

## MANTENER

Precio objetivo: CL\$ 1.832

Precio actual: CL\$ 1.630

## INDEPENDENCIA RENTAS INMOBILIARIAS

Valorizaciones razonables tras la caída

### RESUMEN

Bloomberg	CFINREN CI
Reuters	CFINRENTAS
Clasificación de riesgo	AA
52 semanas máx/mín (CL\$)	2400/1300
VDPT 6M (US\$Mn)	0,2
Free Float (%)	100,0%
# cuotas (Mn)	253
Market Cap (US\$Mn)	530
Precio objetivo (CL\$)	1.832
Precio actual (CL\$)	1.630
Retorno potencial	12,4%
Div. Yield (%)	5,5%
Retorno total	17,8%

### CONTACTO

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

Estamos actualizando nuestra cobertura del fondo CFINRENTAS Independencia, introduciendo un precio objetivo 2021E de CL\$ 1.832 con recomendación de MANTENER. Estamos actualizando nuestra cobertura en el contexto de los efectos del estallido social y pandemia en Chile. Creemos que tras el fuerte ajuste en precio observado en el corto plazo, las valorizaciones de CFINRENTAS Independencia vuelven a mostrar niveles razonablemente atractivos. Nos mantenemos neutrales básicamente porque sigue existiendo riesgos asociados a potenciales devaluaciones y efectos adicionales a los observados tras la pandemia, como por ejemplo potenciales cambios en la demanda, situación que aún no es posible determinar. Por otro lado, nuestra valorización es bastante ácida y aún así obtenemos un retorno interesante a los niveles actuales, por lo que este fondo sigue siendo una alternativa de inversión válida para portafolios diversificados.

**Tesis de inversión:** (1) Negocio estable y defensivo, debido a que se basa principalmente en arriendos en UF a clientes institucionales en Chile con contratos de largo plazo. (2) Atractivo retorno por dividendos. Si bien define su política de dividendos como mayor a 70%, desde 2012 CFINRENTAS Independencia reparte el 100% de su beneficio neto percibido (BNP), a lo que se suman dividendos extraordinarios de utilidades realizadas tras la venta de activos. (3) Tamaño y diversificación del fondo. CFINRENTAS Independencia es uno de los mayores fondos inmobiliarios del mercado chileno medido por activos, a la vez que cuenta con una administración con larga trayectoria en la industria.

**Riesgos:** Dentro de los principales riesgos a la baja destacamos (1) un cambio en la demanda de arriendo de oficinas tras la pandemia, situación que no es posible determinar actualmente. Además, existe el riesgo de pérdida potencial de contratos o no renovación en el futuro dada la actual coyuntura; (2) riesgo de devaluación del NAV del fondo en próximas tasaciones lo que haría que éste pueda verse más caro a nivel bolsa libro. Sin embargo, esto es solo un tema contable ya que la generación de flujos se ha mantenido bastante estable; (3) riesgo de ejecución en el proyecto desarrollado por el fondo "Parque San Damián" el que podría seguir presionando la rentabilidad sobre activos si no es colocado en los plazos y rentabilidad esperada.

**Valorización:** Nuestro precio objetivo es un promedio entre (1) un Gordon Growth Model (GGM) o modelo de crecimiento constante y (2) una valorización por múltiplos usando un B/L 2021E de 1,0x.

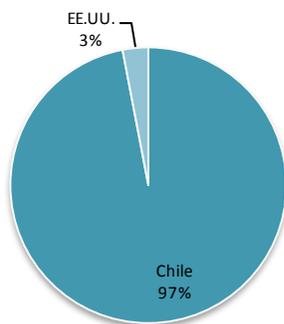
# CFINRENTAS

## MANTENER

Precio Objetivo: CL\$ 1.832

Precio Actual: CL\$ 1.630

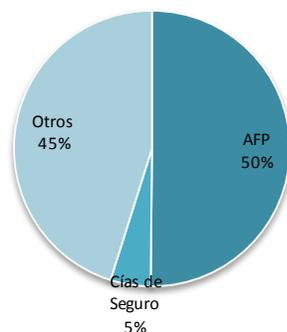
### DESGLOSE ACTIVOS POR PAÍS (%)



### DESGLOSE ACTIVOS POR CLASE (%)



### PROPIEDAD (%)



CFINRENTAS Independencia es el principal fondo de inversión público de la industria inmobiliaria en Chile. CFINRENTAS es un fondo no rescatable, dirigido al público en general, dedicado principalmente al arriendo de propiedades comerciales en Chile, habiendo desarrollado algunas de ellas. El fondo fue constituido en abril de 1995 por un plazo de 30 años y es administrado por Independencia AGF. CFINRENTAS mantiene activos por más de US\$ 670Mn, divididos principalmente en Oficinas (57%), Locales comerciales (17%), y Bodegas (20%), además de terrenos y activos en EE.UU (3%). El fondo mantiene 70 propiedades bajo administración directa en Chile, a lo que se suman participaciones indirectas en conjunto con socios locales en 4 propiedades en EE.UU., y 10 propiedades en Chile asociadas a una participación de 40% en Bodenor Flexcenter (BFC), sociedad con 25 años de trayectoria dedicada al desarrollo y arriendo de centros de distribución y bodegas.

### ESTADOS FINANCIEROS (CL\$Mn)

ESTADO DE RESULTADOS	2017	2018	2019	U12M
Ingresos netos	51.571	56.847	57.101	46.599
Var%	0,6%	10,2%	0,4%	-18,4%
Resultado operacional neto	47.803	53.310	53.875	43.361
Var%	-1,8%	11,5%	1,1%	-19,5%
Margen operacional	92,7%	93,8%	94,4%	93,1%
Costos financieros	-3.919	-4.048	-4.747	-4.837
Otros no operacionales	0	0	0	0
Utilidad/(pérdida)	43.884	49.262	49.128	38.524
Var%	-2,7%	12,3%	-0,3%	-21,6%
Margen Neto	85,1%	86,7%	86,0%	82,7%

BALANCE	2017	2018	2019	U12M
Caja	4.053	11.331	42.111	24.494
Total Activos	510.763	559.805	606.759	522.940
Pasivo Corriente	8.439	30.177	8.394	978
Total Pasivos	139.920	162.971	184.603	101.280
Patrimonio	370.843	396.834	422.157	421.659
Pasivos + Patrimonio	510.763	559.805	606.759	522.940

	2017	2017	2017	2017
Utilidad realizada de inversiones	30.335	31.083	31.163	35.241
Beneficio neto percibido (BNP)	22.648	23.498	20.729	22.517
Dividendos pagados	95	106	100	104
#cuotas	25.264.785	25.264.785	252.647.850	252.647.850
Valor libro x cuota	1.468	1.571	1.671	1.669
Valor mercado x cuota	1.670	1.948	2.000	1.630

DESCOMPOSICIÓN DE DUPONT	2017	2018	2019	U12M
ROE*	11,8%	12,4%	11,6%	9,1%
Utilidad neta / Ingresos	85,1%	86,7%	86,0%	82,7%
Ingresos / Activos	0,1	0,1	0,1	0,1
Activos / Patrimonio	1,4	1,4	1,4	1,2

RATIOS	2017	2018	2019	U12M
Cap Rate*	5,4%	4,8%	4,1%	5,5%
Div Yield	5,7%	5,4%	5,0%	6,3%
B/L	1,1x	1,2x	1,2x	1,0x

\* Cap rate es calculado como BNP/market cap y ROE con utilidad neta realizada

Fuente: CMF, BICE Inversiones estimates

## 1. TESIS DE INVERSIÓN

*En septiembre se logró reducir nuevamente la morosidad, y actualmente se encontraría en niveles de 2% del total de rentas*

**Tras meses complicados para la industria producto de la pandemia, la administración del fondo CFINRENTAS Independencia ha sido capaz de llegar a acuerdos con gran parte de los arrendatarios con problemas y mantener un bajo nivel de morosidad.** Según Independencia, después de junio la situación empezó a mejorar bastante y actualmente la mayoría de los arrendatarios está con acuerdos firmados, en algunos casos se hicieron descuentos que se pagarán durante 12 meses, según tipo de cliente y con el objetivo de otorgar flexibilidad, donde la mayoría ya se encontraría pagando. En septiembre se logró reducir nuevamente la morosidad, y actualmente se encontraría en niveles de 2% del total de rentas, estando asociado exclusivamente a un solo cliente por UF\$ 2,5 millones, a los que se suman dos clientes en juicio y otro en arbitraje, uno que venía con problemas previo al estallido social del 18 de octubre 2019. Con respecto a devoluciones, no ha habido noticias salvo avisos de no renovación de 11 contratos, conforme a lo establecido en dichos contratos y que representan aprox. UF 2.869 mensuales sobre un total informado de UF 92.368 mensual. **En nuestra opinión, la administración del fondo ha mostrado una excelente capacidad de negociación y buena relación con sus contrapartes, lo que ha mantenido al fondo con niveles de flujo aceptable en las difíciles condiciones actuales. El principal desafío de corto plazo es mantener el nivel de rentabilidad sobre todo con el alto nivel de vencimientos de contrato en 2021, que se encuentra aprox. en 17% de la cartera.**

*Tendencias mundiales apuntarían a una mayor participación del teletrabajo en el futuro*

**A pesar de que la situación actual del fondo es sana, no se puede descartar cambios en la demanda de metros cuadrados en el futuro dado la potencial normalización del teletrabajo.** Tendencias mundiales apuntarían a una mayor participación del teletrabajo en el futuro, lo que tiene mucho sentido si se toma en cuenta tiempo de traslado, costo de arriendo, etc lo que, para muchas empresas pequeñas, podría ser bastante óptimo reemplazar metros cuadrados de arriendo por teletrabajo. Sin embargo, actualmente es imposible dimensionar cambios de este tipo en la conducta de las empresas, dado que también existen costos de cambio asociados a esta transición, costos de habilitación, traslado, etc. que en parte compensan decisiones de este tipo, además de que la productividad en segmentos jóvenes de la población habría bajado con teletrabajo. Por otro lado, en el caso particular de Chile, hay muchas decisiones de este tipo que están siendo postergadas producto del cambio constitucional, dado que las empresas aún no tienen claridad de lo que van a demandar hacia adelante. **Creemos que este es el principal riesgo de largo plazo no solo de CFINRENTAS independencia sino de la clase de activo renta inmobiliaria en general, ya que un proceso natural de la industria relacionado al teletrabajo se vio altamente acelerado por la pandemia, y esto si bien no ha generado cambios importantes en demanda en Chile, podría ser algo relevante en el futuro.**

*La demanda de este tipo de edificios está ligada principalmente a empresas que estaban en Santiago centro y Providencia.*

**Proyecto San Damián, desarrollo inmobiliario del fondo independencia, se encuentra en un 45% colocado.** El proyecto Parque San Damián cuenta con dos edificios de oficinas de 13 pisos y aprox. 9.100 m<sup>2</sup> cada uno. Es un proyecto que fue desarrollado exclusivamente por el fondo, es decir el fondo se encargó de construirlo y actualmente se encuentra colocándolo. Independencia señala que habría aprox. 45% de los edificios ya colocados, y que internamente trabajan con 2-3 años plazo para la colocación total. La demanda de este tipo de edificios está ligada principalmente a empresas que estaban en Santiago centro y Providencia, en rangos de precio alrededor de UF 0,4 mensual lo que puede variar según tipo de contrato y si éste es con habilitación o no. Es en este segmento donde San Damián es competitivo ya que el segmento clase A+ en Las Condes tendría precios en el rango de UF 0,55. Esto es importante dado que actualmente hay proyectos importantes tanto en etapa de colocación (Costanera center) como en construcción (Territoria), sin embargo, estos proyectos estarían enfocados en otro tipo de clientes y en un rango de precios cercano a UF 0,6 – 0,7 por lo que no necesariamente son competencia. **Según nuestros cálculos, el ratio Beneficio neto percibido (BNP) sobre activos, que históricamente había mostrado una evolución bastante positiva en CFINRENTAS Independencia, disminuyó tras la recepción de este proyecto por razo-**

nes evidentes, pero dado que la vacancia del fondo está concentrada principalmente en este desarrollo, es muy importante que el fondo logre efectivamente colocarlo y en las condiciones esperadas, sobre todo en este contexto de alta incertidumbre.

*En el corto plazo podría haber ciertas devaluaciones dado que es una tendencia general del mercado*

**Propiedades en EE.UU. Representan actualmente menos del 3% de los activos del fondo y potencialmente podrían llegar a cero.** Durante los últimos años, en el contexto de un cambio en el reglamento de inversión de las AFP, donde para ciertos límites se requería que las rentas de este tipo de fondos tuvieran más del 95% proveniente de Chile, el fondo CFINRENTAS Independencia comenzó a vender progresivamente propiedades que tenían en EE.UU. Actualmente les quedan 4 que representan menos del 3% del fondo, y son activos de menor rentabilidad. En el corto plazo podría haber ciertas devaluaciones dado que es una tendencia general del mercado, pero dado que EE.UU. es un mercado más líquido las tasaciones son generalmente más cercanas al valor de mercado del activo. **El fondo no ha traído toda la caja hacia Chile por temas contables, considerando que la tributación es en base a flujo. Si bien actualmente no están las mejores condiciones para salir de ese mercado, no es descartable que el fondo llegue a 0% de exposición en el mediano plazo.**

*El fondo históricamente se endeudaba a nivel de la matriz, pero en el corto plazo tomó deuda en algunas filiales para aprovechar ciertas oportunidades de negocio*

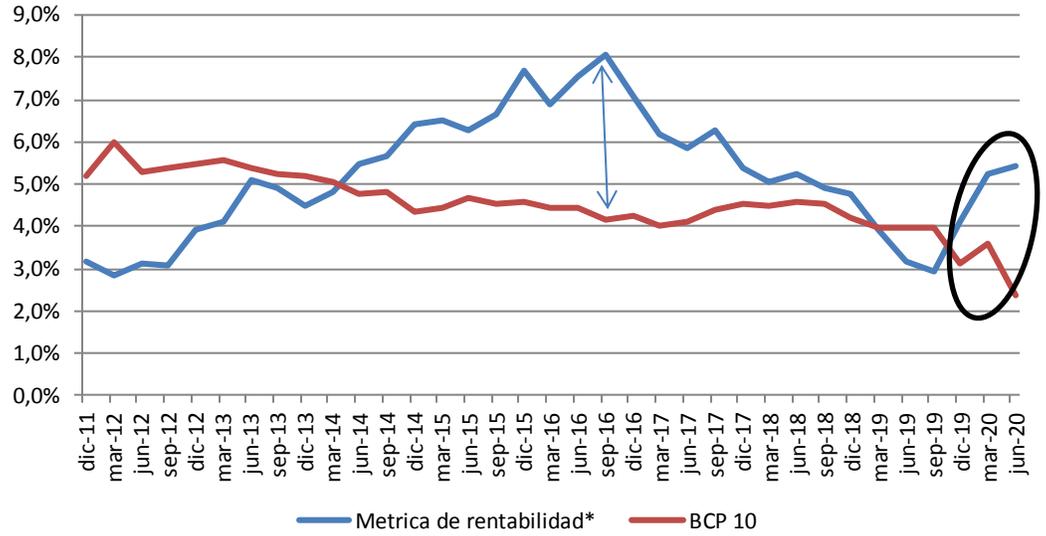
**El endeudamiento del fondo CFINRENTAS Independencia sigue siendo balanceado a pesar de adquisiciones recientes.** El fondo tiene dos líneas de bonos por UF 3,5 millones en total en la matriz, y uno de ellos (por UF 2 millones) tiene vencimiento el 15 de julio de 2021. Ambos bonos tienen tasas de caratula mayores a las últimas transacciones, sin embargo, actualmente el mercado se encontraría poco líquido para refinanciar, por lo que probablemente en 2021 según las condiciones de mercado se podría evaluar. El fondo históricamente se endeudaba a nivel de la matriz, pero en el corto plazo tomó deuda en algunas filiales para aprovechar ciertas oportunidades de negocio. Se espera que dadas las condiciones actuales de la industria, exista mayor interés por vender edificios completos, que es lo que el fondo busca preferentemente. Según el reglamento interno vigente, el fondo puede endeudarse hasta un 100% del patrimonio, por lo que tiene holgura suficiente para aprovechar oportunidades en el corto plazo. Se descarta un aumento de capital salvo que se trate de un negocio muy atractivo y de alto monto.

*Creemos que tras la fuerte caída observada en el corto plazo, las valorizaciones del fondo vuelven a estar razonablemente atractivas.*

**Tras la fuerte caída en el valor de la cuota observada tras el estallido social y la pandemia, las valorizaciones del fondo se encuentran hoy en un nivel bastante más razonable.** Previo al estallido social en Chile, las cuotas de fondos de renta inmobiliaria estaban viviendo un verdadero apogeo con valorizaciones sobre 1,4x bolsa libro, esto se dio en un contexto de tasas relativamente bajas en la renta fija y una creciente búsqueda de retorno por dividendos. Desde el 18 de octubre a la fecha, la cuota del fondo sin dividendos cayó 96% hasta un nivel bolsa libro actual de 0,98x. En la ficha trimestral, el fondo reporta una utilidad operacional neta (NOI) 12 meses de aprox. UF 1,38 millones, lo que a los niveles actuales implicaría un atractivo "cap rate" (NOI / market cap) de aprox. 10%. Sin embargo, para justificar una determinada valoración creemos que es importante poner estos números en un contexto histórico, sin embargo, El NOI que reporta el fondo está desde hace un par de trimestres por lo que no es posible construir una historia. Dado esto, lo que hacemos es calcular una métrica alternativa, incluyendo el beneficio neto percibido (BNP) que es el flujo desde donde se pagan los dividendos y lo dividimos por el patrimonio a valor de mercado (market cap). Esta métrica la comparamos con las tasas libre de riesgo a nivel histórico, donde a mayor diferencial (spread) es más atractiva la cuota del fondo. **En este sentido, según nuestros cálculos, previo al estallido social (18-octubre 2019), el fondo se encontraba con un nivel de valorización bastante alto y difícil de justificar en nuestra opinión, sin embargo tras la fuerte caída que experimentó el valor de la cuota, el spread o diferencial actual se encuentra nuevamente en niveles razonablemente atractivos.**

METRICA DE RENTABILIDAD\* VS. BCP10

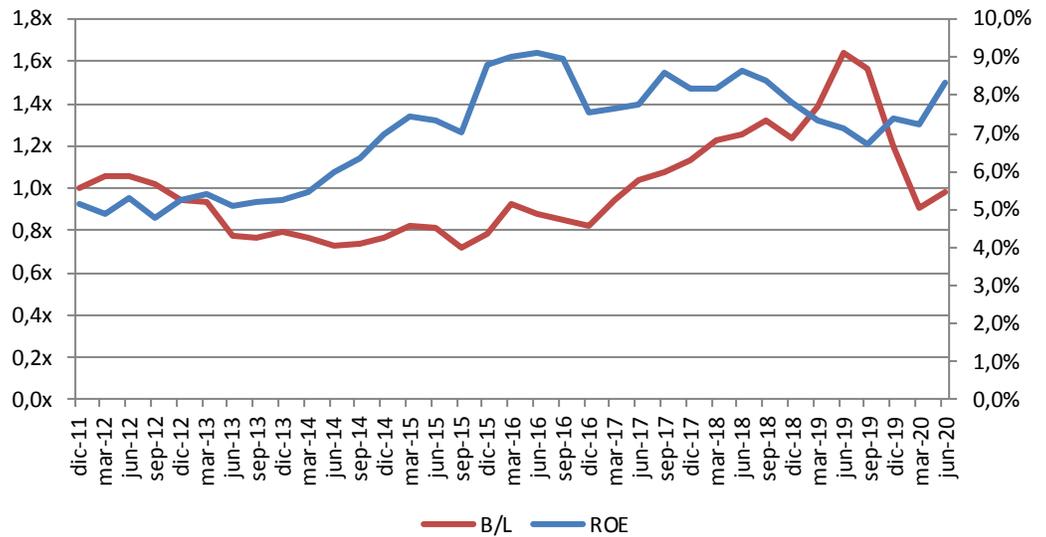
El spread entre nuestro cálculo de rentabilidad implícita vs. la tasa libre de riesgo vuelve a mostrar niveles atractivos en valorización relativa.



Métrica de rentabilidad\* (BNP/Market cap)  
 Fuente: BICE Inversiones

ROE VS. BOLSA LIBRO

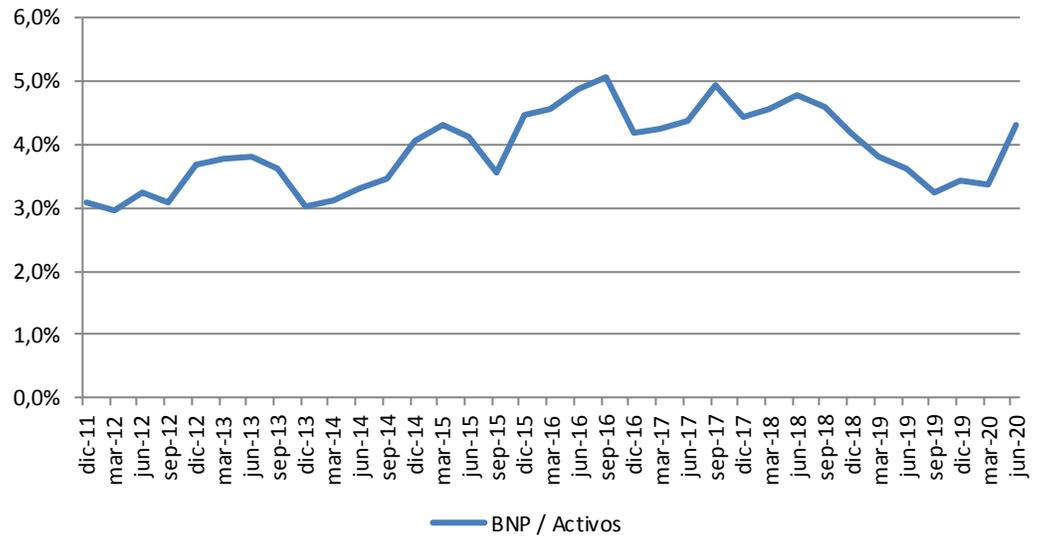
La incertidumbre sobre la industria en el largo plazo podrían estar justificando la fuerte devaluación de la clase de activo a nivel local y global.



Fuente: BICE Inversiones

**BNP SOBRE ACTIVOS**

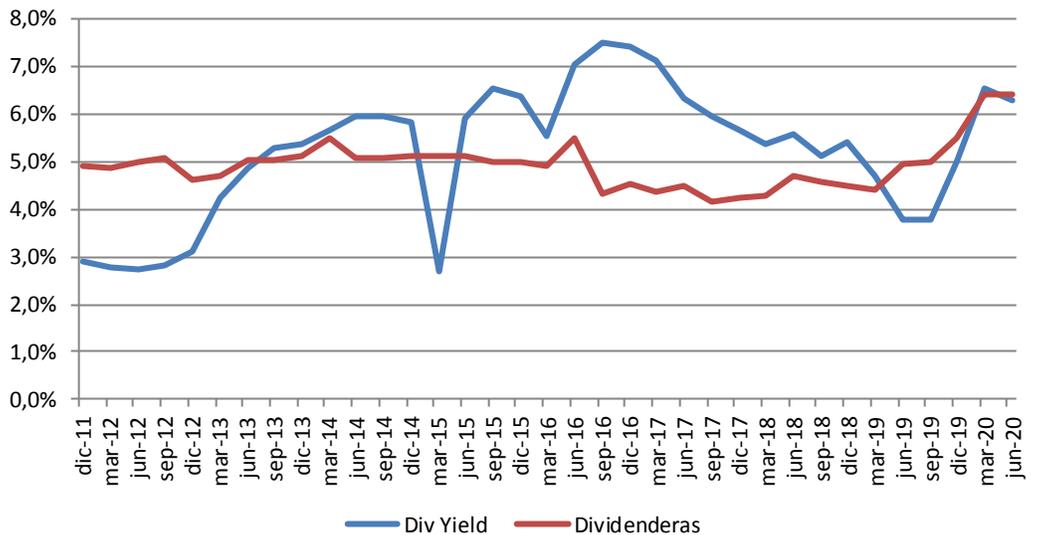
Tras la recepción de Parque San Damián el BNP sobre activos cayó levemente, aunque en la medida que dicho proyecto se vaya colocando al 100% deberíamos observar una importante normalización.



Fuente: BICE Inversiones

**RETORNO POR DIVIDENDOS CFINRENTAS VS. DIVIDENDERAS BOLSA**

El retorno por dividendos de CFINRENTAS Independencia calculado sobre los últimos 12 meses aumentó fuertemente en el corto plazo, sin embargo es un nivel similar al de compañías dividenderas de la bolsa local pero con menor riesgo, en nuestra opinión.



Dividenderas bolsa usa enel chile, aguas-A e ILC

Fuente: BICE Inversiones

## 2. VALORIZACIÓN Y ANALISIS DE SENSIBILIDAD

Nuestro precio objetivo es un promedio entre (1) un Gordon Growth Model (GGM) o modelo de crecimiento constante, y (2) una valorización por múltiplos usando un B/L 2021E de 1,0x. En particular, para la valorización por GGM usamos una tasa libre de riesgo (Rf) de 2,5% (basado en el BCP10), y un beta de 0,60 el cual es consistente con un costo de capital (Ke) de 6,4%. Adicionalmente, dada la incertidumbre actual en la industria estamos usando un crecimiento nominal (G) de 3% (0% real basado en una inflación de 3% en el largo plazo).

### VALORIZACIÓN - CFINRENTAS INDEPENDENCIA

INDEPENDENCIA - GGM (1)	
Rf	2,5%
Beta	0,60
Premio x riesgo	6,50%
Ke	6,4%
G	3,0%
VPN Dividendos	183.290
Perpetuidad	471.283
Patrimonio	654.573
# Cuotas (Mn)	252,6
P° objetivo (1)	2.591

INDEPENDENCIA - B/L (2)	
B/L 2021E	1,0x
P° objetivo (2)	1.719

INDEPENDENCIA - (1)+(2)	
P° objetivo (1) + (2)	2.155
- descuento por liquidez 15%	15%
P° objetivo	1.832
P° actual	1.630
Upside	12,4%
+ Dividend Yield 21E	5,5%
Retorno total	17,8%

Fuente: BICE Inversiones

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD - CFINRENTAS INDEPENDENCIA

Crecimiento (G)	Tasa de descuento (Ke)				
	7,4%	6,9%	6,4%	5,9%	5,4%
2,0%	1.420	1.490	1.577	1.685	1.825
2,5%	1.494	1.580	1.688	1.828	2.015
3,0%	1.584	1.692	<b>1.832</b>	2.019	2.283
3,5%	1.696	1.835	2.023	2.287	2.687
4,0%	1.839	2.026	2.290	2.690	3.368

B/L	Tasa de descuento (Ke)				
	7,4%	6,9%	6,4%	5,9%	5,4%
0,6	1.291	1.400	1.539	1.727	1.991
0,8	1.438	1.546	1.686	1.873	2.137
1,0	1.584	1.692	<b>1.832</b>	2.019	2.283
1,2	1.730	1.838	1.978	2.165	2.429
1,4	1.876	1.984	2.124	2.311	2.575

Fuente: BICE Inversiones

**DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS**
**RENTA VARIABLE LOCAL**

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

Paulina Vargas J.  
*Analista de Inversiones*  
 paulina.vargas@bice.cl  
 +(562) 2692 3486

Jonathan Fuchs N.  
*Analista de Inversiones*  
 jonathan.fuchs@bice.cl  
 +(562) 2692 2527

Manuel Barrientos A.  
*Analista de Inversiones*  
 manuel.barrientos@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**

Cynthia Urrutia C.  
*Analista de Estrategia*  
 cynthia.urrutia@bice.cl  
 +(562) 2692 7982

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

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

**DISTRIBUCIÓN**
**RENTA VARIABLE**

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

Mario Vinagre Z.  
*Renta Variable local*  
 mario.vinagre@bice.cl  
 +(562) 2692 2558

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

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

**RENTA FIJA LOCAL**

Andrés de la Cerda G.  
*Gerente Renta Fija y Monedas*  
 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

**RENTA FIJA INTERNACIONAL**

Carlos Schneider  
*Subgerente Renta Fija Internacional*  
 carlos.schneider@bice.cl  
 +(562) 2520 7915

José Miguel Alcalde R.  
*Operador Renta Fija Internacional*  
 jose.alcalde@bice.cl  
 +(562) 2520 7905

*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 Superintendencia de Valores y Seguros 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, inversiones en el emisor o emisores analizados en el mismo. 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. informa que tiene un contrato de market maker con el emisor. 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, en cuyo caso deberán regirse por el "Manual para transacciones de acciones y otros valores por parte del personal e BICECORP S.A. y sus filiales", y que se encuentra disponible en [www.biceinversiones.cl](http://www.biceinversiones.cl).*