción PUT, pero no podrá ejercer ambas simultáneamente.
- Las opciones son simétricas y recíprocas (las tienen ambos accionistas) y **NO** se considera que añadan valor a CorpGroup.
- Las opciones involucran obligación de compensar en 20% y derecho a ser compensado en 20%. La posición neta se valora en 0.

V.- VALORACIÓN DE OPCIONES

Opciones PUT y CALL de liquidez

- La Sección 5.1 del pacto de accionistas otorga opciones PUT americanas de liquidez a CorpGroup, por un plazo de hasta 18 meses desde la fecha del pacto de accionistas por hasta un 6,6% de la propiedad de CorpBanca.
- La venta de las acciones puede efectuarse a través de venta directa o remate en la Bolsa de Comercio de Santiago.
- En caso de ejercer la opción PUT de liquidez, CorpGroup tiene una opción CALL a través de la cual Itaú está obligado hasta por 5 años a partir de la fecha de venta, a poner en venta al mismo precio de compra más intereses por el período transcurrido.
- Hacemos notar que si el primer proceso de venta se efectúa a través de un remate en la Bolsa de Comercio de Santiago, un tercero puede comprar las acciones, en cuyo caso las opciones CALL de recompra expiran automáticamente.

V.- VALORACIÓN DE OPCIONES

Caso I, CorpGroup ejerce la opción PUT vendiendo las acciones fuera de Bolsa a Itaú.

- Las opciones PUT no tienen valor a partir de diferencia de precios, dado que la venta es esencialmente a precio de mercado.
- En caso que CorpGroup ejerza la opción de venta en forma directa, **podría** tener un valor de liquidez al evitar el castigo al vender en Bolsa un porcentaje relevante sin control corporativo.
- NO hay estudios con estimaciones de cuanto sería el descuento por liquidez en el mercado chileno, que sean aplicables al caso en estudio.
- Pese a no tener estimaciones del descuento, la situación planteada tiene el efecto de igualar las condiciones de mercado para un inversor relevante con la situación de los minoritarios, que en cualquier caso podrían vender en bolsa al precio de mercado.
- La opción CALL para recomprar las acciones vendidas puede tener valor de una opción sobre el precio de la acción dado que el precio de ejercicio en este caso no es a precio de mercado, sino el precio pagado, más un interés competitivo.

V.- VALORACIÓN DE OPCIONES

Caso I, CorpGroup ejerce la opción PUT vendiendo las acciones fuera de Bolsa a Itaú.

- Estimamos el valor de la CALL de re-compra como porcentaje del precio de la acción en la fecha de ejercicio de la PUT en **10%**.
- Puesto que el límite máximo de esta opción es de un 6,6% del capital accionario de CorpBanca, valoramos esta opción en 0,66% del patrimonio accionario de CorpBanca.
- La siguiente tabla reporta los valores de la opción CALL de re-compra, expresados como porcentajes del precio de la acción a la fecha de ejercicio de la opción PUT, para volatilidades de 18% (primer semestre 2012) y 33% (segundo semestre 2013), que fueron las volatilidades mínima y máxima, respectivamente de, los últimos 10 semestres.
- Como se aprecia en la Tabla, el valor de la opción de recompra fluctúa entre 4% (con mínima volatilidad y máximo dividendo) y 19% (con máxima volatilidad y mínimo dividendo) del precio de la acción.

	Volatilidad		
Retorno por dividendos	18%	24%	33%
3,20%	8%	12%	19%
4,50%	6%	10%	16%
5,80%	4%	8%	14%

Metodología de cálculo

- La estimación se realizó utilizando la fórmula de Black & Scholes con tasa de dividendo conocida.

Parámetros:

- Precio de la acción: 1 (numerario).
- Precio de ejercicio = 1,30 (1 más intereses a tasa cámara más spread por 5 años).
- Tasa cámara se estimó en 4,5%. Corresponde al valor corriente de dicha tasa para un plazo de 5 años.
- Spread en 1%.
- Volatilidad del precio de la acción de CorpBanca = 24% (volatilidad promedio últimos 5 años). La volatilidad del precio de la acción se estimó en base a transacciones diarias de la acción en la Bolsa de Comercio de Santiago en períodos semestrales, anualizando en base a días de transacción. Los últimos 10 semestres, dicha volatilidad se situó entre 18% y 33%.
- Tasa de dividendos de CorpBanca = 4,5%. La tasa de dividendos se ha situado entre 3,2% (promedio últimos 2 años) y 5,8% (promedio últimos 5 años y también últimos 10 años).
- Tasa de interés libre de riesgo = 4,5%. La tasa libre de riesgo corresponde al promedio de las licitaciones de BCP a 5 años de los últimos tres meses (mayo, junio, julio).
- Madurez de la opción = 5 años.

Caso II, CorpGroup ejerce la opción PUT en Bolsa.

- Itaú se obliga a poner una orden de compra a precio de mercado.
- Un tercero puede además poner una orden de compra por un precio levemente mayor adjudicándose las acciones. En este último caso la opción de re-compra de CorpBanca desaparece.
- Además, si es Itaú quien compra las acciones (como probablemente debiera ocurrir, ya que se transan sin control corporativo), entonces ITAÚ se obliga a poner una orden de venta al precio de ejercicio de la PUT anterior más intereses.
- Si a la fecha de ejercicio de la opción CALL ésta se encuentra “in the money”, la demanda llevaría el precio de la acción a su valor actual, con lo cual CORP GROUP no obtendría un beneficio neto de ejercer su opción CALL.
- En otras palabras, lo único fijo es el precio de la orden de venta que pone ITAÚ, pero probablemente éste no será el precio pagado por CorpGroup, quien entraría a competir en un remate público con otros inversionistas interesados en comprar las acciones de CorpBanca, lo que presumiblemente llevaría el precio a su valor de mercado. De este modo, la competencia en el remate público haría desaparecer o al menos reduciría fuertemente el valor de la opción producto a diferencia de precios.

V.- VALORACIÓN DE OPCIONES

Impuestos y valor de las opciones

- Si no consideramos los efectos de impuestos, CorpGroup ejercería la opción PUT por la alternativa de venta directa, fuera de bolsa (método (i)), porque en dicho caso obtendría una opción CALL a 5 años cuyo precio aproximadamente es de un 10% del precio valor de la acción en la fecha en que ejerce la opción PUT.
- No obstante lo anterior, un informe de Deloitte que tuvimos a la vista concluye que en caso que CORPGROUP ejerza la opción PUT fuera de bolsa, no puede beneficiarse de la exención del impuesto a la ganancia de capital que beneficia las transacciones en bolsa con suficiente liquidez, y deberá incurrir en un impuesto adicional de un 17% del precio de venta de la acción (suponiendo una tasa de impuestos de 25% y ciertos supuestos de precio). Naturalmente, el pasivo fiscal de la transacción aumenta si la tasa es 27%.
- En consecuencia, consideraciones de impuestos transforman en inviable el método (i) dado que no es razonable pagar un 17% más de impuesto por ganar una opción que vale 10% (ambos porcentajes medidos sobre el precio de venta de la acción).
- En conclusión, en ausencia de consideraciones tributarias, valoramos la opción en 10% del precio de venta y 0,66% del patrimonio accionario de CorpBanca. Pero consideraciones tributarias hacen menos oneroso ejercer la opción PUT en bolsa, en cuyo caso presumiblemente las fuerzas competitivas llevan a que la ventaja de precios de la opción desaparece.

Opciones PUT ligada a dividendos de CorpBanca

- La sección 6.2.c del Pacto de Accionistas otorga a CorpGroup una opción PUT de tipo “barrera”, por los primeros 8 años después de la suscripción del pacto.
- Consiste en que si los dividendos pagados por CorpBanca son inferiores a US\$370 millones anuales y por ello CORP GROUP recibe menos de US\$120 millones en dividendos, entonces CORP GROUP tiene el derecho a vender suficientes acciones de CorpBanca a ITAÚ para completar un ingreso de US\$120 millones ese año (o su equivalente en acciones dueñas de CorpBanca).
- Las opciones se venden a precio de mercado, definido como el promedio ponderado de los precios de cierre de esta acción en los últimos 30 días calendario, y donde los ponderadores son el volumen transado diario .
- Además, y por los siguientes 5 años después de ejercer la opción PUT de dividendos, CorpGroup tiene el derecho a recomprar estas acciones (opción CALL), a un precio de ejercicio igual al precio de venta, más intereses acumulados.
- Consideramos que las opciones serán vendidas en Bolsa con lo que las opciones **NO tienen valor** por diferencia de precio.
- El ejercicio de las opciones depende de la probabilidad que CorpBanca no distribuya los dividendos mínimos establecidos en el Pacto.

V.- VALORACIÓN DE OPCIONES

Conclusiones

- Analizamos la existencia de Opciones de Compra y de Venta entre CorpGroup e Itaú, contenidas en el Pacto de Accionistas, de acuerdo a cuatro conceptos diferentes, a saber, opción para mantener control corporativo, opciones en caso de ruptura del pacto de accionistas, opciones de liquidez, y opciones en caso de no repartir un mínimo de dividendos.
- Tanto la opción para mantener control corporativo como las opciones en caso de ruptura del pacto de accionistas **tienen valor neto cero**, porque conllevan obligaciones y privilegios mutuamente compensatorios.
- Las opciones PUT de liquidez y dividendos **no tienen valor por diferencias entre precio de ejercicio y precio de mercado**, pero sí podrían tener valor de liquidez, el cual no es claro su estimación, pero la consideramos de materialidad menor y acotada.
- Las opciones CALL de liquidez y de dividendos tienen valor potencial por diferencia de precio, el cual estimamos en 10% del precio de la acción a la fecha de ejercicio de las opciones PUT. Sin embargo, este valor desaparece al incluir efectos de impuestos que obligan a vender las acciones en bolsa y a re-comprarlas después en un remate público donde las fuerzas de la competencia erosionan la diferencia de precio.



EVALUACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO

VI.- EVALUACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO

- Con fecha 29 de Enero de 2014, CorpBanca informó de un contrato de financiamiento mediante una Línea de Crédito entre el Banco Itaú BBA, Nassau Branch y CorpGroup.
- El monto de esta Línea de Crédito asciende a MMUS\$1.200, de los cuales, MMUS\$ 950 serán utilizados para refinanciar créditos de CorpGroup con acreedores distintos a Itaú que tuvieran en prenda acciones emitidas por CorpBanca, y MMUS\$ 250 son para refinanciar deuda existente con Itaú. El plazo de la Línea de Crédito es 7 años.
- El objeto de la Línea de Crédito es facilitar la materialización de la fusión, ya que permite prepagar créditos de CorpGroup garantizados con prenda de acciones limitadas por CorpBanca y/o cláusulas de prohibición de cambios de control.
- No existe riesgo crediticio marginal, dado que solo se refinanciará deudas existentes, situación que queda establecida en la sección 3.9 del *Credit Facility Agreement*.
- La tasa de interés aplicada a esta Línea de Crédito es LIBOR + 2,70% (LIBOR en USD a 12 meses).

VI.- EVALUACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO

- Analizamos el Contrato de Financiamiento suscrito entre Banco Itaú BBA S.A., Nassau Branch e Inversiones CorpGroup Interhold Ltda., en particular las garantías, su valorización y el ratio de cobertura ahí estipulados. En el se establece que los ratios de cobertura no pueden ser menores a 1,2 al momento de girar un crédito.
- Específicamente, la Línea de Crédito servirá para refinanciar créditos de distintas compañías, las cuales se mencionan en el *Exhibit G* del *document format files* del *Form SC 13D* presentado el 29 de Mayo de 2014 al SEC.
- Al comparar el costo financiero de dicha Línea de Crédito con otros costos financieros a los cuales han tenido acceso distintas instituciones financieras (incluido el Estado de Chile) podríamos observar que la tasa de interés de la Línea de Crédito se encuentra dentro de un rango de mercado.

Institución	Año	Monto MMUS\$	Plazo años	Tasa a Pagar Anual %
Chile (bono Soberano)	2012	750	10	2,379
Corpbanca	2013	800	5	3,240
BCI	2013	500	10	4,1928
BCI	2012	600	5	3,125
BancoEstado	2012	500	5	2,070
Banco Santander	2012	750	10	4,1025
BancoEstado	2010	500	10	3,2210

Fuente: Cuadro de elaboración propia.

VI.- EVALUACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO

- Las tasas de colocación más relevantes para nuestra comparación son los bonos corporativos transados en el mercado correspondientes a Corpbanca y BCI con tasas de 3,24% y 3,125% respectivamente.
- Según Thomson Reuters LPC se han cursado créditos corporativos en Latinoamérica durante 2014 a tasas inferiores a LIBOR + 2%.
- En la actualidad, si se considera la tasa LIBOR y le sumamos el 2,70%, la tasa de la Línea de Crédito con el Banco Itaú tendría un costo aproximado anual de 3,26%, lo que se encuentra cercano a la tasa de colocación de los bonos de Corpbanca.
- Esta similitud en las tasas no resulta sorprendente si consideramos que la Línea de Crédito se encuentra garantizada con prenda sobre acciones de Corpbanca, y el activo principal de CorpGroup son justamente estas acciones, por lo que el riesgo de crédito (especifico de la línea) puede ser asociado al riesgo de crédito de Corpbanca.
- Dado lo anterior y, que la prenda es sobre acciones del Banco fusionado tanto el riesgo como el costo asociado a la Línea de Crédito podría ser menor. Esto al considerar potenciales mejoras de las garantías en niveles y clasificaciones de riesgo crediticio y las posibles sinergias a conseguir en la fusión.

VI.- EVALUACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO

- El costo de endeudamiento adicional que CorpBanca tiene puede ser aproximado a través de la evolución de la “*Yield to Maturity*” del Bono que CorpBanca tiene en dólares, puesto que representa las perspectivas que tiene el mercado acerca del instrumento de deuda e implícitamente de su riesgo de endeudamiento.

Período	Rendimiento al Vencimiento	Tasa Libor 360 días	Rendimiento Promedio Spread sobre Libor (%)	Desviación Estándar
14/ene/13 al 31/may/13	3,21	0,74	2,47	0,1767
03/jun/13 al 29/ene/14	4,69	0,63	4,06	0,5722
30/ene/14 al 31/mar/14	3,75	0,56	3,19	0,2265
01/abr/14 al 23/jul/14	3,25	0,55	2,70	0,2078

Fuente: Cuadro de elaboración propia.

- Como se aprecia en el cuadro, el spread promedio sobre la LIBOR para los últimos 113 días (hasta el 23 de Julio de 2014) asciende a 2,70%, el cual es equivalente al costo por sobre la LIBOR estipulada en la Línea de Crédito aprobada por el Banco Itaú a CorpGroup.
- En enero del 2013, (entre el 14 y 31) el spread del bono por sobre la LIBOR ascendía a 2,34%, tasa inferior al costo de la Línea de Crédito.

VI.- EVALUACIÓN DE LA LÍNEA DE CRÉDITO

	Fecha Informe	Rendimiento al Vencimiento	Tasa Libor 360 días	Spread sobre Libor (%)	Desviación Estándar
2013Q1	04/Junio/13	3,65	0,69	2,96	
	Junio 2013	4,16	0,68	3,48	0,4988
2013Q2	23/Agosto/13	5,90	0,67	5,23	
	Agosto 2013	5,14	0,67	4,47	0,5175
2013Q3	05/Noviembre/13	4,94	0,60	4,34	
	Noviembre 2013	4,77	0,59	4,18	0,3246
2013Q4	20/Febrero/14	3,65	0,56	3,09	
	Febrero 2014	3,85	0,55	3,30	0,1966
2014Q1	04/Junio/2014	2,99	0,54	2,45	
	Junio 2014	3,07	0,54	2,53	0,085

- El cuadro muestra los valores en las fechas en las que CorpBanca ha publicado sus reportes trimestrales, comparando el spread de *Yield to Maturity* sobre la LIBOR.
- Para efectos de comparación, se considera la *Yield* del bono el día después de conocida la emisión de los reportes trimestrales en el mercado.
- A partir del cuadro es posible argumentar que la tasa cobrada por la Línea de Crédito se puede considerar como una tasa de mercado en el momento de la emisión.



ANÁLISIS DE LA VENTA DEL 12,5% DE LA PROPIEDAD DE CORPBANCA COLOMBIA A CORPBANCA

VII.- ANÁLISIS DE LA VENTA DEL 12,5% DE LA PROPIEDAD DE CORPBANCA COLOMBIA A CORPBANCA

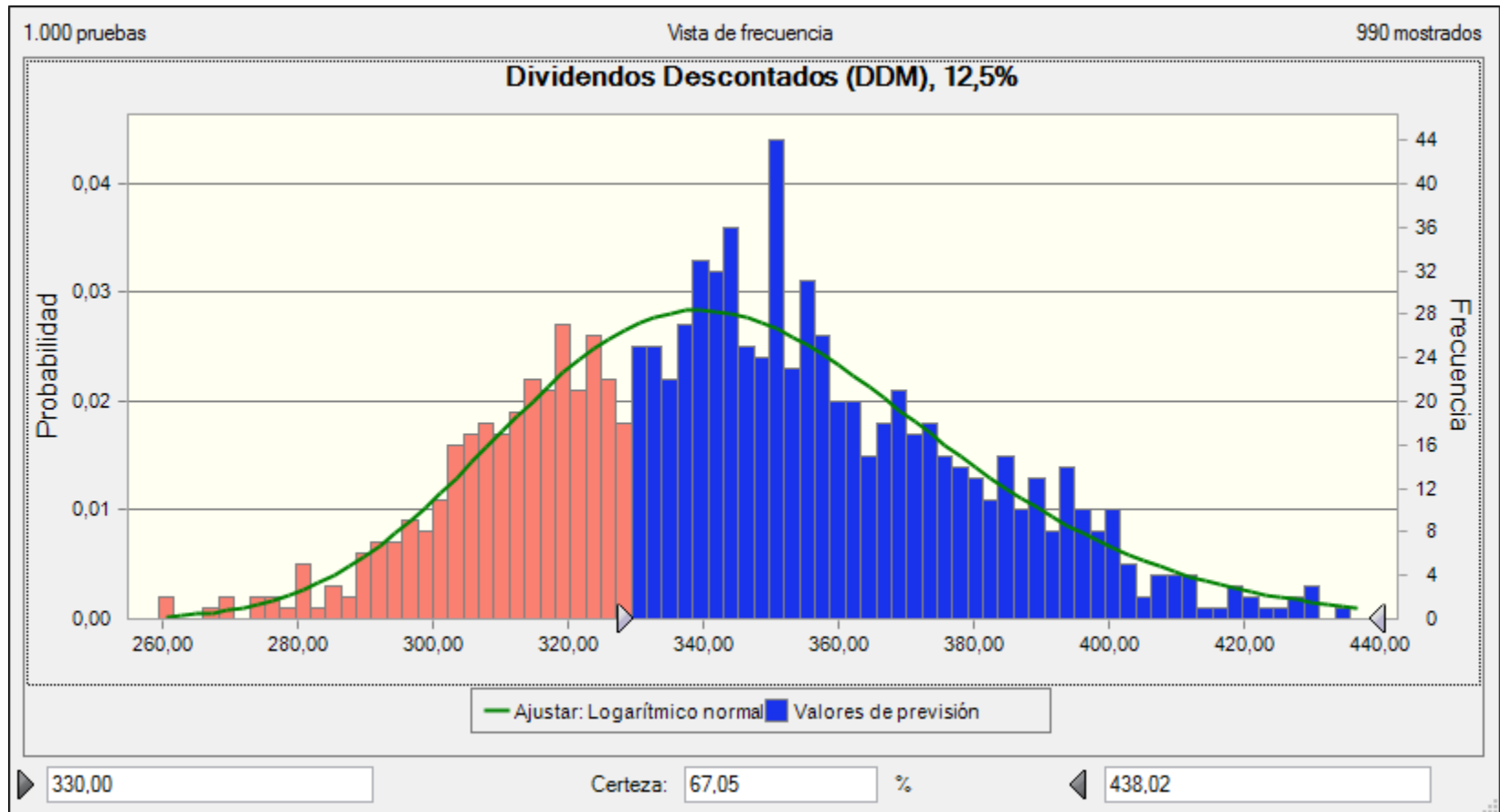
Valorización 12,5% de CorpBanca Colombia

- El cuadro muestra los valores del 12,5% de la propiedad de CorpBanca Colombia de acuerdo a los distintos modelos de Valoración.
- CorpGroup vendería a CorpBanca el 12,5% de la propiedad de CorpBanca Colombia por un valor de MM USD\$330.
- El Valor Promedio de dicha participación asciende a MM USD\$376,24.

Valorización del 12,5% de Corpbanca Colombia	Valor en MM\$ USD
Dividendos Descontados (DDM), 12,5%	343,13
Gordon Model, 12,5%	409,35
Valor Promedio, 12,5%	376,24

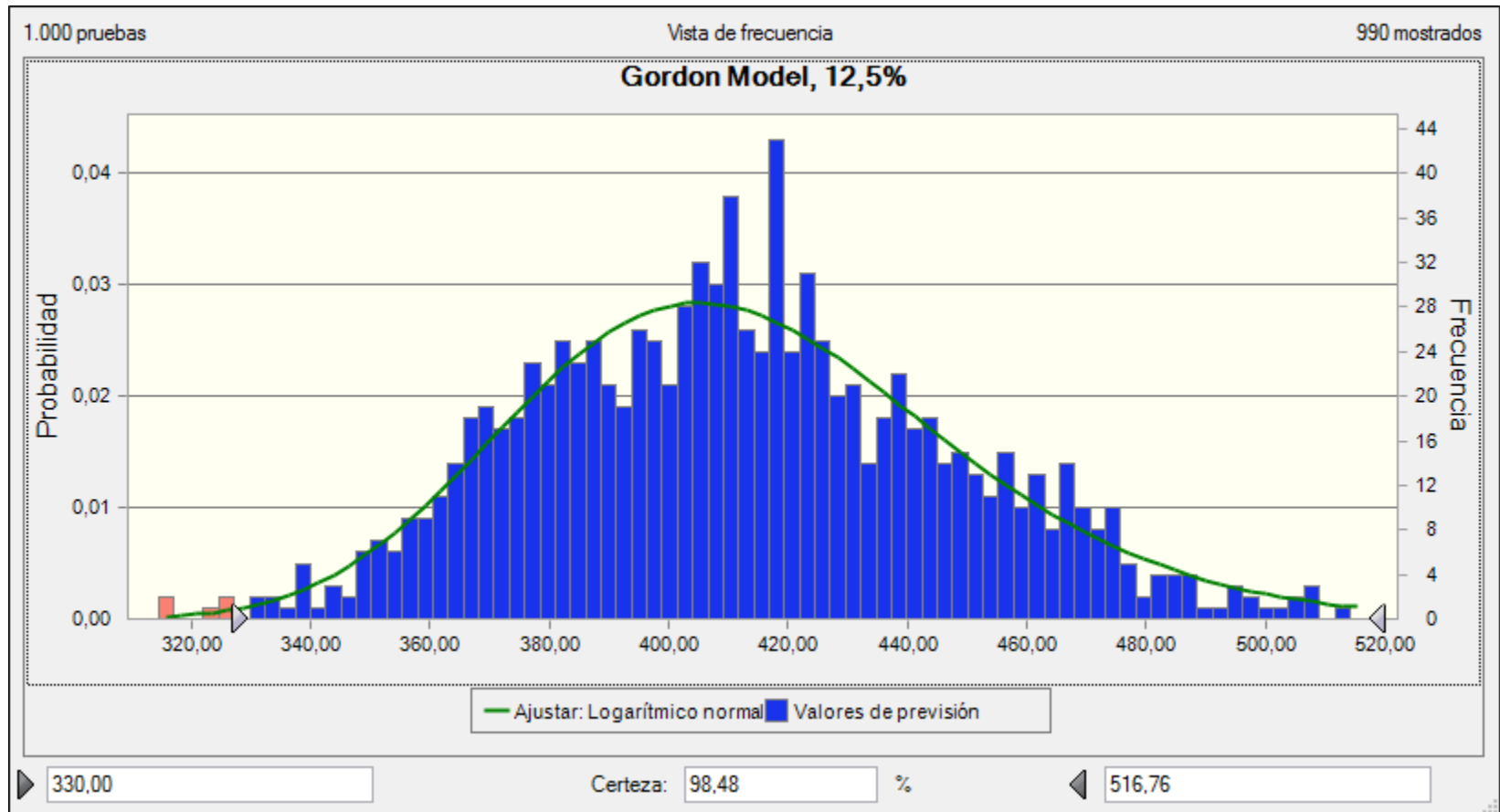
VII.- ANÁLISIS DE LA VENTA DEL 12,5% DE LA PROPIEDAD DE CORPBANCA COLOMBIA A CORPBANCA

Sensibilización del 12,5% de la Propiedad de CorpBanca Colombia



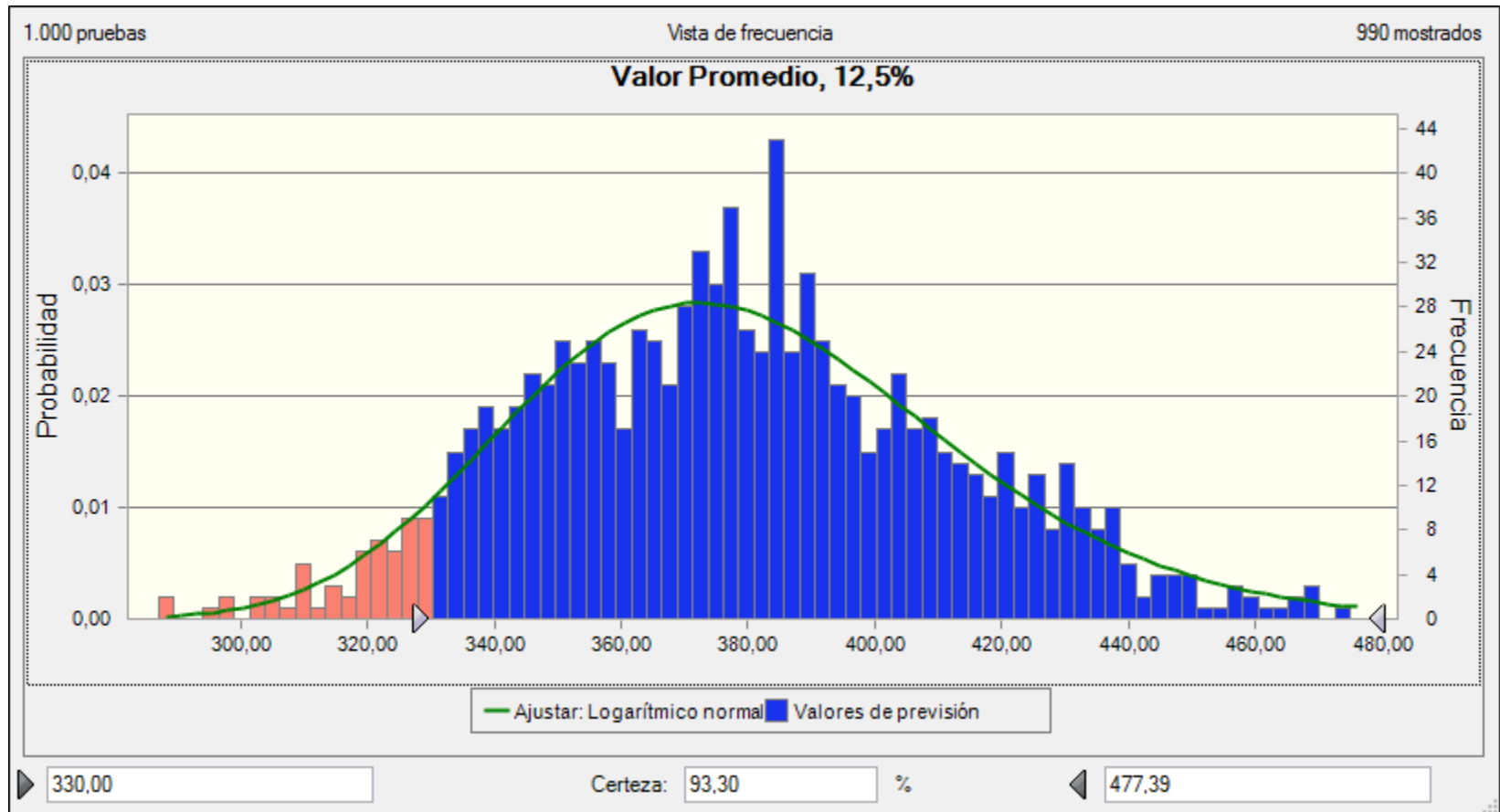
VII.- ANÁLISIS DE LA VENTA DEL 12,5% DE LA PROPIEDAD DE CORPBANCA COLOMBIA A CORPBANCA

Sensibilización del 12,5% de la Propiedad de CorpBanca Colombia



VII.- ANÁLISIS DE LA VENTA DEL 12,5% DE LA PROPIEDAD DE CORPBANCA COLOMBIA A CORPBANCA

Sensibilización del 12,5% de la Propiedad de CorpBanca Colombia





CONCLUSIÓN

VIII.- CONCLUSIÓN

De acuerdo a los objetivos propuestos en el estudio, los cuales guardaban relación a distintas aristas del Acuerdo de Transacción en el proceso de fusión entre Itaú Chile y CorpBanca, es posible concluir que:

- Una vez valorado individualmente cada banco (Itaú Chile, CorpBanca Chile y CorpBanca Colombia) el ratio de intercambio no es significativamente diferente al ratio de intercambio establecido en el acuerdo de transacción. Nuestros resultados sugieren que el ratio de transacción promedio debiese ser cercano a **87.323,82** acciones de CorpBanca por cada acción de Itaú, en donde, la probabilidad de que dicho valor permanezca en un rango pequeño (el cual incluye el ratio de intercambio original) ronda en un 60%.

-En relación a las opciones, habiéndolas valorado, es posible concluir que tanto la opción para mantener control corporativo como las opciones en caso de ruptura del pacto de accionistas **tienen valor neto cero**, porque conllevan obligaciones y privilegios mutuamente compensatorios. Adicionalmente, las opciones PUT de liquidez y dividendos **no tienen valor por diferencias entre precio de ejercicio y precio de mercado**, pero sí podrían tener valor de liquidez, el cual no es claro su estimación.

VIII.- CONCLUSIÓN

- En relación a la valoración de la posible compra de la participación de CorpGroup en CorpBanca Colombia, cabe hacer presente que la cifra de US\$330 millones acordada, es inferior a la que los análisis realizados indican Dividendos Descontados (DDM) por US\$343,13, Gordon Model por US\$409,35 y Valor Promedio por US\$376,24.
- Finalmente, utilizando distintos comparativos de deuda en dólares y de similar vencimiento, es posible concluir que la tasa pactada en la Línea de Crédito otorgada a CorpGroup, la cual asciende a LIBOR + 2,70%, se encuentra en un rango normal de mercado.



Centro de Gobierno Corporativo - Universidad de Chile