

Informe de Valorización: PILMAIQUÉN

Ronald Espinosa G. (rnespinoza@security.cl); Cristián Callejas R. (ccallejas@security.cl)

Mayo 2007

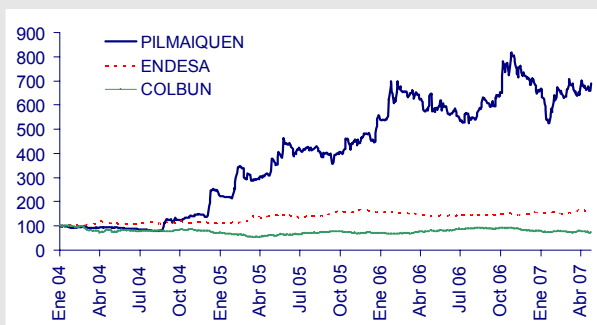
RECOMENDACIÓN: COMPRAR

Precio Objetivo a 12 Meses: \$3.030

Precio Actual de Mercado: \$ 1.600

Precio Objetivo Hoy: \$ 2.730

EXCEDENTE DE RETORNOS RESPECTO AL IPSA



Estudios Security ha iniciado la cobertura de PILMAIQUÉN con una valorización actual de \$ 2.730 por acción y una recomendación de comprar. Considerando un horizonte de largo plazo, esta valorización es consistente con un precio objetivo de \$ 3.030 por acción.

El negocio de PILMAIQUÉN se centra en su participación de 51% en Hidroeléctricas del Sur SA, la cual se encuentra desarrollando un proyecto de generación de energía a través de una central de pasada denominada Central Rucatayo, en el río Pilmaiquén en la provincia de Osorno, X Región. Esta central considera una potencia nominal de 59,5 MW y una generación promedio de 334,4 GWh al año. En la actualidad, la materialización de este proyecto se encuentra a la espera del permiso de concesión eléctrica y de construcción definitiva, lo cual involucra una inversión aproximada de US\$ 55 millones. Si realizamos el ejercicio de valorizar a la empresa sólo considerando esta central, representaría por sí sola un valor hoy de \$ 1.110 por acción.

Adicionalmente, PILMAIQUÉN posee planes para desarrollar otros tres proyectos futuros de centrales hidroeléctricas de pasada en la X Región: Avellano (23 MW), Lumaco (34,5 MW) y Maihue (48 MW), los cuales se encuentran en etapa de de estudio, solicitud de permisos y derechos de aprovechamiento de agua.

Nuestra valorización es consistente con un proyecto más que una empresa en marcha, y se fundamenta en la expectativa de que la compañía comenzará la construcción de la Central Hidroeléctrica Rucatayo a partir del segundo semestre de 2007, para iniciar su operación a partir del año 2010. En el caso de las otras tres centrales, se estima su posible construcción a partir de julio de 2008. El bajo costo de generación y alto factor de carga de las centrales a construir, y las favorables condiciones hídricas de la zona, garantizan una generación de Ebitda estable considerando el elevado precio spot de energía que se proyecta para el período 2007-2012.

Bajo este escenario, estimamos que PILMAIQUÉN presentaría en 2010 un ingreso por ventas cercano a \$ 24 mil millones y un Ebitda de \$ 17,6 mil millones. Para 2011 proyectamos un incremento de 65% tanto para las ventas como para el Ebitda.

Los principales riesgos a esta valorización se centran en los requerimientos en materia de regulación de medioambiente que la compañía deba cumplir para la construcción y puesta en marcha de las centrales, y el retraso en las solicitudes de derechos de aprovechamiento de caudal necesarios para su operación.

ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADOS

	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
Ingreso por Ventas	24.182	39.891	30.958	29.034
Costo de Ventas	-9.744	-13.920	-11.815	-11.466
Gastos de Adm. y Ventas	-484	-798	-619	-581
Resultado Operacional	13.955	25.174	18.524	16.987
EBITDA	17.653	29.121	22.600	21.195
Utilidad Neta	12.010	21.576	15.910	14.602

CIFRAS RELEVANTES

Rango de Precio en 52 Semanas	\$ 744 - \$ 1.600
Capitalización Bursátil (MM\$)	\$ 80.000
Presencia Bursátil	85,0%
Prom. Vol. Transado (52 semanas) MM\$	\$ 82,8

VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA

La valorización económica de la empresa se basa en un modelo de flujos de caja descontados. El resultado de este ejercicio sugiere hoy un precio en torno a \$ 2.730 por acción. En un horizonte de 12 meses, esta valorización es consistente con un precio objetivo de \$ 3.030 por acción.

Cuadro 1: ESTIMACIÓN ESTADOS DE RESULTADOS
(Cifras expresadas en millones de pesos de marzo de 2007)

	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
Ingreso por Ventas	24.182	39.891	30.958	29.034
Costo de Ventas	-9.744	-13.920	-11.815	-11.466
Gastos de Adm. y Ventas	-484	-798	-619	-581
Resultado Operacional	13.955	25.174	18.524	16.987
EBITDA	17.653	29.121	22.600	21.195
Utilidad Neta	12.010	21.576	15.910	14.602

Fuente: Estudios Security

El negocio de la compañía se centra en su participación de 51% en Hidroeléctricas del Sur SA¹, la cual se encuentra en proceso de desarrollo de un proyecto de generación de energía a través de una central de pasada denominada Central Rucatayo, ubicada en el río Pilmaiquén en la provincia de Osorno, X Región. Esta central considera una potencia nominal de 59,5 MW y una generación promedio de 334,4 GWh al año. En la actualidad, la materialización de este proyecto se encuentra a la espera del permiso de concesión eléctrica y de construcción definitiva, lo cual involucra una inversión aproximada de US\$ 55 millones.

La central Rucatayo contempla el aprovechamiento de 200 metros cúbicos por segundo del caudal del río PILMAIQUÉN, de los cuales se poseen derechos de aprovechamiento no consuntivos por 150 metros cúbicos por segundo², suficientes para el funcionamiento de la central. Además estarían aprobados derechos de ejercicio eventual y discontinuo por un caudal de 70 metros cúbicos³.

Obras del Proyecto Rucatayo⁴:

- Represa de 42,2 metros de altura, 108,6 metros de longitud de coronamiento, y un ancho de 10 metros, alcanzando la cota 150 metros sobre el nivel del mar (msnm) en su coronamiento.
- Túnel de desvío para un caudal de 260 metros cúbicos por segundo.
- Desagüe de fondo que permitirá mantener la cota de agua en 130 msnm con un caudal del río de 206 metros cúbicos por segundo.
- Evacuador de crecidas.
- Canal de aducción para alimentar la cámara de carga y el evacuador de crecidas, diseñado para un caudal de 411 metros cúbicos por segundo.
- Cámara de carga.
- Casa de máquinas, la cual dispondrá de un turbo generador de una potencia nominal de 59,5 MW.
- Obra de restitución para descarga de la central al río Pilmaiquén.

Adicionalmente, PILMAIQUÉN posee planes para desarrollar otros tres proyectos futuros de centrales hidroeléctricas de pasada en la X Región: Avellano (23 MW), Lumaco (34,5 MW) y Maihue (48 MW). Estos proyectos están actualmente en la fase de estudios

¹ El 49% restante correspondería a Citigroup en caso que esta última ejerza su opción.

² Derechos de Aprovechamiento Constituidos el 19 de Diciembre 1991. Centro de Información Recursos Hídricos DGA (CIRH).

³ Resolución Aprobatoria DGA N°40 del 5 de febrero de 2007. CIRH.

⁴ Resolución Aprobatoria DGA N°40 del 5 de febrero de 2007. CIRH.

de ingeniería y solicitud de derechos de aprovechamiento de aguas⁵, y totalizarían una inversión por US\$ 144 millones, lo que corresponde a una capacidad nominal instalada de 105,5 MW. Una vez aprobados estos estudios, se estima que su construcción podría iniciarse a partir del segundo semestre de 2008.

Los principales supuestos y consideraciones del modelo de valorización son los siguientes:

- **Derechos de Aprovechamiento de Aguas No Consumitivos⁶**: Uno de los aspectos más importantes en la implementación de un proyecto de generación hidroeléctrica es la obtención de los permisos para utilizar el caudal necesario para la operación de la central. Estudios Security estima que para la implementación de las centrales de pasada proyectadas por PILMAIQUÉN -y considerando el estándar de la industria- las necesidades de caudal para la generación hidroeléctrica deberían ascender aproximadamente a:
 - Un caudal entre 150 y 200 metros cúbicos por segundo en el caso de Rucatayo.
 - Un caudal entre 50 y 60 metros cúbicos por segundo para la central Avellano.
 - Un caudal de más de 120 metros cúbicos por segundo para Lumaco.
 - Un caudal en torno a 170 metros cúbicos por segundo para la central Maihue.
- **Construcción de Obras**: Se considera un plazo de 30 meses desde el inicio de la construcción de una central hasta su operación generadora. En este sentido el cronograma de proyectos de generación sería el siguiente :

Cuadro 2: CRONOGRAMA DE OBRAS CONTEMPLADAS EN ESCENARIO BASE

Central	Capacidad Nominal (MW)	Inversión (MMUS\$)	Inicio Obras	Inicio Operación
Rucatayo	59,5	55	2º Semestre 2007	Julio 2010
Avellano *	23,0	38	Julio 2008	Enero 2011
Lumaco *	34,5	47	Julio 2008	Enero 2011
Maihue *	48,0	56	Julio 2008	Enero 2011

* La materialización de estas centrales estaría condicionada a los resultados de los estudios de ingeniería y a la aprobación de obras.

- **Ventas de Energía en el SIC**: Se asume que la generación será vendida íntegramente al Sistema Interconectado Central (SIC). Considerando que las centrales son de pasada, su producción será de las primeras en ser despachada, por lo que el nivel de ventas dependerá principalmente de su capacidad de generación. Las ventas anuales dependerán del factor de carga⁷, el cual suponemos de 65%, en línea con los niveles observados en la central de pasada Pilmaiquén, que funciona actualmente en el mismo sector.
- **Precio de Venta de la Energía**: Se asume un precio spot promedio de US\$ 110 MW/h entre los años 2010-2012, que coincide con la proyección de precios spot definido por la Comisión Nacional de Energía. Para el período 2013-2016 se asume que el precio de la energía tendería hacia un nivel en torno a US\$ 65 MW/h, el cual sería consistente con el precio que marcaría la generación con tecnología de expansión en el SIC (carbón y GNL).

⁵ Para el requerimiento y aprobación de inicios de obra no procede exigir los derechos de aprovechamientos de aguas necesarios para su operación, pudiendo realizar ambos trámites simultáneamente.

⁶ Es aquel que permite emplear el agua sin consumirla y obliga a restituirla en la forma en que lo determina el acto de adquisición o constitución del derecho. La extracción o restitución de las aguas se hará siempre en forma que no perjudique los derechos de terceros constituidos sobre las mismas aguas en cuanto a su cantidad, calidad sustancia, oportunidad de uso y demás particularidades (Artículo 14 del Código de Aguas).

⁷ El factor de carga de una central de generación eléctrica corresponde a la energía total generada en un período de tiempo (en nuestro caso un año) como porcentaje de la energía total que generaría dicha central en el caso hipotético de que funcione a plena capacidad durante el período. Centrales de pasada tienden a tener un factor de carga alto, ya que funcionan la mayor parte del año. Centrales termoeléctricas con combustibles caros, que entran a funcionar solo en casos excepcionales, tienden a mostrar un factor de carga más bajo.

- **Ingresos por Venta de Derechos de Emisión:** Si bien se están negociando bonos de carbono para las centrales, no se considera ningún ingreso por este concepto dado el estado preliminar en que se encuentran las negociaciones, además de la dificultad de determinar su potencial precio.
- **Gastos de Capital:** Se estimaron los gastos de capital correspondientes a la inversión inicial para la puesta en marcha de las cuatro centrales, y posteriormente para el inicio de operaciones, se asumió un Capex de mantención equivalente al 80% de la depreciación.

Otros Supuestos Incorporados:

- La depreciación sobre activo fijo se estimó en 4%.
- La estructura de capital objetivo considerada fue 30% deuda y 70% patrimonio.
- La tasa libre de riesgo real se asumió en 3%.
- La tasa exigida a la deuda se asumió en 5% real.
- El beta del patrimonio estimado fue de 0,9.
- El premio por riesgo de mercado accionario se estimó en 5,5%.
- La tasa de retorno real exigida al patrimonio se estimó en 8%.
- La tasa de costo de capital real se estimó en 6,81%.
- En materia tributaria se asumió que la tasa de impuesto corporativo se mantendrá en 17% para Chile.

Con estos resultados, la valorización de la empresa se muestra a continuación:

Cuadro 3: VALORIZACIÓN
(Millones de pesos)

Caja	48
Inversión en Empresa Brasileña	23.138
Valor Presente de Flujos Futuros	113.473
Valor de Activos	136.659
Valor de Deuda Financiera	0
Interés Minoritario	0
Valor del Patrimonio	136.659
Número de Acciones*	50
Valor acción**	2.733
En millones de acciones *	
Valor acción en pesos**	

Cuadro 4: ESTIMACIÓN DE COSTO DE CAPITAL DE PILMAIQUÉN

Tasa Libre De Riesgo Real	3,0%
Premio Riesgo accionario	5,5%
Beta	0,9
Deuda Financiera Sobre Activos	30%
Patrimonio	70%
Costo de la Deuda	5,0%
Costo del Patrimonio	8,0%
WACC real	6,81%

Fuente: Estudios Security

Cuadro 5: SENSIBILIDAD DEL PRECIO DE LA ACCIÓN SOBRE TASA DE DESCUENTO Y TASA DE CRECIMIENTO

		Tasa de descuento relevante					
		5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	-2,0%	2.409	2.150	1.924	1.726	1.550	1.394
	-1,0%	2.774	2.455	2.181	1.944	1.737	1.554
	0,0%	3.271	2.861	2.517	2.224	1.973	1.756
	1,0%	3.989	3.429	2.974	2.598	2.282	2.014
	2,0%	5.118	4.282	3.636	3.122	2.704	2.359
	3,0%	7.149	5.703	4.675	3.907	3.314	2.842

Fuente: Estudios Security

Ejercicios de Valorización:

Si realizamos el ejercicio de valorizar económicamente los flujos de la empresa sólo considerando la implementación de la Central Rucatayo, el resultado de este ejercicio sugiere hoy un precio en torno a \$ 1.110 por acción.

Cuadro 6: PROYECCIONES SÓLO RUCATAYO
(Cifras expresadas en millones de pesos de marzo de 2007)

	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
Ingreso por Ventas	8.869	8.957	6.952	6.520
Costo de Ventas	-2.872	-2.928	-2.449	-2.364
Gastos de Adm. y Ventas	-177	-179	-139	-130
Resultado Operacional	5.819	5.850	4.363	4.025
EBITDA	6.474	6.539	5.075	4.759
Utilidad Neta	5.090	5.117	3.850	3.562

Fuente: Estudios Security

Cuadro 7: VALORIZACIÓN SÓLO RUCATAYO
(Millones de pesos)

Caja	48
Inversión en Empresa Brasileña	23.138
Valor Presente de Flujos Futuros	32.502
Valor de Activos	55.687
Valor de Deuda Financiera	0
Interés Minoritario	0
Valor del Patrimonio	55.687
Número de Acciones*	50
Valor acción**	1.114
En millones de acciones *	
Valor acción en pesos**	

Otro ejercicio interesante de valorización se puede recrear al comparar PILMAIQUÉN respecto a otras compañías eléctricas cuyos activos presentan características similares y que además transan en el mercado bursátil. Estimamos que la generadora más afín a estos propósitos sería PEHUENCHE, debido a que posee una matriz de generación 100% hídrica, se encuentra emplazada dentro del Sistema Interconectado Central y posee una alta exposición de ventas al mercado spot.

Supuestos del Ejercicio para Pehuenche:

Precio M° 24/05/2007	\$ 2.295
N° Acciones (MM)	613
Capitalización Bursátil (MM\$)	1.405.976
Capacidad Instalada MW	695
Capitalización Bursatil por MW Instalado (MM\$)	2.023

Considerando que la capitalización bursátil de PEHUENCHE asciende actualmente a \$ 1.405.976 millones y que su capacidad instalada totaliza 695 MW, se obtiene una aproximación para el precio de MW instalado de Pehuenche. En total este monto asciende a \$ 2.023 millones. Al utilizar esta cifra para obtener una aproximación del valor de los activos de PILMAIQUÉN, se pueden reconocer cuatro escenarios:

Escenario 1: Consideramos sólo la implementación de Rucatayo en la cual PILMAIQUÉN posee un 51% de la propiedad. En este ejercicio el valor de los activos de Rucatayo ascendería a \$ 61.388 millones (equivalente al producto del 51% de 59,5 MW y el monto de \$ 2.023 millones por MW), con una inversión de \$ 14.614 millones -lo cual sumado al valor de su propiedad en Energías do Brasil- sería consistente con una valorización de \$ 1.366 por acción.

Escenario 2: Consideramos sólo la implementación de Rucatayo en la cual PILMAIQUÉN posee un 100% de la propiedad. En este ejercicio el valor de los activos de Rucatayo ascendería a \$ 120.368 millones (equivalente al producto del 100% de 59,5 MW y el monto de \$ 2.023 millones por MW), con una inversión de \$ 28.655 millones -lo cual sumado al valor de su propiedad en Energías do Brasil- es consistente con una valorización de \$ 2.264 por acción.

Escenario 3: Consideramos la implementación de Rucatayo con 51% de propiedad de PILMAIQUÉN, y Maihue, Lumaco y Avellano con 100% de participación en la propiedad. En este ejercicio el valor de las centrales de PILMAIQUÉN ascendería a \$ 274.813 millones (equivalente al producto del 51% de 59,5 MW más el 100% de 105,5 MW y el monto de \$ 2.023 millones por MW), con una inversión de \$ 69.474 millones -lo cual sumado al valor de su propiedad en Energías do Brasil- es consistente con una valorización de \$ 4.537 por acción.

Escenario 4: Consideramos la implementación de Rucatayo, Maihue, Lumaco y Avellano con 100% de participación en la propiedad. En este ejercicio el valor de las centrales de PILMAIQUÉN ascendería a \$ 333.793 millones (equivalente al producto del 100% de 165 MW y el monto de \$ 2.023 millones por MW), con una inversión de \$ 83.515 millones -lo cual sumado al valor de su propiedad en Energías do Brasil- es consistente con una valorización de \$ 5.436 por acción.

CUADRO 8: EJERCICIO DE VALORIZACIÓN PILMAIQUÉN

	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3	Escenario 4
Valor Pilmaiquén	61.388	120.368	274.813	333.793
Inversión Necesaria	-14.614	-28.655	-69.474	-83.515
Eléctrica Energías Do Brasil	21.506	21.506	21.506	21.506
Valor Económico Patrimonio	68.279	113.219	226.845	271.784
Valor por Acción	\$ 1.366	\$ 2.264	\$ 4.537	\$ 5.436

Fuente: Estudios Security

FORTALEZAS

- **Proyectos de Inversión Cuentan con Demanda Prácticamente Garantizada:** Todos los proyectos de generación hidroeléctrica de PILMAIQUÉN contemplan la construcción de centrales de pasada en la X Región, con el objeto de abastecer al SIC. Las favorables condiciones hídricas de la zona, junto al bajo costo marginal de este tipo de generación garantiza que la producción de las plantas será absorbida por las demanda de energía del SIC - el cual suministra a cerca del 90% de la población del país- funcionando a plena capacidad.
- **Experiencia en el Sector Eléctrico:** La empresa fue propietaria de la Central Hidroeléctrica PILMAIQUÉN, la cual fue vendida en 1999 a la estadounidense Scudder Latin America Power.

RIESGOS

- **Incertidumbre en la Puesta en Marcha de las Inversiones:** La valorización de la empresa realizada en el presente estudio corresponde principalmente a la evaluación de proyectos de inversión cuya fecha de inicio todavía no se conoce con certeza. En este sentido el principal factor de riesgo es el plazo que tomen las tramitaciones de los permisos de construcción y derechos de aprovechamiento necesarios para las operaciones. Para estos últimos, se estima un retraso entre 2 y 3 años, no obstante dado los problemas que presenta el SIC para garantizar el suministro, estimamos que no existen razones para pensar que las centrales no sean aprobadas, considerando que tienen menor impacto ambiental que proyectos de generación en base a carbón, diésel y embalse.
- **Regulación Medioambiental:** La construcción de los proyectos de generación pueden dar pie a movimientos opositores, alegando su impacto negativo en el entorno natural.
- **Alto Nivel de Competencia en el Negocio de Generación:** En contraposición a otros segmentos como distribución y transmisión, la generación eléctrica es un sector en el que predominan los escenarios competitivos.
- **Condiciones Hídricas:** las condiciones hídricas que se presenten durante el año pueden generar variaciones en el resultado operacional de la compañía, dado que la pluviometría es un factor clave para el despacho de las centrales y la determinación de precios en el SIC.

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Eléctrica PILMAIQUÉN es una compañía chilena controlada por los empresarios Bruno Philippi y Andrés Concha. Sus principales activos al 31 de marzo de 2007 corresponden a 2.759.453 acciones de Energías do Brasil S.A., equivalente a una participación de 1,672% en la propiedad de dicha sociedad. El valor contable de dicha inversión asciende a \$ 7.053 millones, mientras que el valor bursátil de la misma es de \$ 21.506 millones.

Cuadro 9: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

Nombre	Participación
COMPANIA DE INVERSIONES RIO BUENO SA	19,89%
ASESORIAS E INVERSIONES BENJAMIN S.A.	9,83%
INVERSIONES ANDYARA SA	6,18%
INVERSIONES RIO RAHUE SA	5,57%
AFP PROVIDA S.A. PARA FDO. PENSION C	4,32%
INMOBILIARIA E INVERSIONES LE ROC S.A.	4,00%
BETA FONDO DE INVERSION	3,79%
CELFIN CAPITAL S.A. CORREDORES DE BOLSA	3,73%
LARRAIN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	3,43%
BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO BOLSA DE VALORES	3,16%
AFP HABITAT S.A. PARA FDO. PENSION C	2,80%
VALORES SECURITY S.A. CORREDORES DE BOLSA	2,70%

Fuente: SVS

El negocio de la compañía se centra en su participación de 51% en Hidroeléctricas del Sur SA, la cual está desarrollando el proyecto Rucatayo, ubicado en la X región a unos 35 kilómetros al este de la ciudad de Osorno, en el río Pilmaiquén que corresponde al desagüe natural del lago Puyehue. Este proyecto ya contaría con la aprobación para su construcción⁸, la cual estimamos que se iniciaría durante el segundo semestre de 2007. En relación a la posible contaminación del proyecto, éste califica sin problemas según la Comisión Medioambiental de la Región de los Lagos. De la misma forma, considerando el potencial daño a terceros, el proyecto no supone riesgos ni daños y su plan de obras cumpliría con todos los requerimientos de la Dirección General de Aguas⁹.

Además, PILMAIQUÉN posee una autorización provisional para estudios de ingeniería e impacto ambiental junto a solicitudes de aprobación y obras de tres centrales hidroeléctricas¹⁰.

- **Proyecto Central Hidroeléctrica Avellano:** Con una potencia instalada estimada en 23 MW.
- **Proyecto Central Hidroeléctrica Lumaco:** Con una potencia instalada estimada en 34,5 MW.
- **Proyecto Central Hidroeléctrica Maihue:** Con una potencia instalada estimada en 48 MW.

⁸ Resolución Dirección General de Aguas N°439 de fecha 20 de marzo de 2007.

⁹ Resolución Dirección General de Aguas N°439 de fecha 20 de marzo de 2007.

¹⁰ Para el requerimiento y aprobación de inicios de obra no procede exigir los derechos de aprovechamientos de aguas necesarios para su operación, pudiendo realizar ambos trámites simultáneamente.

INVERSIONES security

ESTUDIOS SECURITY

Aldo Lema	Economista Jefe	alema@security.cl	(562) 5844540
Ronald Espinosa	Analista Senior	rnespinosa@security.cl	(562) 5844998
César Guzmán	Analista Macroeconomía	cguzman@security.cl	(562) 5844075
Felipe Lira	Analista Finanzas	flira@security.cl	(562) 5844985
Cristián Callejas	Analista Eléctrico y Telecomunicaciones	ccallejas@security.cl	(562) 5842998
Mauricio Ibarra	Analista Forestal, Transporte e Industrial	mibarra@security.cl	(562) 5842391
Paulina Rojas	Analista Retail y Bebidas	paulinarojas@security.cl	(562) 5842390
Gerardo Covarrubias	Analista Small Caps	gcovarrubias@security.cl	(562) 5842392
Francisco Millar	Editor de Comunicaciones	fmillar@security.cl	(562) 5844572

VALORES security

Apoquindo 3150, Piso 7.

Santiago de Chile

Teléfono (562) 5844601

Fax (562) 5844015

ASESORIAS security

(562) 5844985

Santiago de Chile

Teléfono (562) 5844990

Fax (562) 5844995

Este informe puede encontrarlo en

www.inversionessecurity.cl

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.