

COMPRAR

Precio objetivo: CL\$ 1.777

Precio actual: CL\$ 1.211

INDEPENDENCIA RENTAS INMOBILIARIAS

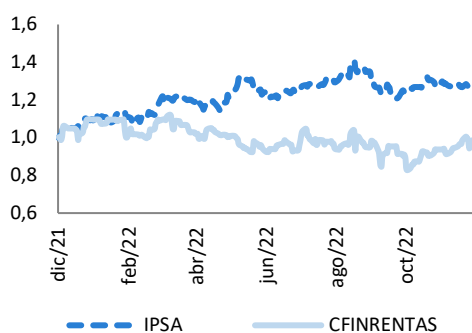
Atractivo vehículo para anticiparse a la baja de tasas de interés en 2023

RESUMEN

Bloomberg	CFINREN CI
Bolsa de Santiago	CFINRENTAS
Clasificación de riesgo	AA-
52 semanas máx/mín (CL\$)	1.425/1.000
VDPT 6M (US\$Mn)	0,1
Free Float (%)	100,0%
# cuotas (Mn)	253
Market Cap (US\$Mn)	416
Precio objetivo (CL\$)	1.777
Precio actual (CL\$)	1.211
Upside potencial	46,7%
Div. Yield (%)*	9,2%
Retorno total	55,9%

*calculado con los dividendos pagados en los U12M

RETORNO VS IPSA



CONTACTO

Aldo Morales E.
 aldo.morales@bice.cl
 +(562) 2692 3481

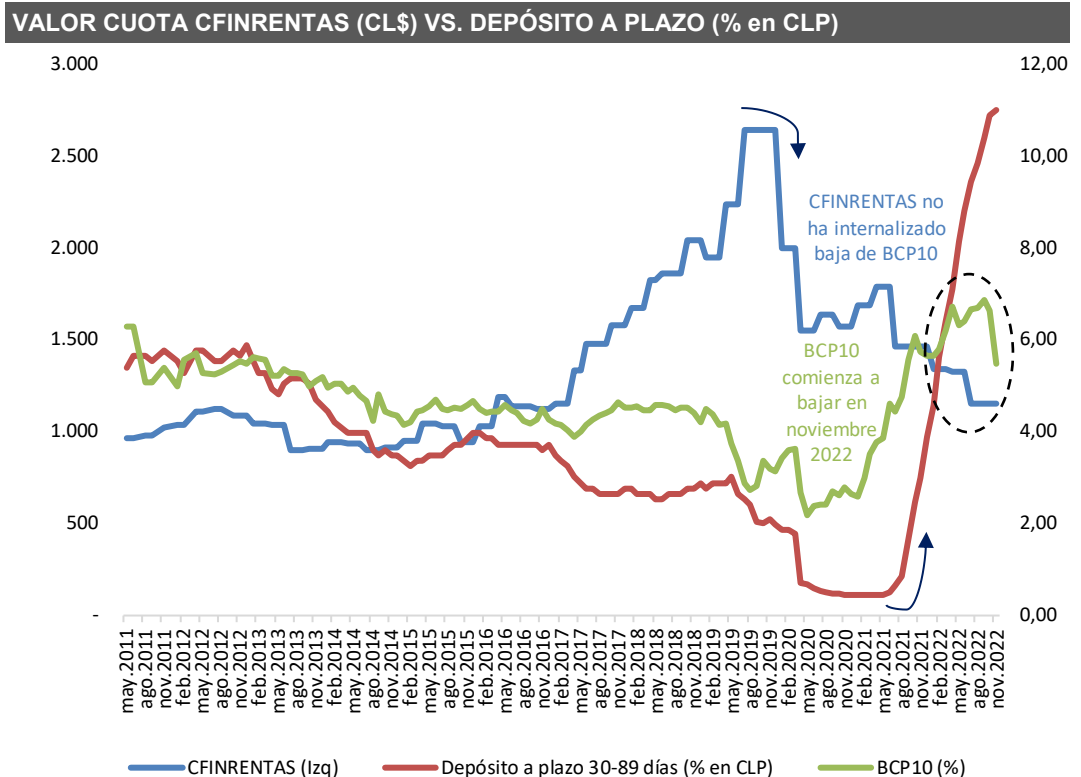
Estamos actualizando nuestra cobertura del fondo Independencia Rentas Inmobiliarias, introduciendo un valor objetivo 2023E de CL\$ 1.777, consistente con una recomendación de comprar. Los fondos de renta inmobiliaria se encuentran transando con un importante descuento sobre su valor libro o de tasación, en un contexto de alzas sostenidas en las tasas de interés durante los últimos dos años, lo que ha llevado gran parte de los flujos hacia otros instrumentos como depósitos a plazo. Desde noviembre a la fecha, hemos visto una reversión importante en las tasas, lo que creemos respondería a que estamos llegando al fin del ciclo de alzas de TPM realizadas por el Banco Central, quien en nuestra opinión debería comenzar a bajar tasas de forma sostenida durante el próximo año. En ese contexto, creemos que los fondos de renta inmobiliaria ofrecen un espacio importante de revalorización ya que presentan flujos estables, alto retorno por dividendos y valorizaciones altamente descontadas. En el caso particular del fondo Independencia Rentas Inmobiliarias, tras el aumento de participación en Bodenor Flexcenter (Centros de distribución y bodegas) en 2021, éste segmento pasó a representar ~44% de los activos y ~54% del NOI de los últimos 12 meses. La industria de centros de distribución y bodegas se encuentra mostrando un alto dinamismo y el fondo ha sido capaz de mantener 0% de vacancia en este segmento, además de estar ejecutando expansiones que proveerán crecimiento en las rentas durante los próximos años. Por otro lado, creemos que el menor dinamismo del segmento oficinas se encuentra más que internalizado en el valor de la cuota del fondo. De acuerdo con la administración del fondo, para justificar un 40% de descuento NAV, se estaría valorando los m2 de oficinas a UF36/m2, muy por debajo de sus valor de tasación de UF80/m2, lo que no conversaría con las transacciones a nivel de mercado real.

Valorización: Nuestro precio objetivo es un promedio entre (1) un modelo de descuento de flujos (DCF) y (2) una valorización por múltiplos usando un ratio bolsa libro (B/L) 2023E de 1,0x. Para la valorización por DCF usamos una tasa libre de riesgo (Rf) de 5,3% en base al valor actual del BCP10, un beta de 0,75 y premio por riesgo de 7,1%, lo cual es consistente con una tasa de descuento (WACC) de 8,4%. Usando esa tasa, descontamos el flujo proyectado a 10 años del NOI (net operating income), sumamos la perpetuidad y restamos la deuda financiera neta del fondo y sus filiales para obtener el valor del patrimonio. Según nuestras estimaciones, el fondo estaría transando a cap rate (NOI/EV) de 7,0% lo que presenta un spread importante sobre las tasas libres de riesgo, además de que otorga un retorno por dividendos de 9,2% en base a los dividendos repartidos durante los últimos 12 meses.

Entre 2021-2022, producto de las consistentes alzas de tasas de política monetaria que ha realizado el banco central para contener la inflación local, las tasas de interés y por lo tanto los instrumentos libres de riesgo (por ejemplo, depósitos a plazo o DAP) comenzaron a entregar rentabilidades cada más atractivas.

La reciente baja de tasas de interés genera una oportunidad en activos inmobiliarios que no se ha visto reflejada en los fondos de renta. Durante los últimos años hemos presenciado en Chile una volatilidad excesivamente alta en las tasas de interés, pasando en muy poco tiempo desde el nivel más bajo de la historia (BCP10 en 2,0% en mayo de 2020) hasta uno de los niveles más altos de la historia (BCP10 en 7,0% septiembre 2022 vs. 8,9% máximo histórico en julio 2008). Esta fuerte volatilidad generó una distorsión importante en los precios de activos de renta inmobiliaria. Generalmente los flujos de mercado buscan la mejor relación riesgo-retorno presente en el momento y en el caso particular de los activos de renta inmobiliaria, al ser un negocio de spread, el atractivo de éstos depende del retorno del activo en relación con la tasa libre de riesgo (spread). En el período 2019-2020, al existir muy bajas tasas de interés, los flujos buscaron una mejor relación riesgo retorno en instrumentos que en ese momento entregaban un mejor spread, como por ejemplo los fondos de renta inmobiliaria, que llegaron a transar con importante premio respecto a su valor libro o de tasación. Sin embargo, entre 2021-2022, producto de las consistentes alzas de tasas de política monetaria que ha realizado el banco central para contener la inflación local, las tasas de interés y por lo tanto los instrumentos libres de riesgo (por ejemplo, depósitos a plazo o DAP) comenzaron a entregar rentabilidades cada más atractivas, lo que hizo que gran parte de los flujos se fuera hacia DAP en desmedro de otros instrumentos como los fondos de renta, que actualmente transan con un fuerte descuento respecto al valor de tasación. Los depósitos a plazo pasaron de rentar 0,4% nominal en pesos en diciembre 2020 hasta 11,0% al cierre de noviembre 2022, lo que explica en gran parte el mal desempeño de los fondos de renta inmobiliaria (gráfico 1). En nuestra opinión, nos estaríamos acercando al término del ciclo de alzas de tasas del Banco Central en Chile, dado que la actividad ya ha comenzado a mostrar señales deterioro las que se seguirán profundizando hacia el 1S23. En este sentido, la mantención de una TPM (actualmente en 11,25%) por más tiempo de lo necesario por sobre la tasa neutral de 3,75% podría generar una desaceleración superior a la que se necesita para controlar la inflación. Esperamos ver reducciones de TPM desde abril 2023 y por lo tanto una progresiva reducción de tasas de interés durante todo el próximo año. En el último mes, el mercado ya ha comenzado a internalizar lo anterior y se vieron caídas en el BCP10 (desde 7,0% el 28 de septiembre hasta 5,4% en la actualidad). Creemos que todo lo anterior no ha sido internalizado en los precios de los fondos de renta inmobiliaria.

El valor cuota de CFINRENTAS ha seguido de forma inversa la evolución de las tasas de interés, por lo que ante un reversión de éstas creemos que existe un espacio importante de apreciación de las cuotas del fondo.



Fuente: BCCH, Independencia, BICE Inversiones

En Bodenor Flexcenter las tarifas actuales son mayores a las que se proyectaron cuando se hizo el aumento de capital del fondo Independencia.

Segmento de Centros de Distribución y Bodegas (BFC) ha mostrado un alto dinamismo y se ha convertido en una atractiva fuente de crecimiento. El fondo Independencia Rentas Inmobiliarias participa en el segmento de centros de distribución y bodegas a través de su 70% de participación en la sociedad Bodenor Flexcenter (BFC). Durante la pandemia, los únicos locatarios que no renovaron contratos fueron empresas con problemas financieros, sin embargo, se logró colocar rápidamente los m2 disponibles, alcanzando 0% de vacancia al 3T22. Adicionalmente, los contratos en el segmento tienen una duración más corta, lo que le ha permitido a la empresa hacer ajustes de precio al alza de forma más seguida, a pesar de las renovaciones. En Bodenor las tarifas actuales son mayores a las que se proyectaron cuando se hizo el aumento de capital del fondo Independencia, lo que ha compensado la presión de costos de construcción. En términos de proyectos, Enea 3 se encuentra colocado en un 100% (se entregaron 50 mil m2 y entran 20 mil m2 adicionales en diciembre 2022 rentando al 100%). Además, en Lo Boza entrarán en una primera etapa 40 mil m2 durante el 1S23 (que ya se encuentra colocada) y en una 2da y 3era etapa otros 40mil m2 en cada caso. **Según la administración del fondo, el foco de crecimiento vendrá principalmente por el segmento de Centros de Distribución (BFC), destacando que prácticamente todo lo que se está construyendo ya se encuentra colocado o con negociaciones muy avanzadas. Hay proyectos que se están analizando de forma recurrente, pero la idea es ir ejecutándolos en la medida que se van entregando las etapas de los proyectos actuales.**

La estrategia actual del fondo es colocar los m2 que tienen vacantes en el segmento oficinas, pero no seguir creciendo en este segmento

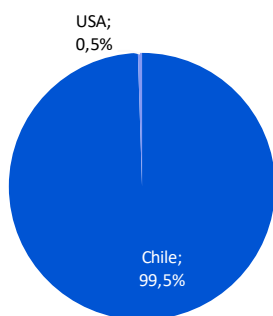
Mercado de arriendo de oficinas sigue bajo presión, pero el fondo Independencia Rentas Inmobiliarias ha reducido de forma importante su exposición a este segmento. Según datos de GPS property, la vacancia del mercado de oficinas clase A aumentó desde 4,81% en el 2T20 hasta 12,31% en el 3T22, con una absorción negativa de más de 30.000 m2 en un contexto de nueva oferta (producción) de más de 20.000 m2 en el período. En ese contexto, el fondo Independencia Rentas Inmobiliarias presentó una vacancia física de 21,1% en el 3T22 en el segmento de oficinas, pero de solo 3,9% a nivel consolidado, lo que se ve positivamente influenciado por su alta participación en el segmento de Centros de distribución (0% de vacancia al 3T22) y locales comerciales (5,1% de vacancia física al 3T22). En este sentido, el fondo redujo su exposición en términos de NOI (net operating income) desde 51% en 2020 hasta 33% U12M al 3T22. Si bien el NOI de oficinas se redujo desde 639 mil UF en 2018 hasta 480 mil UF en los U12M al 3T22, la razón principal es el aumento de relevancia de los centros de distribución, que pasaron de representar un 33% del NOI en 2020 hasta 54% U12M al 3T22. Lo anterior producto del aumento de participación en Bodenor Flexcenter (Centros de distribución), pasando desde 40% de propiedad a controlar con un 70%, ejecutada a comienzos de 2021. La estrategia actual del fondo es colocar los m2 que tienen vacantes en el segmento oficinas, pero no seguir creciendo en este segmento. En el sector de Santiago Centro, Independencia Rentas Inmobiliarias tiene 3 activos relevantes (Morandé 115, Espacio M y huérfanos), que son los que presentan la mayor vacancia en general, sin considerar "San Damián" que es un desarrollo ejecutado por el fondo (~51% arrendado), pero que muestra bastante mayor dinamismo. A nivel de contratos, el fondo enfrentó en 2021 el vencimiento de ~26% de la cartera de contratos, la que se renovó exitosamente en su gran mayoría (para 2023 habrá vencimientos por ~20% de la cartera). A nivel de precios, el fondo definió una estrategia de descuentos durante la pandemia, con aumento anual escalonado, volviendo a tarifa normal en 4 años. **Creemos que el menor dinamismo del segmento oficinas se encuentra más que internalizado en el valor de la cuota del fondo. De acuerdo con la administración del fondo, para justificar un 40% de descuento NAV, se estaría valorando los m2 de oficinas a UF36/m2 muy por debajo de sus valor de tasación de UF80/m2, lo que no conversaría con las transacciones a nivel de mercado real.**

CFINRENTAS COMPRAR

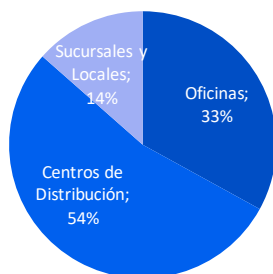
Precio objetivo: CL\$ 1.777
 Precio actual: CL\$ 1.211

Independencia Rentas Inmobiliarias (CFINRENTAS) es el principal fondo de inversión público de la industria inmobiliaria en Chile. CFINRENTAS es un fondo no rescatable, dirigido al público general, dedicado principalmente al arriendo de propiedades inmobiliarias, habiendo desarrollado algunas de ellas. El fondo fue constituido en abril de 1995 por un plazo de 30 años, renovado recientemente hasta 2030 y administrado por Independencia Administradora General de Fondos. El fondo mantiene activos por más de US\$ 820 millones, diversificados entre Oficinas en Chile (40%), Centros de distribución en Chile (44%), locales comerciales en Chile (13%), además de terrenos (2%). El NOI de los U12M, se descompone en 54% Centros de distribución, 33% oficinas y 14% locales comerciales. El fondo mantiene una participación de 70% en Bodenor Flexcenter (BFC), sociedad con 25 años de trayectoria dedicada al desarrollo y arriendo de centros de distribución y bodegas.

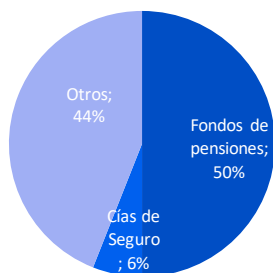
DESGLOSE ACTIVOS POR PAÍS (%)



NOI POR CLASE DE ACTIVO (%)



PROPIEDAD (%)



ESTADOS FINANCIEROS (CL\$ millones)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020	2021	U12M
Ingresos netos	57.101	47.111	43.633	80.684
Var%	0,4%	-17,5%	-7,4%	84,9%
Resultado operacional neto	53.875	42.358	39.759	76.868
Var%	1,1%	-21,4%	-6,1%	93,3%
Margen operacional	94,4%	89,9%	91,1%	95,3%
Costos financieros	-4.747	-3.462	-2.859	-2.294
Otros no operacionales	0	0	0	0
Utilidad/(pérdida)	49.128	38.896	36.900	74.573
Var%	-0,3%	-20,8%	-5,1%	102,1%
Margen Neto	86,0%	82,6%	84,6%	92,4%

BALANCE	2019	2020	2021	U12M
Caja	42.111	38.574	7.786	7.556
Total Activos	606.759	540.615	665.561	728.080
Pasivo Corriente	8.394	62.921	3.660	397
Total Pasivos	184.603	106.455	220.172	239.800
Patrimonio	422.157	434.161	445.389	488.280
Pasivos + Patrimonio	606.759	540.615	665.561	728.080

	2019	2020	2021	U12M
Utilidad realizada de inversiones	31.163	37.640	25.263	31.015
Beneficio neto percibido (BNP)	20.729	26.202	9.192	14.539
# cuotas	252.647.850	252.647.850	252.647.850	252.647.850
Valor libro x cuota	1.671	1.718	1.763	1.933
Valor mercado x cuota	2.000	1.690	1.339	1.211

DESCOMPOSICIÓN DE DUPONT	2019	2020	2021	U12M
ROE*	11,6%	9,0%	8,3%	15,3%
Utilidad neta / Ingresos	86,0%	82,6%	84,6%	92,4%
Ingresos / Activos	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos / Patrimonio	1,4	1,2	1,5	1,5

RATIOS	2019	2020	2021	U12M
Retorno por dividendos	5,0%	6,2%	7,9%	9,2%
Bolsa/Libro	1,2x	1,0x	0,8x	0,6x

Fuente: CMF, Independencia, BICE Inversiones

2. VALORIZACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Nuestro precio objetivo es un promedio entre (1) un modelo de descuento de flujos (DCF) y (2) una valoración por múltiplos usando un ratio bolsa libro (B/L) 2023E de 1,0x. Para la valoración por DCF usamos una tasa libre de riesgo (Rf) de 5,3% en base al valor actual del BCP10, un beta de 0,75 y premio por riesgo de 7,1%, lo cual es consistente con una tasa de descuento (WACC) de 8,4%. Usando esa tasa, descontamos el flujo proyectado a 10 años del NOI (net operating income), sumamos la perpetuidad y restamos la deuda financiera neta del fondo y sus filiales para obtener el valor del patrimonio. Esta valoración supone que el fondo se irá renovando en el tiempo de lo contrario los activos entrarían en liquidación. Además, de forma conservadora usamos un crecimiento nominal (G) de 3% es decir 0% real basado en una inflación de 3% en el largo plazo. Por último, incluimos un descuento adicional por liquidez de 15% al precio objetivo, similar al descuento que usamos para valorar empresas de baja capitalización.

VALORIZACIÓN – CFINRENTAS

INDEPENDENCIA - DCF (1)		INDEPENDENCIA - (1)+(2)	
Tasa libre de riesgo (Rf)	5,3%	P° objetivo (1) + (2)	2.091
Spread	2,4%	- descuento por liquidez 15%	15%
Costo de la deuda (Kd)	7,7%	P° objetivo	1.777
Beta	0,75	P° actual	1.211
Premio x riesgo	7,1%	Upside	46,7%
Ke	10,7%	+ Dividend Yield*	9,2%
D/A	45%	Retorno total	55,9%
P/A	55%	*calculado con los dividendos pagados en los U12M	
Tasa de impuesto	27,0%		
WACC	8,4%		
G	3,0%		
VPN NOI	392.946		
Perpetuidad	588.934		
Valor activos	981.880		
Deuda fin. Neta	428.208		
Patrimonio	553.672		
# Cuotas (Mn)	252,6		
P° objetivo (1)	2.191		

INDEPENDENCIA - B/L (2)

B/L 2023E	1,0x
P° objetivo (2)	1.991

SENSIBILIDAD – CFINRENTAS

Crecimiento (G)	Tasa de descuento (WACC)				
	9,4%	8,9%	8,4%	7,9%	7,4%
2,0%	1.311	1.398	1.498	1.615	1.753
2,5%	1.408	1.509	1.626	1.765	1.933
3,0%	1.519	1.637	1.777	1.946	2.153
3,5%	1.649	1.790	1.959	2.167	2.428
4,0%	1.802	1.972	2.181	2.443	2.782

B/L	Tasa de descuento (WACC)				
	9,4%	8,9%	8,4%	7,9%	7,4%
0,6	1.181	1.299	1.439	1.607	1.814
0,8	1.350	1.468	1.608	1.777	1.983
1,0	1.519	1.637	1.777	1.946	2.153
1,2	1.689	1.807	1.947	2.115	2.322
1,4	1.858	1.976	2.116	2.284	2.491

ANEXO 1: CAP RATE

CÁLCULO DE CAP RATE – CFINRENTAS (CL\$ millones)

Deuda Filiales	Deuda Fin.	Caja	DFN
Constitution Real Estate Corp y Filiales*	0	0	0
Limitless Horizon Limited		16	-16
Inmobiliaria Plaza Araucano SpA		118	-118
Rentas Bucarest SpA		190	-190
Rentas Inmobiliarias SpA		2.199	-2.199
Rentas Retail SpA		72	-72
Rentas Magdalena SpA	31.156	970	30.187
Inmobiliaria Descubrimiento SpA	85.983	4.582	81.401
Inmobiliaria Plaza Constitución SpA		311	-311
Bodenor Flexcenter**	95.105	7.674	87.431
Total filiales	212.245	16.132	196.113
Deuda Consolidado	Deuda Fin.	Caja	DFN
Bancario	119.377		
+ CP	235		
+ LP	119.142		
Bonos (serie F y G)	120.275		
+ CP	31		
+ LP	120.244		
	239.651	7.556	232.095
NOI (UF)	1.471.806		
NOI (CL\$ millones)	51.494		
Market Cap	306.002		
DFN	428.208		
EV	734.210		
Cap rate * (NOI/EV)	7,0%		

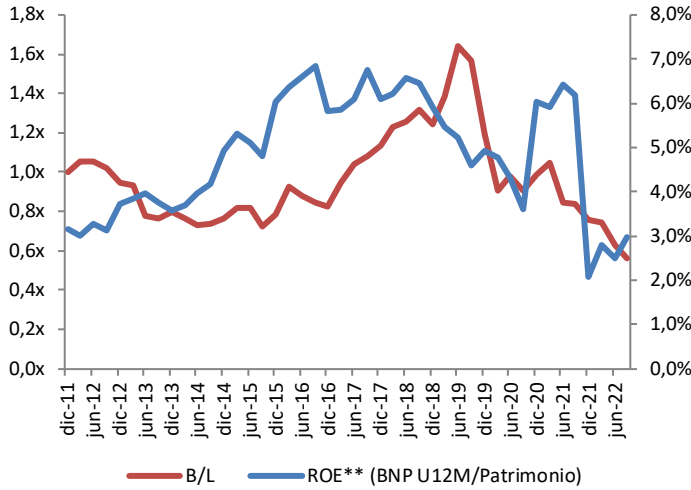
* A sep-2022 habían US\$ 11,1 millones de deuda neta pero se comunicó foreclosure.

** Se ajustó al 70% para incorporar el porcentaje de propiedad del fondo

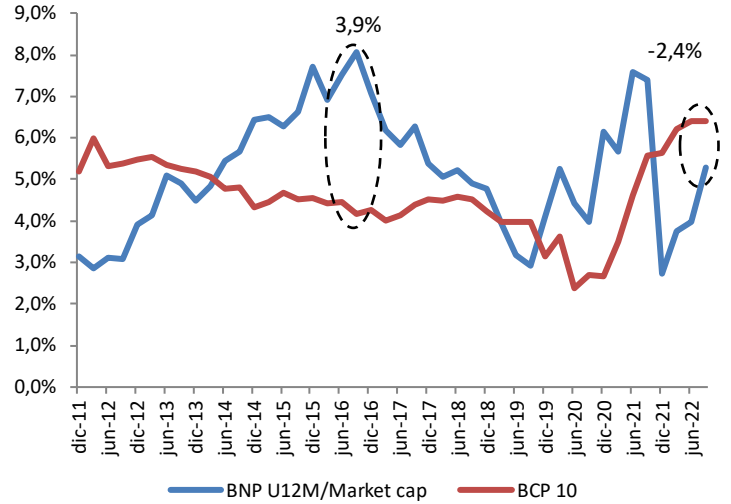
Fuente: Reportes de empresas, BICE Inversiones

ANEXO 2: PRINCIPALES INDICADORES

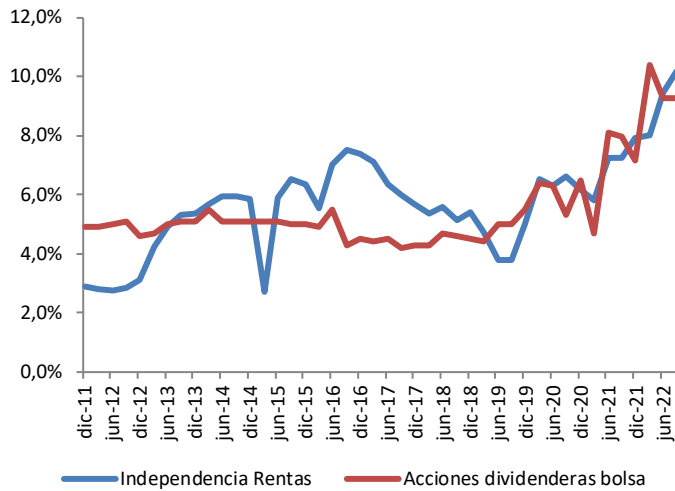
B/L (Izq.) VS. ROE (%)



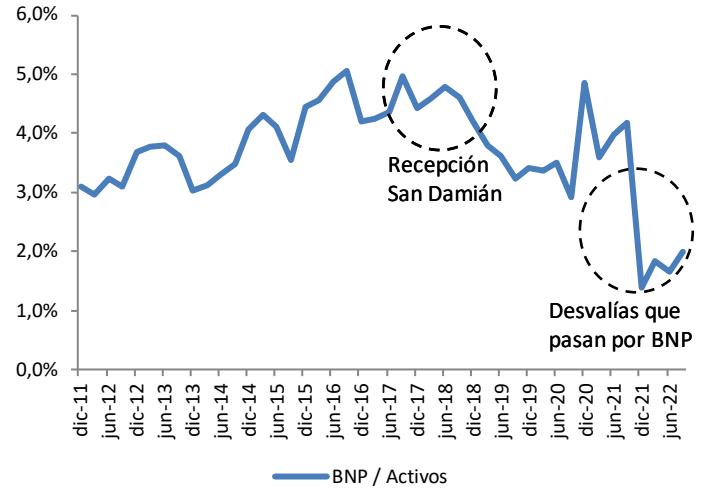
BNP / MARKET CAP VS. TASA LIBRE DE RIESGO (%)



RETORNO POR DIVIDENDOS U12M (%)



BENEFICIO NETO PERCIBIDO / ACTIVOS (%)



Fuente: CMF, Independencia, BICE Inversiones

ANEXO 3: COMPARABLES

COMPARABLES – RENTA INMOBILIARIA LOCAL

Nombre	Tipo	Nemo	Patrimonio CL\$ mm	Valor cuota CL\$	Cuotas #	Market cap CL\$ mm	B/L	NOI UF m	Cap rate
FI LV - Patio Renta Inmobiliaria I	Renta Inmobiliaria	CFILVPARI1	80.521	10.200	2.864.255	29.215	0,36		
BTG Pactual Renta Comercial FI*	Renta Inmobiliaria	CFIBTGRCA	452.380	23.537	8.117.871	191.070	0,42	1.670	8,6%
FI Independencia Rentas Inmobiliarias**	Renta Inmobiliaria	CFINRENTAS	488.280	1.211	252.647.850	306.002	0,63	1.472	7,0%
Toesca Rentas Inmobiliarias	Renta Inmobiliaria	CFITOERI1A	14.984	20.950	475.667	9.965	0,67		
BTG Pactual Renta Residencial FI - A	Renta Inmobiliaria	CFIBTGRRA	50.108	10.400	3.678.844	38.260	0,76		
FI WEG 3	Renta Inmobiliaria	CFIWEG-3	9.417	1.100	7.595.712	8.355	0,89		
FI LV Patio II Strip Center	Renta Inmobiliaria	CFILVP2R	7.789	30.660	248.739	7.626	0,98		
LV Rentas Residenciales	Renta Inmobiliaria	CFILVRR-A	39.706	11.200	3.532.860	39.568	1,00		
Sartor Renta Comercial	Renta Inmobiliaria	CFIRENTCOM	3.874	30.231	119.412	3.610	0,93		

* NOI proyectado 2022

** NOI U12M

Fuente: CMF, Reportes de empresas, BICE Inversiones

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS
RENTA VARIABLE LOCAL

Aldo Morales E.
Subgerente de Estudios Renta Variable
 aldo.morales@bice.cl
 +(562) 2692 3481

Ewald Stark B.
Analista Senior de Renta Variable
 ewald.stark@bice.cl
 +(562) 2692 2527

Rodrigo Sanhueza V.
Analista Senior de Renta Variable
 rodrigo.sanhueza@bice.cl
 +(562) 2692 3486

Leoncio Toro V.
Analista de Inversiones
 leoncio.toro@bice.cl
 +(562) 2692 1836

ECONOMÍA & RENTA FIJA

Sebastián Senzacqua B.
Gerente de Economía y Estrategia
 sebastian.senzacqua@bice.cl
 +(562) 2692 7954

Marco Correa S.
Economista Jefe
 marco.correa@bice.cl
 +(562) 2692 2976

ESTRATEGIA

Mariela Bastías I.
Jefe de Estrategia
 mariela.bastias@bice.cl
 +(562) 2692 7943

Jose Pablo Gonzalez B.
Analista de Estrategia
 jose.gonzalezb@bice.cl
 +(562) 2692 2576

DISTRIBUCIÓN
RENTA VARIABLE

Felipe Figueroa E.
Gerente de Renta Variable
 ffigueroa@bice.cl
 +(562) 2692 2810

Carlos Hornauer M.
Jefe de Renta Variable
 carlos.hornauer@bice.cl
 +(562) 2692 2811

Claudio Zelada A.
Renta Variable local
 claudio.zelada@bice.cl
 +(562) 2520 7949

Diego Guillones R.
Renta Variable local
 dguillones@bice.cl
 +(562) 2692 2417

Pablo Mendoza V.
Renta Variable local
 pablo.mendoza@bice.cl
 +(562) 2692 2827

RENTA FIJA LOCAL

Andrés de la Cerda G.
Gerente Renta Fija e Internacional
 adelacer@bice.cl
 +(562) 2692 2576

Javiera Escudero M.
Operador Renta Fija Nacional
 javiera.escudero@bice.cl
 +(562) 2692 2946

Paulina González T.
Operador Renta Fija Nacional
 paulina.gonzalez@bice.cl
 +(562) 2692 2812

Sergio Lizama C.
Operador Renta Fija Nacional
 slizama@bice.cl
 +(562) 2520 7912

Daniel Colodro E.
Operador Renta Fija Nacional
 daniel.colodro@bice.cl
 +(562) 2692 2573

MERCADO INTERNACIONAL

Jason Barratt
Subgerente Mercado Internacional
 jbarratt@bice.cl
 +(562) 2692 2672

José Miguel Alcalde
Jefe Mercado Internacional
 jalcalde@bice.cl
 +(562) 2520 7905

Katherine Fainé
Mercado Internacional
 katherine.faine@bice.cl
 +(562) 2692 2524

Andrea Gómez
Mercado Internacional
 andrea.gomez@bice.cl
 +(562) 2692 2117

Manuel Ureta
Mercado Internacional
 manuel.ureta@bice.cl
 +(562) 2692 2873

Este informe ha sido elaborado sólo con el objeto de proporcionar información a los clientes de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Este informe no es una solicitud, ni una oferta para comprar o vender acciones, bonos u otros instrumentos mencionados en el mismo. Esta información y aquella en que está basada han sido obtenidas con información pública de fuentes que en nuestro mejor saber y entender parecen confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ellas sean exactas ni completas. Las proyecciones y estimaciones que se presentan en este informe han sido elaboradas con las mejores herramientas disponibles pero ello no garantiza que las mismas se cumplan. Todas las opiniones y expresiones contenidas en este informe, pueden ser modificadas en cualquier tiempo sin previo aviso. BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. y cualquiera sociedad o persona relacionada con ella y sus accionistas controladores pueden en todo momento tener inversiones a corto o largo plazo en cualquiera de los instrumentos mencionados en este informe o relacionados con la o las empresas o el mercado que en él se mencionan y pueden comprar o vender esos mismos instrumentos.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. puede recomendar eventualmente compras y/o ventas de acciones para posiciones de trading. Dichas acciones podrían estar incorporadas en otras carteras recomendadas. Las proyecciones y estimaciones presentadas en este informe no deben ser la única base para la adopción de una adecuada decisión de inversión y cada inversionista debe efectuar su propia evaluación en función de su situación personal, estrategia de inversión, tolerancia al riesgo, situación impositiva, etc. El resultado de cualquiera operación financiera realizada con el apoyo de este informe es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza. Los valores y emisores extranjeros a que se pueda hacer referencia en este informe, y que se no encuentran inscritos en el Registro de Valores a cargo de la Comisión para el Mercado Financiero de nuestro país, no le son aplicables las leyes y normativa que regulan el mercado de valores nacional, en consecuencia es responsabilidad exclusiva de los inversionistas informarse previamente respecto de dichos valores y emisores extranjeros antes de adoptar cualquier decisión de inversión. La frecuencia de la publicación de los informes, si la hubiere, queda a discreción de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. Se prohíbe citar o reproducir en forma total o parcial este informe sin la autorización expresa previa de BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A.

A la fecha de publicación del presente informe, ninguno de los integrantes del Departamento de Estudios posee, directa o indirectamente, vínculos con personas relacionadas al emisor analizado en el mismo. Los integrantes del Departamento de Estudios declaran expresamente que ninguna parte de su remuneración estuvo, está o estará directa o indirectamente relacionada con una recomendación específica o visión expresada en el presente informe.

BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. y/o cualquier sociedad o persona relacionada con ésta, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los instrumentos financieros mencionados en estos informes y puede comprar o vender esos mismos instrumentos. Asimismo, respecto de las transacciones que realicen los colaboradores de BICECORP S.A. y de sus filiales, rige el "Manual para transacciones de acciones y otros valores de BICECORP S.A. y sus Filiales"

Se deja constancia que a la fecha de emisión del presente informe, BICE Inversiones Corredores de Bolsa S.A. mantiene vigente un contrato de market maker con el emisor.