Deloitte.

Banco Santander Río S.A.

Reporte de Valuación

Asesoría Financiera

03/09/2021

Contenido

1. Introducción 3
2. Descripción de la Compañía 6
3. Metodologías de Valuación 8
4. Enfoque de Ingresos 10
5. Enfoque de Mercado 17
6. Conclusión de Valor 19
Anexo I – Flujo de Dividendos Descontados 20
Anexo II – Múltiplos Compañías Comparables 21
Anexo III – Tasa de Descuento 22

Deloitte & Co SA
Perón 646, 6° piso.
Buenos Aires, Argentina
(C1038AAN) Tel: +54
(11) 4390 2600
www.deloitte.com

03 de septiembre de 2021

At. Sres. Directores

Banco Santander Río S.A.
Av. Juan de Garay 125,
C1063 ABB, CABA
Argentina

Estimados Sres. Directores:

De acuerdo con la información referida por ustedes recientemente, Deloitte & Co. S.A., afiliada de una firma miembro de Deloitte Touche Tohmatsu Limited (en lo sucesivo definida como "Deloitte") tuvo el gusto de ofrecer los servicios de asesoría al Banco Santander Río S.A. (en lo sucesivo "Santander", la "Compañía" o el "Cliente", indistintamente), sobre la base de los términos y condiciones que se detallan en la carta acuerdo del 12 de agosto de 2021 (la "Carta Acuerdo"), relacionados con la estimación del Valor de Mercado (definido más adelante) de las acciones de la Compañía, con fecha de valuación 2 de septiembre de 2021 (en adelante, "Fecha de Valuación").

El presente reporte presenta el objetivo, alcance y resultados de los servicios de asesoría acordados, así como las actividades desarrolladas y metodología utilizada como parte de nuestro alcance y otros aspectos de nuestra colaboración (en lo sucesivo, el "Reporte de Valuación").

De acuerdo con nuestra experiencia y entendimiento de este tipo de trabajos, proporcionamos a ustedes el presente documento sobre los resultados y alcance de nuestra colaboración, incluyendo el detalle de consideraciones y actividades realizadas por nuestro equipo de trabajo.

Agradecemos nuevamente la oportunidad que nos brindaron en ofrecerles nuestros servicios, así como la confianza que depositan en nosotros y aprovechamos la ocasión para enviarles un cordial saludo.

Atentamente,

Fernando Isa Pavía
Socio
Deloitte & Co. S.A.

Deloitte se refiere a Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sociedad privada de responsabilidad limitada en el Reino Unido, y a su red de firmas miembro cada una de ellas como una entidad legal única e independiente. Conozca en www.deloitte.com la descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembro.

1. Introducción

1. Nuestro Entendimiento de la Situación

Banco Santander Río S.A. es una subsidiaria de propiedad mayoritaria del Grupo Santander quien indirectamente posee un 99.31% de su capital social, y el 99.26% de sus derechos de voto. Desde 1997, las acciones de la Compañía cotizan en Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), y desde 1999, en la Bolsa de Valores Latinoamericanos en EUROS (Latibex) de España.

El Banco es una de las principales entidades bancarias en Argentina en términos de préstamos y depósitos del sector privado. Hoy en día, sus servicios incluyen cuentas corrientes y de ahorro, hipotecas, préstamos comerciales y de consumo, depósitos a plazo fijo, tarjetas de crédito y débito, asesoría financiera, gestión patrimonial, garantías bancarias, gestión de caja, financiación de proyectos y exportaciones, fusiones y adquisiciones custodia, leasing, así como corretaje de valores, entre otros.

Santander solicitó los servicios de Deloitte para asesorarlos en dicha estimación a la Fecha de Valuación del precio equitativo a ser ofrecido en una eventual Oferta Pública de Adquisición para el Retiro Voluntario del Régimen de Oferta Pública de Valores Negociables ("OPA") de acuerdo a la normativa aplicable de la Comisión Nacional de Valores (en adelante "CNV") establecida en el Título III, Capítulo II de la Resolución General CNV 622/2013, las modificatorias introducidas por la Resolución General CNV 779/2018 y artículos 88, y siguientes de la ley 26.831 (la "Normativa Aplicable").

2. Objetivo de Nuestra Colaboración

Con base en nuestro entendimiento de la situación, nuestro trabajo estuvo enfocado en proporcionarle a la Compañía una estimación de Valor de Mercado de las acciones de Banco Santander Río S.A., a la Fecha de Valuación, bajo la premisa de "Negocio en Marcha".

Nuestro trabajo se enfocó en realizar una estimación del Valor de Mercado de las acciones de la Compañía, bajo los términos de la Normativa Aplicable, en el marco de lo dispuesto por los artículos 97 y 98 de la Ley 26.831, que prescribe la necesidad de lanzar una Oferta Pública de Adquisición –OPA- cuando una entidad decida retirar en forma voluntaria sus acciones del régimen de oferta pública (en lo sucesivo "Valor de Mercado").

Bajo la premisa de negocio en marcha, se considera que la Compañía continúa en el negocio en el futuro previsible, sin la intención ni necesidad de una liquidación, de cesar sus negocios o de buscar protección de los acreedores de conformidad con las leyes o reglamentaciones.

3. Alcance de Nuestra Colaboración

De acuerdo con la solicitud de la Compañía, nuestra colaboración comprendió la estimación del rango de Valor de Mercado de la Compañía a la Fecha de Valuación.

Para llevar a cabo la estimación de Valor de Mercado de la Compañía, así como para la elaboración de este Reporte de Valuación, nos remitimos a la siguiente información:

- Plan de Negocios 2021 - 2031 preparado por la Gerencia, el cual incluye, entre otros, el detalle de ingresos por producto, costos de financieros, gastos comerciales, gastos administrativos, amortizaciones y necesidades de inversión en capital de trabajo y activos fijos;
- Estados Contables Auditados de la Compañía correspondientes a los últimos cuatro ejercicios anuales finalizados el 31 de diciembre de 2020, 2019, 2018 y 2017.
- Estados Contables especiales de retiro de cotización auditados al 30 de junio de 2021.
- Información disponible de la competencia, incluyendo información de la industria y la posición de la Compañía dentro de la misma;
- Presentación Institucional de la Compañía elaborada por la Gerencia con un detalle de las operaciones de Santander y sus líneas de negocios, etc.

4. Limitaciones al Alcance

Deloitte sólo se obligó a la prestación de los servicios o la entrega de materiales especificados en la carta acuerdo fechada y acordada el 12 de agosto 2021 con la Compañía (en lo sucesivo, la "Carta Acuerdo") por lo que nuestra colaboración y este Reporte de Valuación están sujetos a los términos y condiciones acordados con la Compañía

4.1 Información Base (Histórica y Proyectada)

Consideramos conveniente destacar que toda la información proporcionada por la Compañía, incluyendo la información proyectada, la determinación de los criterios y premisas sobre los que están basados, así como el detalle de la información pertinente que pudiera afectar a la ejecución de dichos supuestos, es responsabilidad de la Compañía. No obstante, hemos utilizado supuestos y criterios propios allí donde fuera necesario como producto del análisis de consistencia y razonabilidad de las proyecciones basándonos en nuestra propia experiencia y conocimiento de la Compañía y el mercado. Santander ha aprobado la información operativa y financiera (histórica y proyectada) utilizada durante nuestra colaboración y sobre la cual se basó, en buena medida, nuestro trabajo.

A pesar de que realizamos un análisis general de la información, operativa y/o financiera utilizada en nuestro trabajo, Santander es el único responsable por la exactitud y veracidad de dicha información. En este sentido, no realizamos procesos de revisión tipo "due diligence" ni de auditoría a dicha información.

Asimismo, también queremos destacar que, dado el carácter incierto que tiene cualquier información basada en expectativas futuras, normalmente se producirán diferencias entre los resultados proyectados y los reales. Por todo esto, no podremos asumir responsabilidad alguna en cuanto a dichas diferencias ni como a la necesaria actualización de las proyecciones (operativas, financieras y de mercado) que se produzcan después de la finalización de este trabajo.

4.2 Determinación de análisis de valor de la Compañía

Los valores que se obtuvieron son únicamente referenciales, por lo que Deloitte no asume ninguna responsabilidad sobre las decisiones que en su caso pudieran tomar la Compañía con respecto a los valores contenidos en el presente Reporte de Valuación. En este sentido, nuestro trabajo no implica un compromiso, recomendación y/o garantía de nuestra parte para que la Compañía lleve a cabo alguna operación bajo dichos valores o parámetros.

4.3 Uso de Nuestros Entregables

Los resultados contenidos en nuestro entregable están basados en nuestro mejor juicio y opinión, y representan una estimación del Valor de Mercado de la Empresa Sujeta a Valuación determinado mediante la aplicación de los enfoques y metodologías de valuación usualmente utilizados y basados, principalmente en las características dichas empresas, así como en información obtenida a través de fuentes especializadas, consideradas como confiables.

El uso de nuestro entregable se encuentra sujeto a ciertos términos y condiciones acordados en la Carta Acuerdo.

Por un lado, si la Compañía opta por distribuir este Reporte de Valuación a terceros no incluidos en la Carta Acuerdo, y por consecuencia que no son beneficiarios de nuestros servicios, reconocerá que nuestra responsabilidad será únicamente con el Cliente, de acuerdo con los términos y condiciones de la mencionada Carta Acuerdo. Adicionalmente, el Cliente se comprometerá a distribuirlo en su totalidad tal cual fue emitido por Deloitte y sin omitir, parcial o totalmente, ninguna parte de su contenido.

El Cliente comprende que este Reporte de Valuación incluye ciertas salvaguardas enfocadas a atender el hecho de que Deloitte ofrece diversos servicios, incluyendo servicios de atestiguamiento y de auditoría externa de estados financieros (que conllevan obligaciones de independencia con clientes ajenos a este Reporte de Valuación), a terceros que pudieran tener acceso a nuestro entregable. Dichas salvaguardas consideran, principalmente, que el acceso se otorga bajo la consideración de no responsabilidad u obligación de nuestra parte, incluyendo el que nuestro trabajo no podrá utilizarse como referencia o base para la realización / modificación de registros contables (incluyendo la preparación de estados financieros).

Adicionalmente, y dadas las relaciones de auditoría actuales de Deloitte con ciertos clientes este Reporte de Valuación y las cifras de cualquier tipo contenidas en el mismo, no podrán ser incluidas en reportes realizados a la *Securities and Exchange Commission* ("SEC") o a cualquier entidad regulatoria sin nuestro consentimiento previo.

La responsabilidad de Deloitte por los servicios otorgados es única y exclusivamente con el Cliente y Deloitte no tiene ni asume ningún tipo de responsabilidad u obligación con ningún tercero que pudiera llegar a tener acceso indebido a este Reporte de Valuación.

2. Descripción de la Compañía

2.1 Perfil de la Compañía

El Banco Santander Río es una empresa líder en el sector bancario de la República Argentina, destacada por ser el primer banco privado del sistema financiero argentino en términos de ahorro y volumen de crédito. A su vez, es uno de los bancos líderes en medios de pago, en comercio exterior, servicios transaccionales y *cash management*. También es uno de los principales protagonistas en los mercados bursátiles, de títulos públicos y cambiarios.

Al 30 de junio de 2021, cuenta con más de 400 sucursales, 3.9 millones de clientes y presencia en 22 provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

En lo que respecta a banca comercial, la Compañía se ocupa de gestionar la relación con clientes individuos, empresas e instituciones. Luego, se encuentra la Banca Privada y Colocación de Activos, orientada a diseñar propuestas de servicios exclusivos y atención personalizada de clientes de gran patrimonio. Además, el área de colocación de activos es responsable de gestionar fondos comunes de inversión. Por último, el *Corporate & Investment Banking*, que gestiona la relación comercial con empresas y grupos económicos, buscando satisfacer las necesidades crediticias y de servicios financieros.

En cuanto a los pilares estratégicos para lograr el crecimiento del negocio, la Compañía busca potenciar los siguientes puntos:

- Experiencia del cliente: posicionar al cliente en el centro del negocio, para fortalecer el nivel de vinculación y ayudarlos a progresar.
- Crecimiento rentable: crecer en posicionamiento con un uso óptimo del capital.
- Nuevos negocios: continuar expandiendo y construyendo el ecosistema Santander Argentina para lograr ser la mejor plataforma de servicios financieros.
- Excelencia operacional: construir un modelo más eficiente, apoyado en la transformación digital y cultual.
- Cultura y talento: establecer objetivos desafiantes y prioridades claras.

En cuanto al contexto del sistema financiero, dado el período de grandes cambios, los bancos se enfrentan al desafío de repensar su modelo de negocio para mantener un negocio sustentable a largo plazo. Por un lado, la evolución de la tecnología y la innovación constante en la forma de ofrecer productos generaron cambios en el comportamiento y expectativas de los clientes. Además, la irrupción de nuevos competidores, tales como los bancos digitales o las *Fintech*, eliminan en cierto sentido las barreras de entrada que existían para el ingreso al mercado financiero, llevando el foco a la experiencia del cliente, la velocidad en la respuesta y al valor agregado que se les brinda. No obstante, cabe señalar que en Argentina el sistema financiero cuenta con un potencial de crecimiento significativo, dado que los niveles de bancarización e inclusión financiera continúan en niveles bajos comparados a nivel regional e internacional.

2.1.1 Capital accionario

El Capital Social de la Compañía es de $ 4.397.500.060 representado por 4.397.500.060 acciones ordinarias y preferidas escriturales de $ 1 (un peso) cada una. El mismo se encuentra compuesto por:

- 142.447.025 de igual valor nominal en acciones ordinarias escriturales de clase "A" con derecho a cinco (5) votos por acción;
- 3.619.307.593 de igual valor nominal en acciones ordinarias escriturales de la clase "B" con derecho a un (1) voto por acción;
- 635.745.442 de igual valor nominal en acciones ordinarias preferidas sin derecho a voto.

La distribución de la propiedad del capital es la siguiente:

Nombre	Cantidad de Acciones clase A	Cantidad de Acciones clase B	Cantidad de Acciones Preferidas	Participación Capital	Valor Nominal	Porcentaje voto
Ablasa Participaciones, S.L.	105.180.556	3.466.606.921	635.447.536	95,67%	4.207.235.013	92,17%
BRS Investments S.A.	36.730.452	123.353.003		3,64%	160.083.455	7,09%
Accionistas Minoritarios	536.017	29.347.669	297.906	0,69%	30.181.592	0,74%
Totales	**142.447.025**	**3.619.307.593**	**635.745.442**	**100%**	**4.397.500.060**	**100,00%**

3. Metodologías de Valuación

Para la Estimación del Valor de Mercado de la Compañía, hemos procedido a aplicar los enfoques de valuación y metodologías asociadas, tal como se establece en la Normativa Aplicable:

Último precio acordado por el oferente

El precio más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los valores negociables objeto de la oferta durante los doce (12) meses previos a la intimación contemplada en el inciso a) del artículo 91 o la declaración unilateral contemplada en el inciso b) del artículo 91 o acuerdo de solicitud de retiro en el caso del artículo 98.

Dado que la base de la valuación no se realiza sobre una transacción, no habría disponible un "precio acordado por el oferente", por lo que no se ha considerado dicho enfoque para el cálculo del Valor de Mercado. Adicionalmente la Compañía nos informó que no ha habido transacciones en los últimos 12 meses por fuera de las acciones que cotizan en el mercado de capitales.

Valor de mercado de la acción. Precio promedio de los valores negociables.

El precio promedio de los valores negociables objeto de la oferta durante el semestre inmediatamente anterior previos a la intimación contemplada en el inciso a) del artículo 91 o la declaración unilateral contemplada en el inciso b) del artículo 91 o acuerdo de solicitud de retiro en el caso del artículo 98 o desde la fecha en la que corresponda formular la oferta.

Hemos aplicado el presente método, dado que Santander posee oferta pública del 0,74% de sus acciones. Para tal fin se han relevado los precios históricos de los últimos 6 meses previos a la Fecha de Valuación, comenzando el 6 de marzo de 2021 y finalizando el 2 de septiembre de 2021, tanto para las acciones Ordinarias como para las Preferidas.

El precio promedio, teniendo en consideración la cotización de las acciones de la Compañía en el semestre inmediatamente anterior a la Fecha de Valuación, es equivalente a ARS 20,03 para la acción ordinaria Clase B (BRIO), y ARS 20,26 para la acción preferida (BRIO6).

El valor de la compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables

- Enfoque de Ingresos: Método de Flujo de Dividendos Descontados ("FDD")
- Enfoque de Mercado: Método Múltiplos de Mercado de Compañías Comparables

En este caso, luego de analizar las características particulares de la Compañía y según las prácticas generalmente aceptadas en la industria, hemos aplicado el método de FDD, donde procedimos a estimar los dividendos que la empresa pagará a los accionistas, y descontarlos por la tasa de costo de capital ("Ke").

Adicionalmente, dado que la Compañía posee participación en Prisma Medios de Pago S.A, Gire S.A. y Play Digital S.A., considerando que el método FDD no captura en la estimación de valor de mercado el valor de las mismas, hemos estimado el valor de la participación en Gire S.A. y Play Digital S.A. siguiendo el método de Valor Patrimonial de las Acciones o Valor Libros de acuerdo a la información del último balance disponible al 30/06/2021, y la participación en

Prisma Medios de Pago S.A. a valor de mercado, en línea con la metodología utilizada por el Compañía para la registración de la misma en sus Estados Contables al 30/06/2021.

Por el lado del enfoque de mercado, hemos determinado el valor de la Compañía por medio del múltiplo de precio sobre el valor en libros (P/BV).

En este caso, nuestro trabajo se basó, fundamentalmente en la información histórica de la Compañía e información obtenida de empresas comparables. Los supuestos utilizados como las estimaciones que fueron obtenidas son presentadas en la siguiente sección.

Con respecto a la ponderación de ambos métodos, teniendo en cuenta los resultados obtenidos, así como el contexto macroeconómico en el cual se encuentra la Compañía y las circunstancias bajo las cuales se desarrolla la OPA, consideramos el promedio de los resultados obtenidos mediante ambas metodologías como conclusión de valor de este apartado.

Valor Patrimonial de las Acciones o Valor Libros

Esta metodología propone la determinación del valor de las acciones como el resultado de dividir el patrimonio neto de la Compañía a la última fecha de balance disponible por la cantidad de acciones emitidas a dicha fecha. El valor libros presupone que el valor de una empresa se puede inferir del valor de su estado de situación patrimonial a una determinada fecha, sin contemplar la capacidad de generación futura de caja de una empresa en marcha.

Para tal fin se ha considerado los últimos Estados Financieros especiales de retiro de cotización al 30 de junio de 2021 auditados por Price Waterhouse & CO. S.R.L. A continuación, se presenta el cálculo del valor libros de Santander Argentina en base a la información disponible a la Fecha de Valuación:

Valor Patrimonial de las Acciones	
Valor Patrimonio Neto Contable (en miles)	149.982.275
Cantidad de Acciones en circulación (en miles)	4.397.500
Valor por acción	**34,1**

*Cifras en pesos argentinos excepto cantidad de acciones.

Valor de liquidación

Dado que la Compañía es considerada como un negocio en marcha, no se ha considerado dicha metodología. No ha sido parte de nuestro alcance el cálculo de un valor de liquidación de la Compañía, asumiendo que los valores obtenidos mediante el resto de las metodologías serán superiores al valor de liquidación

4. Enfoque de Ingresos

4.1 Flujo de Dividendos Descontados

Para la modelización de los Flujos de Dividendos proyectados de la Unidad de Negocio Bancaria correspondientes al período septiembre 2021 - diciembre 2031 ("Período Proyectado") y al Valor Terminal bajo este escenario, se consideraron como base los Estados Contables anuales al 31 de diciembre de 2018, 2019 y 2020 e intermedios al 30 de junio de 2021, información gerencial, supuestos e hipótesis provistos por la Gerencia, e información externa y de mercado.

A continuación, se detallan los supuestos utilizados para la estimación de los Flujos de Dividendos de Banco Santander Río S.A., estimados en pesos argentinos, en términos nominales y posteriormente convertidos a dólares americanos:

4.1.1 Supuestos de valuación considerados

Los principales volúmenes del negocio, los créditos y depósitos, son proyectados considerando una visión prospectiva del sistema financiero argentino. Estas proyecciones incluyen un crecimiento real de la industria en la senda de largo plazo partiendo de aproximadamente 10% de créditos al sector privado sobre PBI a valores cercanos a 18%. Con estos indicadores del sistema financiero, se han proyectado los volúmenes de préstamos y depósitos de la Compañía, manteniendo estable su cuota de mercado a lo largo del tiempo, pero con un cambio del mix de productos en la industria en general.

En términos de captación de fondos, se espera un mayor peso de pasivos remunerados (Plazos fijos) en el total de depósitos en pesos, producto de ciertos cambios de tendencia y llegada de nuevos competidores y jugadores.

En cuanto a los créditos, se proyecta una menor ponderación de préstamos relacionados a tarjetas de crédito, y un mayor nivel de créditos personales/prendarios y comerciales en la cartera total. Para los volúmenes en dólares (créditos y depósitos) se proyecta un mayor nivel de créditos sobre depósitos. En lo que respecta a la relación crédito sobre depósitos, partiendo de niveles bajos en la actualidad se busca llegar a un nivel aproximado de 75%, en línea con los niveles históricos del banco.

4.1.2 Margen de intermediación financiera

Deloitte ha tomado de base para la proyección de las tasas de interés la tasa de política monetaria y la BADLAR. A partir de estas tasas se modelan tasas activas y pasivas para la estimación de los intereses cobrados y pagados.

<u>Ingresos financieros</u>

Los ingresos de la Compañía son registrados para todos los activos medidos con el método de la tasa efectiva. Los ingresos son identificados por intereses asociados a distintos productos y servicios financieros:

- Inversiones en títulos públicos o pases,
- Préstamos hipotecarios,
- Préstamos prendarios y personales,
- Préstamos relacionados a tarjetas de crédito,
- Préstamos comerciales.

En este sentido, se han estimado los intereses ganados a partir de las proyecciones de préstamos y depósitos considerando supuestos macroeconómicos tales como la evolución del PBI y la inflación para los períodos futuros, así también como el porcentaje proyectado de crecimiento de la cartera del sistema bancario.

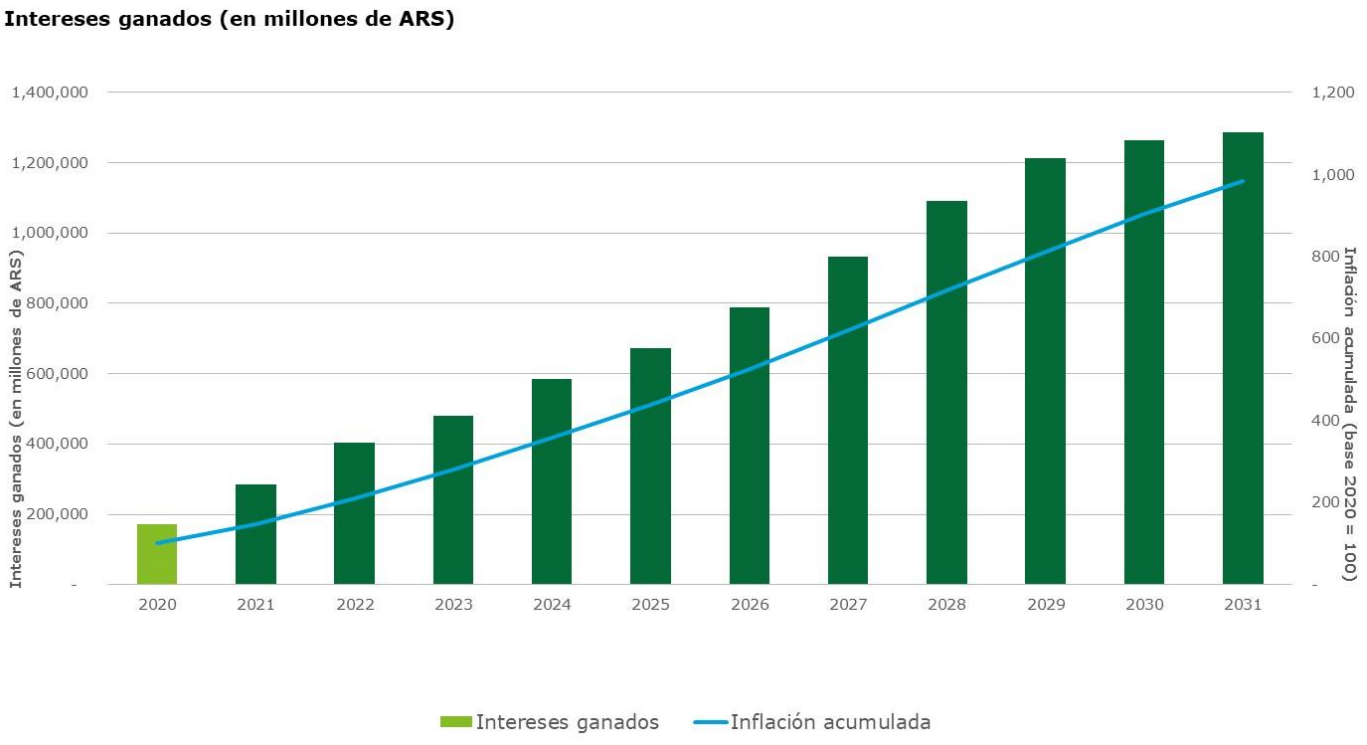
En cuanto a las inversiones, corroborando el cumplimiento de las políticas monetarias del BCRA, se calcula el exceso de liquidez y se estima el rendimiento de estos fondos utilizando la tasa de política monetaria.

La estimación del rendimiento de los préstamos relacionados a tarjetas de crédito, uno de los principales productos del banco, comienza con una tasa activa de 23,7%, aproximadamente 15 puntos porcentuales por debajo de la tasa

de política monetaria, debido a ciertas regulaciones existentes actualmente. A lo largo de la proyección se estiman leves mejoras alcanzando niveles en línea con la historia.

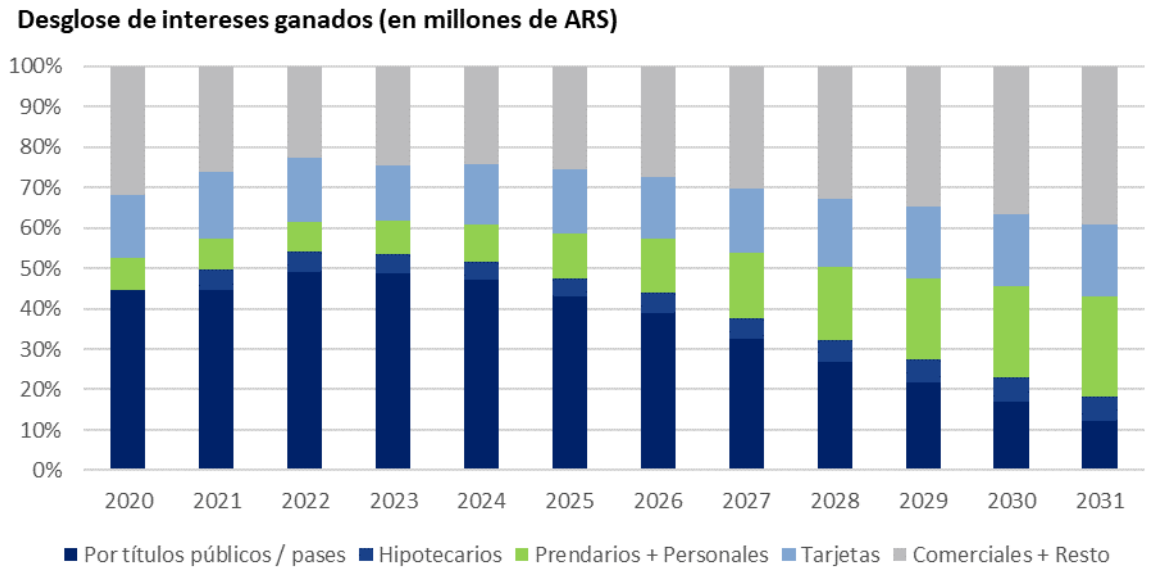
En lo que respecta a préstamos personales, prendarios, comerciales e hipotecarios se proyectan las tasas considerando un spread para cada una de las líneas.

A continuación, se presentan los siguientes gráficos que muestran la evolución del total de los intereses ganados:



Fuente: elaboración propia en base a las estimaciones realizadas

Sumado a lo anterior, hemos analizado la evolución de los intereses ganados, considerando el desglose por los distintos productos y servicios financieros. Debajo se incluye un gráfico que ilustra este punto:



Fuente: elaboración propia en base a las estimaciones realizadas

Como puede observarse en el gráfico, el segmento de créditos prendarios y personales, así también como los comerciales son aquellos generan el incremento de las ganancias por intereses.

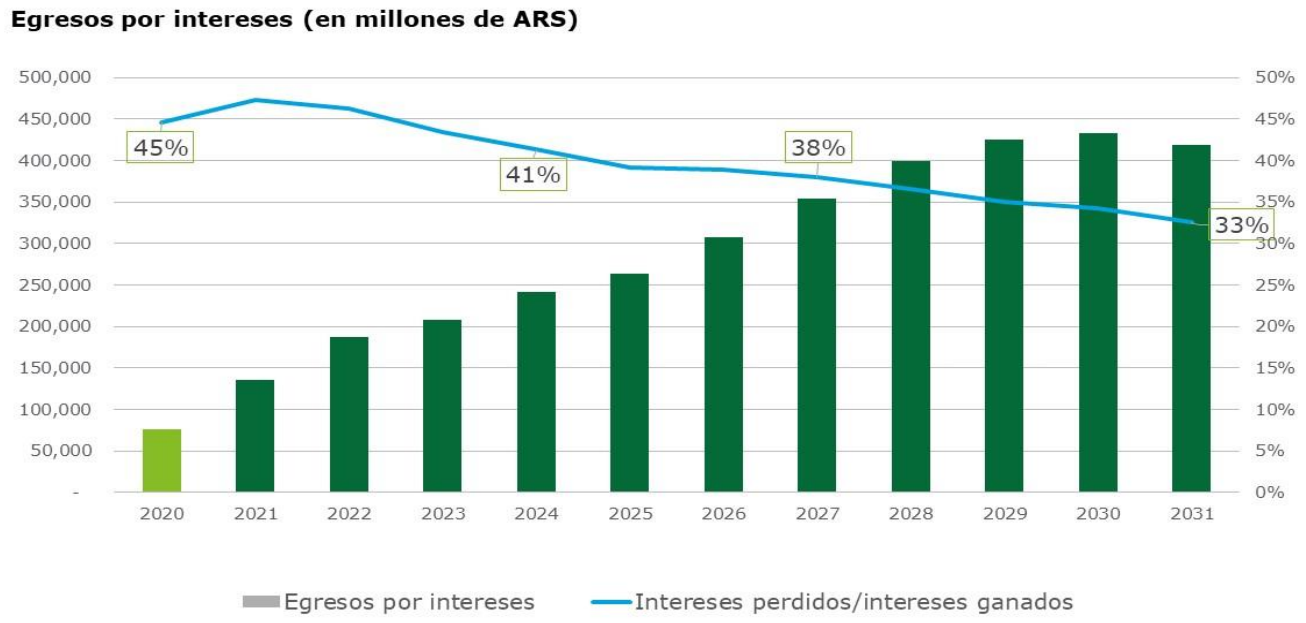
En el 2021, los créditos prendarios y personales se estiman que produzcan el 8% de los intereses ganados, mientras que los comerciales, el 26%. No obstante, hacia 2031, nuestra proyección considera que representen el 25% y 39%, respectivamente. Este efecto está directamente relacionado con el incremento proyectado de la cartera de clientes, las posibilidades de crecimiento del sector financiero en Argentina y la recuperación económica luego de un período recesivo e inflacionario.

Gastos Financieros

Los gastos financieros para la Compañía son los intereses perdidos por el uso de capitales que están puestos a su disposición por parte de los clientes. Estos incluyen: cuentas corrientes remuneradas, cajas de ahorro y cuentas corrientes no remuneradas y depósitos a plazo fijo.

Los intereses correspondientes a los plazos fijos fueron estimados considerando como costo la tasa BADLAR. En cuanto a las cajas de ahorros remuneradas, se estima una tasa interés creciente respecto de la actual en términos relativos en el largo plazo.

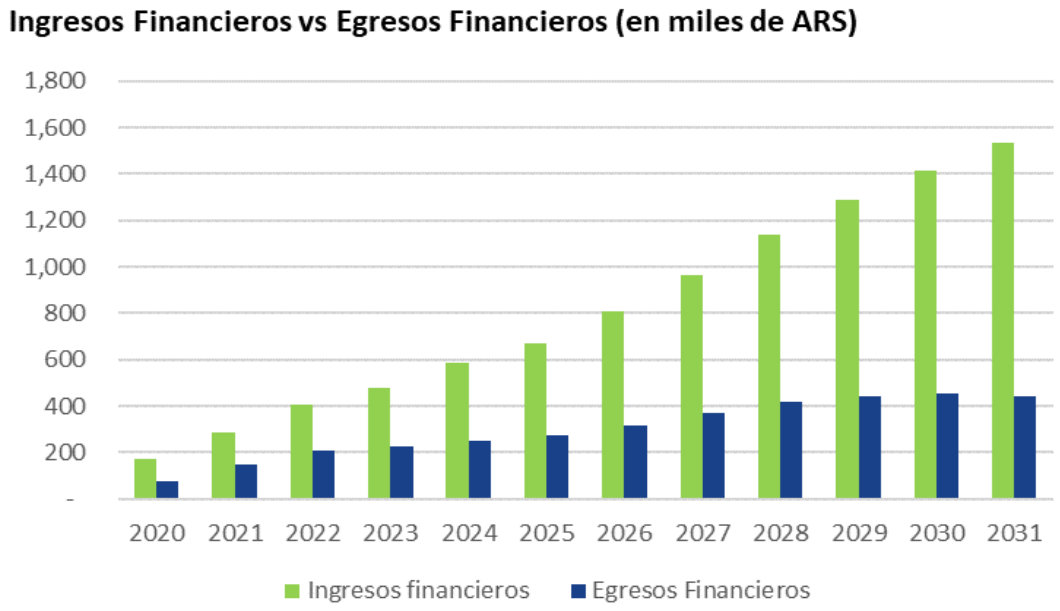
El siguiente gráfico presenta la evolución de los gastos financieros en el Período Proyectado:



Fuente: elaboración propia en base a las estimaciones realizadas

Como puede observarse, estimamos el crecimiento en los gastos financieros, por debajo del aumento estimado para los intereses ganados. En este sentido, el *ratio* de egresos financieros en relación a los ingresos, disminuye de un 45% para el FY20 a un 28 estimado en el FY31. Se espera obtener estas proporciones considerando los niveles históricos de créditos a clientes respecto de depósitos y como % de PBI.

El sector financiero argentino se encuentra subdesarrollado. La penetración del crédito en todo el país, medida por el *ratio* de crédito al sector privado que no integran el sector financiero sobre el PBI, se ubicó en un 10% a finales de 2020, siendo de los más bajos del mundo. En este sentido, las posibilidades de crecimiento son significativas, pudiendo captar nuevos clientes a través de productos innovadores y tecnológicos. Consecuentemente, es esperable que el *ratio* de egresos financieros en relación a los ingresos baje de forma gradual. A continuación, exponemos un gráfico para mejor referencia, sobre la evolución de los ingresos y egresos financieros proyectados:



Fuente: elaboración propia en base a las estimaciones realizadas

4.1.3 Gastos Operativos

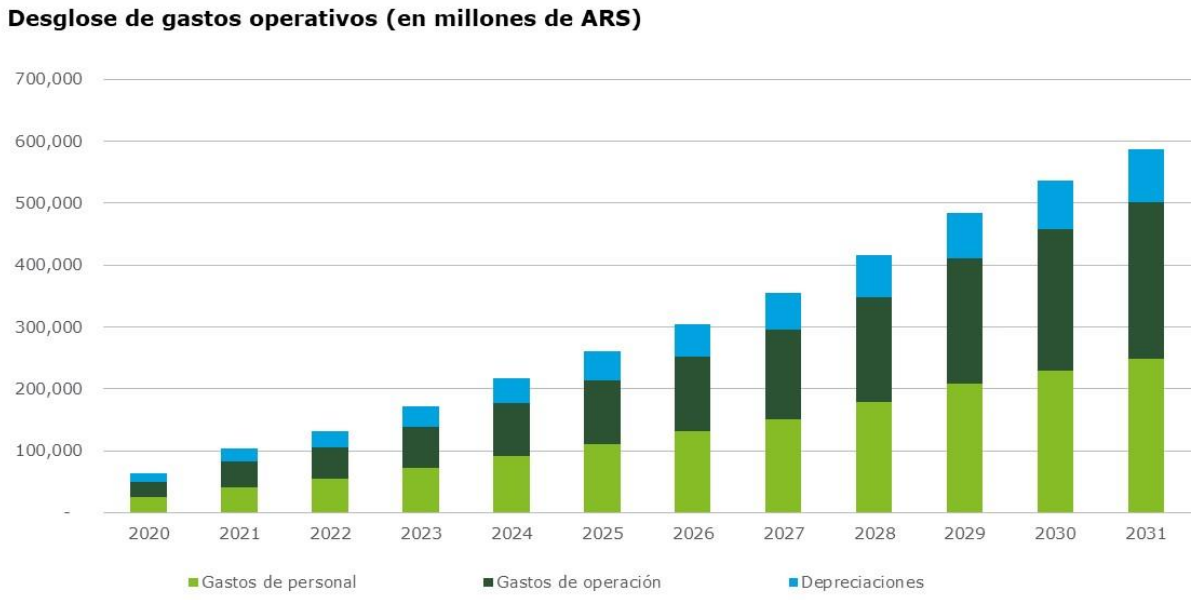
Los gastos operativos están compuestos por las siguientes categorías: Gastos de Personal, Gastos de Operación y Depreciaciones.

- Gastos de Personal: corresponde a todas aquellas retribuciones que realiza la compañía a los trabajadores que tiene a su cargo, como contraprestación por el trabajo efectuado por ellos.
- Gastos de Operación: constituyen todos aquellos gastos que permiten a la compañía ofrecer los productos y servicios financieros, que son su actividad principal.

Los gastos de personal y operación fueron estimados de acuerdo a la estructura estimada para el futuro, considerando las tendencias de la industria. Como medida relativa, el porcentaje de gasto sobre el total del activo disminuye gradualmente en términos relativos, en línea con los lineamientos estratégicos de la industria donde se espera poder adoptar un modelo más eficiente donde prime más la digitalización.

En lo que respecta a las depreciaciones, estas se sitúan alrededor del 7% para todo el período proyectado expresadas en relación a los ingresos financieros, en línea con lo histórico. Adicionalmente se estima un nivel de inversión en Activos intangibles (principalmente desarrollos de software) creciente para poder afrontar los lineamientos estratégicos mencionados previamente.

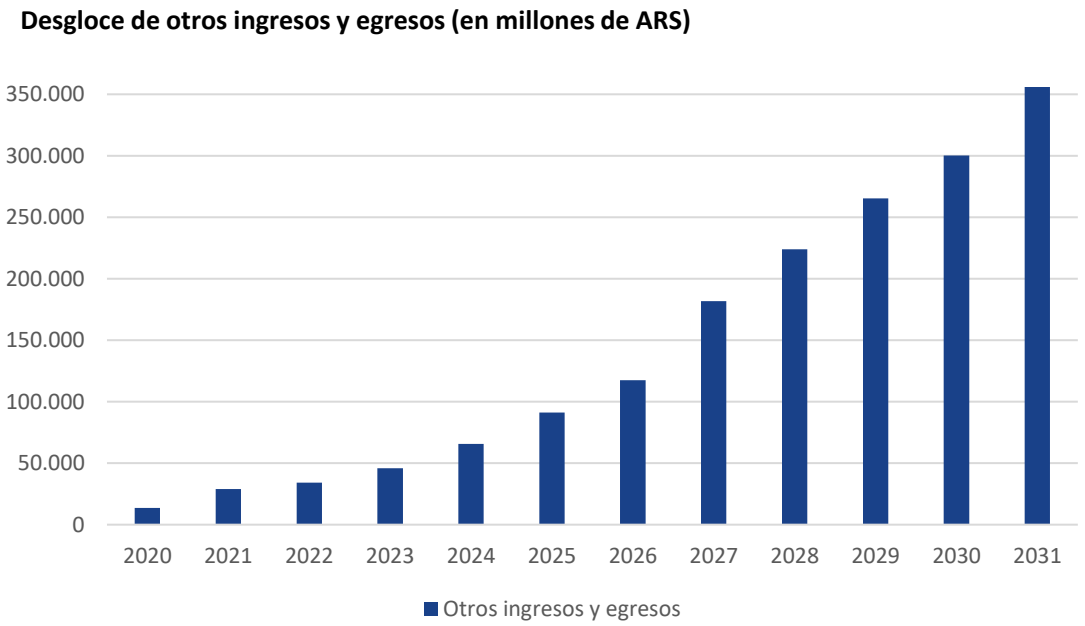
Los siguientes gráficos muestran la evolución de los gastos operativos y su desglose, en función de lo que hemos comentado anteriormente:



Fuente: elaboración propia en base a las estimaciones realizadas

4.1.4 Ingresos y gastos por comisiones, ROF y otros

Además del margen de contribución del negocio, entre los conceptos que conforman la utilidad se encuentran: comisiones, resultados de operaciones financieras (ROF), pérdida monetaria y otros ingresos y gastos. En este sentido se han proyectado las comisiones principalmente en función del índice de inflación estimado para el período proyectado. En el caso del ROF, este incluye el resultado de las operaciones financieras, el trading de la mesa de dinero y la posición por la tenencia de moneda extranjera. En relación a este último, es importante destacar que no puede superar el 5% de la responsabilidad patrimonial computable por disposición del Banco Central. A continuación, incluimos un gráfico que resume la evolución de estos conceptos en su conjunto:



Fuente: elaboración propia en base a las estimaciones realizadas

4.1.5 Impuesto a las Ganancias

El Congreso argentino aprobó la sanción de la ley 27.630, que modificó la tasa del impuesto a las ganancias aplicable para todas las empresas cuyos años fiscales comenzaron a partir del 1 de enero de 2021. Con motivo de esta nueva legislación, la alícuota del impuesto a la renta pasó de 30% a 35%.

Hemos estimado una alícuota efectiva para la determinación del impuesto a las ganancias proyectado en línea con la historia. Por consiguiente, para el 2021 se consideró una tasa efectiva del 65%, con una reducción gradual hacia el 2025, año en el cual se estima una tasa efectiva normalizada de 47%,

4.1.6 Dividendos proyectados

La distribución de dividendos fue proyectada en función del resultado del ejercicio, los requisitos de capitales mínimos y los requisitos de liquidez. Las proyecciones de capitales mínimos y requisitos de liquidez fueron realizadas considerando las exigencias estipuladas por el Banco Central de la República Argentina. El *payout ratio* se estimó en el 50% del resultado del ejercicio.Por consiguiente, para obtener el flujo de fondos libre bajo el método de dividendos descontados, hemos multiplicado el resultado operativo luego de impuestos por el *payout* objetivo.

4.2 Cálculo de Valor

Los flujos de dividendos proyectados nominales en pesos fueron convertidos a moneda dólar estadounidense utilizando proyecciones de tipo de cambio y descontados a una tasa nominal de costo de capital del accionista de 18.5% y 19.5%. El cálculo de la Tasa de Descuento se observa en el Anexo IV.

El valor terminal representa el valor de la UNB luego del horizonte de proyección explícitamente proyectado. Este valor terminal es estimado, luego descontado a valor presente y sumado al valor actual de los dividendos explícitamente calculados.

En nuestro análisis, utilizamos el modelo "*Gordon Growth*" para la estimación del valor terminal, en donde el resultado del último año proyectado es llevado a perpetuidad a través de supuestos relativos al crecimiento de los mismos, al retorno sobre el capital invertido en el largo plazo, a la tasa de crecimiento en el largo plazo y una tasa de reparto de dividendos sustentable en función de las variables anteriores.

Los siguientes supuestos fueron utilizados para el cálculo del valor terminal:

- Resultado del Ejercicio normalizado (US$): El resultado normalizado utilizado corresponde al resultante del año 2031 (US$ 528 millones).
- Tasa de Crecimiento (g). Se utilizó una tasa de crecimiento nominal a perpetuidad de 4,55% en línea con la inflación esperada en USD y el PBI real, ambos de largo plazo.
- Rango de Tasas de Descuento: Se consideró una tasa del 19%, como el punto medio entre un rango de 18,5% y 19,5%.
- ROE: El Rendimiento del Capital estimado a perpetuidad es 19%, de acuerdo al ROE normalizado del período explícitamente proyectado.
- *Payout Ratio*: La tasa de reparto de dividendos estimada en el largo plazo es 76%. La misma se calcula en función de la tasa de crecimiento estimada de 4,55% y el ROE normalizado de 19%

En consecuencia, arribamos a un valor presente del valor terminal es US$ 428 millones.

A continuación, se exhibe la conclusión de valor arribada mediante la metodología de Flujo de Dividendos Descontados:

(Cifras en ARS)	Precio por acción Min	Precio por acción Max
Valor de la unidad de negocio bancaria - DDM	*22,1*	*24,3*
Valor de la participación de Santander en Prisma (9,0757%)	*1,7*	*1,7*
Valor de la participación de Santander en Gire (58,33%)	*0,9*	*0,9*
Valor de la participación de Santander en Play Digital S.A. (15,595%)	*0,1*	*0,1*
Valor de la compañía según flujos de fondos descontados	**24,7**	**27,0**

5. Enfoque de Mercado

5.1 Metodología de Compañías Comparables

En la presente metodología, se procede a estimar múltiplos basados en datos operativos provenientes de entidades comparables con cotización pública. Estos múltiplos de entidades comparables se constituyen en indicadores de cuánto pagaría un inversor del mercado por una entidad de similares características.

Los múltiplos son entonces aplicados a los datos operativos o contables de la entidad objetivo de valuación para arribar a una indicación de valor. Primeramente, se evalúan la aplicabilidad de los múltiplos obtenidos y la necesidad de realizar ajustes a los mismos.

En la aplicación de la presente metodología, se procedió a analizar bancos que cotizan públicamente en la bolsa de Valores de Argentina. Las compañías financieras de otros países no fueron consideradas en el análisis, debido a que entendemos que las mismas se encuentran en un contexto de riesgo sensiblemente menor al que enfrenta la Entidad en la actualidad.

En el presente análisis de valor, se han relevado y aplicado el múltiplo *Price to Book Value* ("PBV"), generalmente utilizado en la valuación de entidades financieras.

5.1.1 Múltiplo "Price to Book Value"

El múltiplo *Price to Book Value* para una entidad financiera se calcula mediante el cociente entre la capitalización de mercado y el valor contable de su patrimonio.

$$\textbf{PBV} = \textbf{Capitalización de Mercado / Valor contable Patrimonio}$$

5.1.2 Análisis de múltiplo PBV en Compañías Comparables

Los bancos argentinos considerados para el análisis fueron BBVA Banco Francés, Banco Macro, Grupo Financiero Galicia y Grupo Supervielle. En la siguiente tabla se presentan las principales variables de los bancos mencionados, así como su PBV relevado a la Fecha de Valuación:

Compañía Comparable	ROE	PBV 2Q21
Banco Macro	25%	1,1 x
Grupo Financiero Galicia	22%	1,1 x
Banco Francés	14%	1,2 x
Grupo Supervielle	12%	0,9 x

*ROE = Resultado del Ejercicio sobre Patrimonio promedio del período.
Fuente: Capital IQ.

El múltiplo PBV promedio relevado para el BBVA Banco Francés, Banco Macro, Grupo Financiero Galicia y Grupo Supervielle, es de 1,07x, considerando su representatividad, el mismo ha sido considerado como el múltiplo seleccionado para la estimación del Valor de Mercado.

5.2 Cálculo de Valor

Teniendo en cuenta que la metodología del Enfoque de Mercado captura múltiplos basados en datos operativos provenientes de compañías comparables con cotización pública, es decir en cuanto los inversores de mercado están dispuestos a pagar por una acción similar a la de la Compañía. Entendemos que la presente metodología debe tener una ponderación relevante en nuestro análisis.

A continuación, se exhiben los resultados obtenidos mediante la metodología de Múltiplos de Compañías Comparables:

Cifras en ARS	
Valor contable Patrimonio Neto de UNB (en miles)	149.982.275
Múltiplo PBV seleccionado	1,07 x
Valor de la unidad de negocio bancaria (en miles)	160.057.789
Cantidad de acciones en circulación (en miles)	4.397.500
Valor por acción	**36,40**

6. Conclusión de Valor

Resumen de Valores

Considerando las características y la naturaleza del negocio de Santander, y la más razonable aplicación de las metodologías de valuación previstas en la Normativa Aplicable, hemos definido la siguiente ponderación de las metodologías analizadas a fin de estimar el Valor de Mercado de la acción de Santander:

Método de Valuación	Ponderación
El valor de la Compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables.	70%
Valor promedio del precio de la acción ordinaria y preferida de los últimos 6 meses	10%
Valor patrimonial contable de las acciones	20%
Total	**100%**

Teniendo en consideración lo anteriormente mencionado, en conjunto con los valores estimados mediante las respectivas metodologías de valuación, concluimos que el Valor de Mercado de una (1) acción del Banco Santander Río S.A. se expone a continuación, asumiendo a su vez que ese valor es aplicable a las tres clases de acciones de la Compañía:

Método de Valuación	Ponderación	Precio por acción Min	Precio por acción Max	Conclusión de valor
El valor de la compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables.	70%	30,57	31,68	
Valor promedio del precio de la acción ordinaria y preferida de los últimos 6 meses	10%	20,03	20,26	
Valor patrimonial o valor libros de las acciones	20%	34,11		
Precio por acción ordinaria y preferida (*)	**100%**	**30,23**	**31,02**	**30,63**

*El rango inferior responde al promedio de la acción ordinaria, mientras que el rango superior representa al promedio de la acción preferida

En consecuencia, a la Fecha de Valuación, el Valor de Mercado de las acciones de Banco Santander Río S.A. se encuentra entre en **$ 30,23 y $ 31,02** pesos argentinos, siendo el valor de **$30,63** el punto medio del precio estimado.

Anexo I – Flujo de Dividendos Descontados

		Año Fiscal finalizado el 31 de Diciembre										
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
	Resultado Operativo Después de Impuestos	**13,259**	**27,569**	**41,014**	**60,755**	**81,670**	**109,275**	**184,741**	**225,916**	**265,137**	**303,704**	**342,073**
Por:	Dividend Payout Ratio	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Igual:	**Dividendos a Distribuir**	**6,629**	**13,785**	**20,507**	**30,377**	**40,835**	**54,637**	**92,371**	**112,958**	**132,569**	**151,852**	**171,037**
	Dividendos Otros Ejercicios	**1,928**	**1,928**									
Por:	Tipo de Cambio	130.9	175.0	219.6	266.1	319.3	380.2	444.3	509.5	573.0	631.9	677.8
Igual:	**Flujo de Fondos Libre *US$***	**65**	**90**	**93**	**114**	**128**	**144**	**208**	**222**	**231**	**240**	**252**
	Fecha de cobro	31/05/2022	31/05/2023	31/05/2024	31/05/2025	31/05/2026	31/05/2027	31/05/2028	31/05/2029	31/05/2030	31/05/2031	31/05/2032
	Período de Descuento	0.74	1.74	2.75	3.75	4.75	5.75	6.75	7.75	8.75	9.75	10.75
Por:	Factor de Descuento @ 19%	0.88	0.74	0.62	0.52	0.44	0.37	0.31	0.26	0.22	0.18	0.15
Igual:	**Dividendos Descontados**	**57**	**66**	**58**	**60**	**56**	**53**	**64**	**58**	**51**	**44**	**39**
	Total Flujos de Fondos Descontados	**605**										
Igual:	**Total Dividendos Descontados**	**605**										
	Resultado del Ejercicio estabilizado	**528**	a									
	Ke	19.0%	b									
	ROE	19.0%	c									
	Tasa de Crecimiento "g"	4.55%	d									
	Payout Ratio	76%	e = 1 - c / d									
Más:	**Valor Perpetuidad**	**428**	= a * (1 + c) * e / (b - c)									
Igual:	**Valor del 100% del Patrimonio antes de Ajustes**	**1,034**										
	Valor del 100% del Patrimonio de Banco Santander Río S.A. Individual (redondeado)	**$1,050.00**										

*Cifras expresadas en millones de pesos argentinos y posteriormente convertidas a dólares americanos.

Anexo II – Múltiplos Compañías Comparables

Al 2 de septiembre de 2021

Ticker	Compañías Comparables	País	ROE	PBV 2Q21
BBAR	Banco BBVA Argentina S.A.	Argentina	14%	1,1 x
BMA	Banco Macro S.A.	Argentina	25%	1,1 x
GGAL	Grupo Financiero Galicia S.A.	Argentina	22%	1,2 x
SUPV	Grupo Supervielle S.A.	Argentina	12%	0,9 x

(*) Fuente: Capital IQ

Rango Inferior		Price / Book Value		Rango Superior
3er Cuartil		Promedio		1er Cuartil
0,9 x	<	1,07 x	<	1,2 x

Anexo III – Tasa de Descuento

Al 2 de septiembre de 2021

Costo de Capital	Ke	Fuente
Tasa libre de riesgo - 20 años	1,85%	Tesoro de los Estados Unidos
Prima por Riesgo País	9,75%	Índice EMBI+ - J.P Morgan (promedio 10 años)
BETA Apalancado	1,21	Capital IQ – Industria Financiera
Prima por riesgo de mercado	6,00%	Deloitte Research

Costo de Capital (Redondeado)	19%

*Se sensibilizó el costo de capital considerado un rango entre 18,5% y 19,5%.

Deloitte.

Deloitte se refiere a Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sociedad privada de responsabilidad limitada en el Reino Unido, a su red de firmas miembro y sus entidades relacionadas, cada una de ellas como una entidad legal única e independiente. Consulte www.deloitte.com para obtener más información sobre nuestra red global de firmas miembro.

Deloitte presta servicios profesionales de auditoría y assurance, consultoría, asesoría financiera, asesoría en riesgos, impuestos y servicios legales, relacionados con nuestros clientes públicos y privados de diversas industrias. Con una red global de firmas miembro en más de 150 países, Deloitte brinda capacidades de clase mundial y servicio de alta calidad a sus clientes, aportando la experiencia necesaria para hacer frente a los retos más complejos de los negocios. Los más de 312,000 profesionales de Deloitte están comprometidos a lograr impactos significativos.

Tal y como se usa en este documento, “Deloitte” significa Deloitte & Co. S.A., Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sus firmas miembros y afiliadas, y todos sus socios, gerentes, miembros, dueños, directores, staff y aganetes, las cuales tienen el derecho legal exclusivo de involucrarse en, y limitan sus negocios a, la prestación de servicios de auditoría, consultoría fiscal, asesoría legal, en riesgos y financiera respectivamente, así como otros servicios profesionales en Argentina, bajo el nombre de “Deloitte”.

Esta comunicación contiene información general solamente, y ninguno de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, sus firmas miembro, o sus entidades relacionadas (colectivamente, la "red Deloitte") está, mediante esta comunicación, prestando asesoramiento o servicios profesionales. Antes de tomar una decisión o tomar cualquier medida que pueda afectar sus finanzas o su negocio, debe consultar a un asesor profesional calificado. Ninguna entidad en la red de Deloitte será responsable de ninguna pérdida sufrida por persona alguna que confíe en esta comunicación.

© 2021 Deloitte & Co. S.A.