Informe Security: ENERSIS-CH

Paulina Barahona N. (pabarahona@security.cl)

Octubre 2016

RECOMENDACIÓN ENERSIS-CH: SOBREPONDERAR

Precio Objetivo 12-18 meses: $88

Precio de Mercado: $67,8

MÚLTIPLOS ESTIMADOS DE ENERSIS-CH

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	13,3	12,0	12,9	12,3
Bolsa/Libro	0,7	0,7	0,7	0,7
FV/EBITDA*	7,1	6,3	6,5	6,2

* FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja

VALORIZACIÓN ENERSIS-CH (Millones de Pesos)

Valor Económico Suma de Partes	4.741.315
Caja individual	76.346
IER individual	0
Valor Deuda Individual Enersis	0
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	-13.420
Valor Económico del Patrimonio	**4.804.240**
Descuento por Holding (10%)	-480.424
Número de Acciones*	49.093
Dividend Yield	4,6%
Precio de Mercado**	67,8
Precio Objetivo 12-18 meses**	**88**

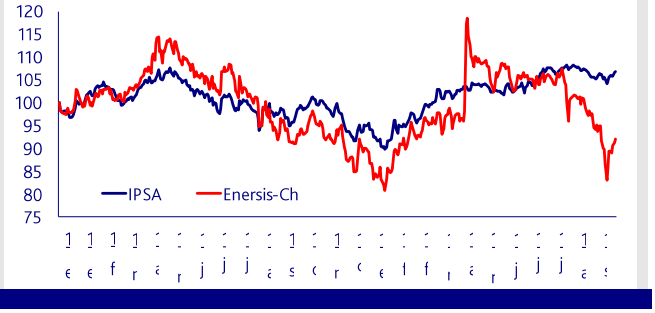
* En millones de acciones

** Valor acción en pesos

EERR EFECTIVO Y PROYECTADO (Cifras en Millones de Pesos)

	2014	2015	2016 E	2017 E
Ingreso por Ventas	2.047.507	2.397.407	2.745.890	2.696.574
Costo de Ventas	-1.309.402	-1.481.986	-1.740.468	-1.715.196
Depreciación y Amort.	-141.623	-150.147	-157.274	-159.941
Gastos de Adm. y Ventas	-215.157	-241.400	-221.159	-217.365
Resultado Operacional	381.324	523.874	626.989	604.072
EBITDA	**522.947**	**674.021**	**784.263**	**764.012**
Utilidad Neta	177.554	238.941	278.421	258.835

EVOLUCIÓN ENERSIS-CH V/S IPSA



Hemos actualizado nuestra cobertura de Enersis-Ch, estimando un precio objetivo de $88 en un horizonte de 12-18 meses, y una recomendación de Sobreponderar.

Por el lado de generación eléctrica, su filial Endesa-Ch enfrentaría menores expectativas de precios en sus contratos en los próximos años, alineándose a la nueva configuración que tendría la matriz a nivel nacional. Al respecto, esperamos que las ERNC efectivamente tomen un mayor protagonismo y que el gas natural sea el combustible que marque la tendencia del costo marginal, lo que implicaría una reducción en los márgenes de la compañía. No obstante, Endesa-Ch ya cerró parte importante de sus vencimientos para los siguientes períodos (a diferencia de otras generadoras locales) y tendría un mayor soporte debido a que un 55% de su capacidad es hídrica, lo que le permite tener uno de los mejores márgenes operacionales del sector.

En cuanto a distribución, destaca la fijación tarifaria en curso y la posible nueva normativa que se discutirá a partir de este año. Si bien, Chilectra-Ch suele mostrar resultados estables, pérdidas de energía acotadas y buenos niveles de eficiencia, una nueva regulación apuntaría a aminorar sus niveles de rentabilidad.

En ambos negocios vemos un aumento en el nivel de incertidumbre, con una mayor vulnerabilidad en los resultados de las empresas de la industria, pero en ese sentido las filiales de Enersis-Ch estarían bien posicionadas para enfrentar posibles cambios estructurales. Por otra parte, ante bajos requerimientos de inversión, vemos espacio para una mejora en su *ratio* de pago de dividendos.

Respecto a los principales riesgos que podría enfrentar el *holding* destaca un deterioro mayor en las expectativas hidrológicas en nuestro país, un retraso en el proyecto Los Cóndores, condiciones de precio y de costo de la energía que difieran de nuestro escenario base y cambios regulatorios no incluidos en el modelo.

VALORIZACIÓN ENERSIS-CH

La valorización económica de ENERSIS-CH se basa en un modelo de suma de partes, en función de flujos de caja descontados para cada uno de sus activos. Estimamos un precio objetivo de $ 88 por acción en un horizonte de 12-18 meses, lo cual es consistente con una recomendación de Sobreponderar.

Si bien, lo anterior representa un alto retorno implícito producto de la fuerte caída de precios de la acción en el último período, queremos recalcar que también está inserto en un escenario de bastante más incertidumbre, tanto en generación como en distribución eléctrica. Teniendo en cuenta un calendario de licitaciones relevantes para 2016-2018 y una amplia discusión en la regulación referente a distribución de energía (una futura Ley Corta), aún se deben definir variables importantes para el sector, que pueden diferir de nuestro escenario base.

Cuadro 1: ESTADO DE RESULTADOS EFECTIVO Y PROYECTADO
(Cifras en Millones de Pesos)

	2014	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Ingreso por Ventas	**2.047.507**	**2.397.407**	**2.745.890**	**2.696.574**	**2.742.957**
Crecimiento (%)		17,1%	14,5%	-1,8%	1,7%
Costo de Ventas	-1.309.402	-1.481.986	-1.740.468	-1.715.196	-1.709.247
Depreciación y Amort.	-141.623	-150.147	-157.274	-159.941	-161.011
Gastos de Adm. y Ventas	-215.157	-241.400	-221.159	-217.365	-220.804
Resultado Operacional	**381.324**	**523.874**	**626.989**	**604.072**	**651.895**
Margen Operacional	18,6%	21,9%	22,8%	22,4%	23,8%
Crecimiento (%)		37,4%	19,7%	-3,7%	7,9%
EBITDA	**522.947**	**674.021**	**784.263**	**764.012**	**812.907**
Margen Ebitda	25,5%	28,1%	28,6%	28,3%	29,6%
Crecimiento (%)		28,9%	16,4%	-2,6%	6,4%
Utilidad Neta	**177.554**	**238.941**	**278.421**	**258.835**	**270.955**

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

Cuadro 2: VALORIZACIÓN POR SUMA DE PARTES

Activo	Part. Empresa	Valor para Enersis-Ch MM$
Gx Chile	60,0%	3.166.148
Dx Chile	99,1%	1.575.166
		4.741.315

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

Cuadro 3: VALORIZACIÓN DE LA COMPAÑÍA
(Cifras en Millones de Pesos)

Valor Económico Suma de Partes	4.741.315
Caja individual	76.346
IER individual	0
Valor Deuda Individual Enersis	0
Ajuste Deuda por Tipo de Cambio	-13.420
Valor Económico del Patrimonio	**4.804.240**
Descuento por Holding (10%)	-480.424
Número de Acciones*	49.093
Dividend Yield	4,6%
Precio de Mercado**	67,8
Precio Objetivo 12-18 meses**	**88**

* En millones de acciones

** Valor acción en pesos

Fuente: Estudios Security.

Cuadro 4: MÚLTIPLOS EFECTIVOS Y PROYECTADOS

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Precio/Utilidad	13,3	12,0	12,9	12,3
Bolsa/Libro	0,7	0,7	0,7	0,7
FV/EBITDA*	7,1	6,3	6,5	6,2

* FV = Pat Bursátil + Interés Minoritario + Deuda Financiera - Caja

Fuente: Reportes de la empresa y Estudios Security.

Cuadro 5: SENSIBILIDAD DEL PRECIO OBJETIVO ($)
FRENTE A VARIACIONES EN LA TASA DE DESCUENTO Y CRECIMIENTO A PERPETUIDAD

Tasa de Crecimiento Nominal a Perpetuidad*	Tasa de descuento relevante*				
	8,8%	9,0%	9,1%	9,3%	9,5%
1,7%	86	80	74	69	65
2,7%	95	87	80	74	69
3,7%	108	97	88	80	74
4,7%	131	113	99	89	81
5,7%	182	144	120	104	92

* Datos a sensibilizar en Enersis-Ch provienen de ponderación entre Endesa-Ch y Chilectra-Ch

Fuente: Estudios Security.

PRINCIPALES SUPUESTOS INCLUIDOS EN LA VALORIZACIÓN

Reestructuración Societaria de Enel

En abril de 2015, el grupo Enel (controlador de Enersis) propuso un proceso de reestructuración societaria que incluía la separación de activos entre Chile y el resto de Latinoamérica, para luego fusionar estos últimos con el fin de simplificar la estructura societaria del *holding* (gráficos 1 y 2).

Gráfico 1: Estructura Previa a la Propuesta

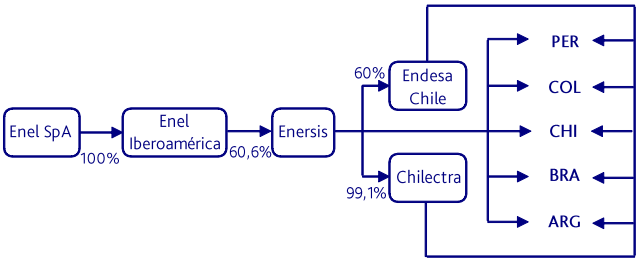
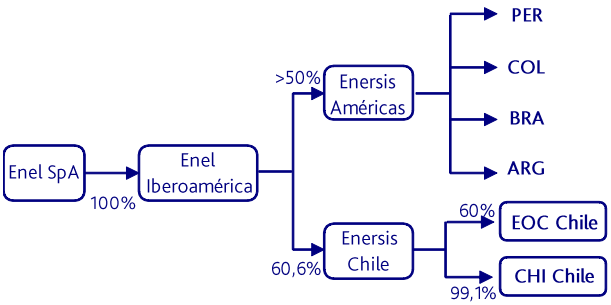


Gráfico 2: Estructura Objetivo



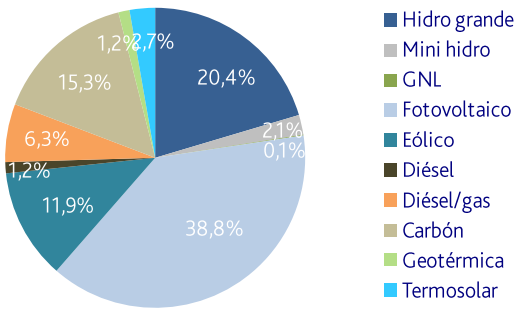
Fuente: Presentación empresa y Estudios Security.

La separación de activos entre Chile y Américas se hizo efectiva en abril de este año. Consecuencia de ello nacieron Endesa-Ch (a cargo del negocio de generación eléctrica en nuestro país), Chilectra-Ch (el vehículo de distribución a nivel nacional) y Enersis-Ch, que agrupa a las dos primeras. Para el caso de los activos denominados "Chile", Enel no ha mencionado la opción de fusión como ocurre con "Américas", por lo que el mercado continuaría aplicando un descuento por *holding* a Enersis-Ch, que en nuestro modelo asciende a 10%. A inicios de octubre, las juntas de accionistas aprobaron el cambio de nombre de estas empresas a Enel Chile (Enersis-Ch), Enel Generación Chile (Endesa-Ch) y Enel Distribución Chile (Chilectra-Ch).

Nuevo Escenario para la Generación Eléctrica Local

La última licitación de energía de distribuidoras provocó un cambio radical para el sector eléctrico nacional. Por un lado, despertó la atención respecto al mayor protagonismo que están tomando las energías renovables no convencionales (ERNC), no sólo por representar el 52,4% de lo adjudicado en la licitación, sino además por concentrar parte importante de los proyectos de expansión en la industria por los siguientes 5 años, que según un informe elaborado por la CNE ascienden al 53% del total (de 4.006 MW sumando SIC y SING).

Gráfico 3: Centrales en Construcción 2016-2020 (Plan de Obras: 4.006 MW)



Fuente: Comisión Nacional de Energía (CNE) y Estudios Security.

Cuadro 5: Resumen Adjudicación por Bloque (Licitación 2015/01)

Tramo	Tecnología	GWh/año	% Total	US$/MWh
Bloque 1	Eólica	3.080	24,8%	40,4
Bloque 2-A	Eólica	680	5,5%	50,5
Bloque 2-B	Eólica	1.000	8,0%	41,9
Bloque 2-C	Eólica	520	4,2%	52,6
Bloque 3	Eólica	374	3,0%	46,5
	Eólica/Solar	858	6,9%	53,4
	Convencional	5.918	47,6%	50,7
Total		**12.430**	**100,0%**	**47,6**

Considerando el bajo o nulo costo de este tipo de centrales, la presión sobre el costo marginal se ha reducido de manera considerable en caso de una futura escasez hídrica, aliviando las perspectivas de largo plazo en este ítem. De hecho, esto ya se ha observado este año, donde el aporte hídrico en el SIC ha descendido a 35% (-10 p.p. anual) y el costo marginal ha mantenido un promedio anual de US$63/MWh YTD (29% inferior al promedio de todo el 2015). En este sentido, nuestra reciente actualización de Endesa-Ch incluyó una revisión de nuestro modelo de costos de largo plazo, incorporando el plan de obras más reciente de la CNE para 2016-2020, expectativas de una demanda expandiéndose de manera más suave (a la par con el crecimiento económico), precios de combustibles manteniéndose en niveles bajos y el inicio de operaciones de la interconexión SIC-SING en 2018. Con ello, la tecnología de combustión que marcaría el costo de operación a nivel nacional sería el gas natural licuado (GNL).

Estas menores perspectivas de costos y la mayor participación de ERNC serían las principales explicaciones a las menores estimaciones de precios de la energía que se han incorporado en el mercado. A nuestro juicio, el precio promedio de la última licitación, de US$47,6/MWh, no serviría como valor de referencia, ya que aún deja sin resolución temas como sustentabilidad del sistema (tomando en cuenta el bajo factor de carga de los proyectos de ERNC), alta especulación de precios (por ejemplo, apostando a un menor costo de desarrollo de cierta tecnología) y falta de incentivos a la construcción de centrales de respaldo. Por eso creemos que en futuras licitaciones se debieran abordar estas inquietudes e inevitablemente elevar las exigencias monetarias de los partícipes, donde volvería a tomar relevancia el GNL como central de soporte. Siendo así, en el modelo de Endesa-Ch incorporamos el supuesto de renegociación de contratos a niveles de precios en US$70-75/MWh en la medida que éstos vayan venciendo.

Estos cambios al modelo de Endesa-Ch (*ver informe Endesa-Ch de septiembre de 2016*) implicaron un nuevo precio objetivo de $640/acción, con recomendación de Sobreponderar y un riesgo sectorial que aumentó. Si bien, redujimos de manera relevante sus márgenes operacionales, creemos que la empresa estaría mejor posicionada en términos relativos para enfrentar este escenario de mayor incertidumbre.

Cambios en las Tarifas en Distribución Eléctrica

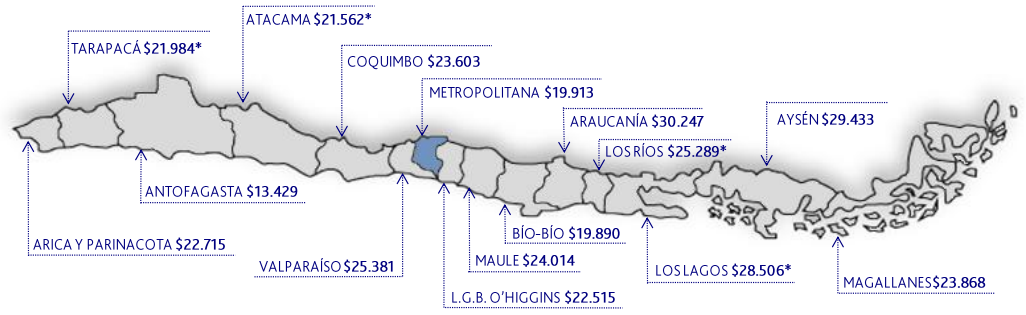
Las empresas de distribución en Chile operan bajo un régimen de concesión de servicio público, con la obligación de servicio a tarifas reguladas a clientes con un consumo igual o inferior a 500 kW, y para aquellos que se ubican en un rango entre 500-5.000 kW y optan por pertenecer al segmento regulado. Las condiciones de suministro son el resultado de procesos de licitación de energía (como el tratado en el punto anterior) a cargo de la CNE. Los procesos de fijación de tarifas son realizados cada 4 años con el fin de determinar un Valor Agregado de Distribución (VAD) a través de una empresa modelo para determinadas áreas geográficas. Tanto las empresas como la CNE encargan estudios a consultores independientes de modo que el resultado es una ponderación de ambas partes, verificando que la rentabilidad agregada de la industria (antes de impuestos) esté dentro del rango de 10% con un margen de $\pm$4%. La idea es ir transfiriendo las ganancias de eficiencias de las empresas a los clientes.

En noviembre de este año entraría en vigencia una nueva fijación de tarifas para el período 2016-2020. Chilectra fue catalogada dentro del área 1 al igual que en el proceso anterior, reflejando la mayor densidad de sus redes y, por lo tanto, menores costos que las otras empresas del sector. En la fijación del año 2012 se determinó una variación de -2,6% en las tarifas de la Región Metropolitana, área de concesión de Chilectra. Para el proceso en curso estimamos una baja en tarifas cercana a 5%.

En este aspecto, en agosto se inició un proceso de reforma a la distribución eléctrica nacional que se cree estaría lista como anteproyecto a fines de 2017 y cuyo objetivo apuntaría a aumentar la competencia en clientes de tamaño mediano. Incluía participación pública y privada, incluyendo académicos, expertos, consumidores, ONG y actores del mercado. La nueva regulación debiera incluir nuevas formas de medición y gestión de la energía, dando espacio a mejoras en la calidad y en los estándares de servicio, y que se haga cargo de la masificación de la generación distribuida o la movilidad eléctrica. La discusión también abordaría una reducción en la tasa de rentabilidad de 10% vigente en la actualidad.

Entre los cambios que ya se han hechos efectivos en el último tiempo destaca la Ley de Equidad Tarifaria publicada este año. En ella se estableció mecanismos para disminuir las diferencias en las cuentas de electricidad a lo largo del país, las que dependían altamente de la densidad poblacional de cada zona. Al respecto, se modificó el componente de distribución de las tarifas residenciales de modo que la diferencia promedio de las cuentas tipo y la cuenta tipo más alta no supere el 10%, lo que es financiado por los clientes con consumos mayores a 200 kWh/mes. Las comunas beneficiadas son aquéllas intensivas en generación eléctrica (relación entre generación y cantidad de habitantes), destacando Mejillones, Tocopilla, Huasco, Quillota, Puchuncaví y Coronel. Los clientes de Chilectra son los que más aportarán a la medida (alrededor de un 88%), pero seguirán teniendo uno de los precios más bajos a nivel nacional (Figura 1).

Figura 1: Mapa de Tarifas de Electricidad en Chile (sep-16)



REGIÓN	COMUNA	DISTRIBUIDORA
XIV	Arica	EMELARI
I	Iquique*	ELIQSA
II	Antofagasta	ELECDA
III	Copiapó*	EMELAT
IV	La Serena	CONAFE
V	Valparaíso	CHILQUINTA
RM	Santiago	CHILECTRA
VI	Rancagua	CGED
VII	Talca	CGED
VIII	Concepción	CGED
IX	Temuco	FRONTEL
XV	Valdivia*	SAESA
X	Puerto Montt*	SAESA
XI	Coihaique	EDELAYSÉN
XII	Punta Arenas	EDELMAG

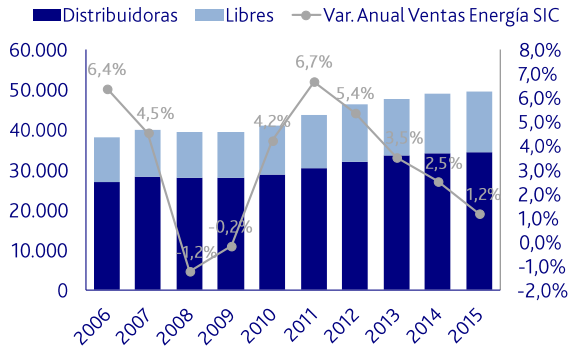
Fuente: Asociación Gremial de Empresas Eléctricas y Estudios Security
(*) Comunas que cuentan con reconocimiento de generación local (RGL) de acuerdo a lo establecido en la Ley de Equidad Tarifaria.

Finalmente, durante 2015 se aplicó de manera retroactiva una serie de ajustes tarifarios adicionales en lo que se denominó proceso de reliquidaciones, consecuencia de la postergación de diversos decretos emitidos por el Ministerio de Energía entre 2011 y 2015, que implicó un alza de 35% en las cuentas de luz. En el caso de Chilectra fueron aplicados de manera gradual a sus clientes.

Comportamiento de Demanda Eléctrica

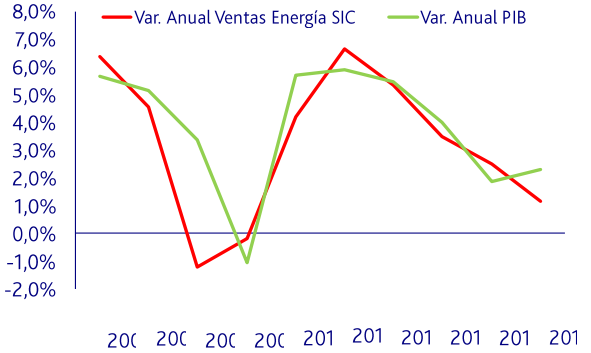
Debido a la baja que ha enfrentado la inversión privada y la caída en el precio del cobre desde su *peak* en 2011, factor que ha influido en una menor demanda de energía desde el sector minero, las ventas de energía (medidas a través del SIC) han mostrado un freno respecto al ritmo de expansión que presentaron en el período 2010-2013 (de 4,9% en promedio compuesto), al crecer a tasas de 2,5% en 2014 y 1,2% en 2015. Comparativamente, el PIB nacional anotó una variación promedio compuesta de 5,3% entre 2010 y 2013, bajando a 1,9% en 2014 y 2,3% en 2015 (Gráfico 4).

Gráfico 4: Ventas de Energía SIC



Fuente: CDEC-SIC y Estudios Security.

Gráfico 5: Variación del PIB y Demanda de Energía SIC



Fuente: CDEC-SIC, Bloomberg y Estudios Security

Una serie histórica sugiere una elasticidad cercana a 0,8x entre la demanda de energía y el crecimiento del país, salvo en casos de crisis económica (como la ocurrida en 2008-2009) y en el último ejercicio. Dado que esperamos una recuperación gradual de la economía (para alcanzar un 3,5% en el largo plazo) y pensando que los datos de la industria eléctrica debieran retornar a esta relación histórica, creemos que la demanda de energía se recuperaría a niveles de 2,8% anual en el largo plazo.

Plan de Inversiones Acotado

Uno de los grandes temas de discusión que ha dejado el plan de reestructuración propuesto por el Grupo Enel es la disparidad en las oportunidades de crecimiento que quedarían entre los activos de Chile y el resto de Latinoamérica.

Por el lado de la generación eléctrica, Endesa Chile se encuentra únicamente enfocada en la construcción de la central hidroeléctrica Los Cóndores (150 MW), la que estaría operativa en 2019, con una inversión cercana a los US$662 millones. Otras alternativas de expansión se encuentran sólo en estudio y, de hecho, recientemente la compañía renunció a los derechos de aguas asociados a cinco proyectos hidroeléctricos por no ser viables ni económica ni socialmente. La alternativa que estaría manejando la empresa es desarrollar en conjunto con Enel Green Power (filial de Enel) proyectos de ERNC, donde la propuesta que se maneja es que Endesa Chile sea propietaria del 40% de los futuros proyectos de esta sociedad. En este sentido, se especula que Endesa Chile se convertiría en un instrumento generador de caja y, por ende, con altos ratios de dividendos.

En tanto, en distribución eléctrica, Chilectra es una compañía con una política de dividendos de 30%. Ante la estabilidad en sus requerimientos de inversión (US$70 millones anuales en promedio en los últimos 5 años), no creemos que esta cifra cambie bajo el escenario actual.

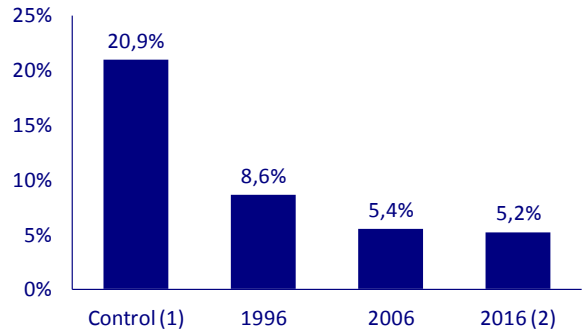
De esta forma, al menos que Endesa Chile se vea envuelta en un agresivo plan de crecimiento, creemos que Enersis Chile también podría cumplir el rol de un activo estable y de mayores tasas de dividendos.

Efectiva Reducción de Índice de Pérdidas

Una de las alternativas que posee una firma distribuidora para mejorar su rentabilidad es controlar de manera efectiva las pérdidas de energía. Enersis, como grupo, ha demostrado ser bastante exitoso en este aspecto, tanto en Chile como en los activos de Latinoamérica, lo que implicó favorables cambios en las últimas tres décadas en las compañías que manejaba.

En el caso de Chile, Enersis entra a la propiedad de Chilectra en el marco del proceso de privatización de diversas empresas de servicios básicos a finales de los 80's. En esa época, Chilectra alcanzaba pérdidas de energía superiores a 20%. Tras fuertes campañas de control de mermas, ya sea por fiscalización, aplicación de multas y, más recientemente, por cambios tecnológicos, la compañía alcanza actualmente niveles de pérdidas de 5,2%, entre los porcentajes más bajos a nivel mundial.

Gráfico 6: Pérdidas de Energía Chilectra-Ch



(1) Pérdidas al momento que Enersis tomó el control, (2) A jun-16.
Fuente: Presentación corporativa, Press Release y Estudios Security.

SUPUESTOS ADICIONALES DE VALORIZACIÓN

- La depreciación sobre activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.

- La caja y la deuda financiera se extraen de los últimos estados financieros presentados por la compañía (junio de 2016) y, en el caso de la deuda financiera se efectúa un ajuste por la porción de deuda de largo plazo expresada en dólares (52%), considerando las expectativas de evolución del peso chileno frente a esta moneda.

- En materia tributaria, se asumió que la tasa de impuestos alcanza paulatinamente un 27% en 2018, en línea con la Reforma Tributaria (24% en 2016, 25,5% en 2017 y 27% en 2018).

- En el largo plazo estimamos que la empresa invertiría un monto equivalente a la depreciación de sus activos fijos.

- En el negocio de distribución, el crecimiento en ventas físicas está indexado a un crecimiento en el PIB de Chile de 2,1% en 2016, 2,5% en 2017 y 3,5% en el largo plazo.

- A partir de 2030 se estimó que los flujos de caja crecerían a una tasa nominal anual de 4% en Endesa-Ch y 3% en Chilectra-Ch.

- El precio objetivo incorpora un descuento por holding de 10% con respecto al valor patrimonial de la suma de partes.

- Las variables empleadas para el cálculo de la tasa de costo de capital (WACC), tanto de Endesa-Ch como de Chilectra-Ch, se presentan en el Cuadro N°6.

Cuadro 6: VARIABLES PARA CÁLCULO DE COSTO DE CAPITAL EN PESOS

Datos WACC	
Tasa Libre de Riesgo	5,3%
Premio Riesgo Accionario	6,0%
Tasa Mercado	11,3%
Beta	0,85
Costo de la Deuda	5,4%
Costo del Patrimonio	10,4%

Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS SECURITY

César Guzmán B.	Gerente Macroeconomía	cguzman@security.cl	(562) 25844075
Jorge Cariola G.	Analista Senior Macroeconomía	jcariola@security.cl	(562) 25842392
Rosario Del Río D.	Analista Renta Fija Internacional	rodelrio@security.cl	(562) 25843017
Constanza Pérez S.	Subgerenta de Estudios Renta Variable	cperezs@security.cl	(562) 25844998
Juan José Ayestarán N.	Jefe de Estudios	jayestaran@security.cl	(562) 25842390
Paulina Barahona N.	Analista de Inversiones	pabarahona@security.cl	(562) 25842049
Sebastian Hartmann E.	Analista de Inversiones	shartmann@security.cl	(562) 25844985
Martín García-Huidobro	Analista de Inversiones	mgarciahuidobro@security.cl	(562) 25842391
Yessenia González del C.	Editora de Contenidos y Comunicaciones	yegonzalez@security.cl	(562) 25844572
Aldo Lema N.	Economista Asociado	alema@security.cl	(562) 25844540

INVERSIONES | security

Apoquindo 3150, Piso 7. Santiago de Chile Teléfono (562) 25844700 Fax (562) 25844807

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio Web

www.inversionessecurity.cl

twitter: Inv_Security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.