

## Sector Bancario: Deterioro del escenario local acota atractivo en el sector.

### Resumen

Los resultados del sector se vieron presionados durante 2019 principalmente debido a un aumento del costo por riesgo del sistema (gasto en provisiones sobre colocaciones), dada la implementación de la nueva norma de provisiones en la cartera pyme en julio y un empeoramiento del escenario local en línea con las movilizaciones a partir de octubre, mostrando un impacto significativo tanto en el empleo como en la actividad, además de mayores dificultades de pagos debido a cierres de sucursales y mayores limitaciones en el transporte público.

Como consecuencia de lo anterior, esperamos un menor crecimiento en colocaciones durante 2020, ubicándose en torno a 5,5% en términos nominales, con una menor expansión en los segmentos más riesgosos, lo que vendría acompañado de un aumento del costo por riesgo del sistema en torno a 10 p.b.

Hacia adelante, esperamos un crecimiento de la economía local de 1,5% en 2020 y 3,2% en 2021, con una elasticidad sobre las colocaciones que iría convergiendo a 1,4 en el largo plazo.

Por el lado de la inflación, consideramos que las presiones se mantienen contenidas. Nuestro escenario base considera una inflación de 3% para el año, aumentando 50 p.b desde nuestro último escenario, por efecto de la depreciación cambiaria. Además, esperamos una mantención en la tasa de política monetaria hasta 2021, donde comenzaría su normalización.

En definitiva, esperamos que los bancos bajo cobertura registren un aumento de utilidad de 6% en 2020 impulsado principalmente por una leve mejora en los márgenes de interés y eficiencias, compensando el mayor costo por riesgo.

**Si bien consideramos que existen algunos espacios de valorización, el panorama para el sector presenta desafíos importantes debido a presiones en el empleo y un débil crecimiento local. Sin embargo, vemos oportunidades en Banco Santander debido a una valorización atractiva (P.O: 53) y Banco de Chile (P.O: 100). Por otro lado, recomendamos Neutral BCI (P.O: \$44.200) e ItaúCorpbanca (P.O: 4,5).**

**Nicolás Libuy I.**  
Analista Sector  
Bancario, Retail y  
Construcción  
nicolas.libuy@security.cl

**Felipe Jaque S.**  
Economista jefe  
felipe.jaque@security.cl

### Cuadro 1: Resumen Recomendación

Empresa	Recomendación	Precio Objetivo	P/U Forward	B/L Forward	Dividend Yield
BCI	Neutral	44.200	11,5	1,3	2,7
Banco de Chile	Sobreponderar	100	16,8	3,0	4,0
ItaúCorpbanca	Neutral	4,5	13,4	1,3	1,6
Santander	Sobreponderar	53	15,6	2,9	3,9

## Mejoras en eficiencia impulsarían resultados.

BCI obtuvo a noviembre una utilidad de \$362.437 millones (0% a/a), lo que incorpora la venta de su participación en Credicorp (\$8.800 millones). Por el lado operacional, el margen de interés neto alcanzó los \$1.201.738 millones (23% a/a) y los ingresos netos por comisiones llegaron a \$323.775 millones, a la vez que la eficiencia (gastos de apoyo/R. operacional bruto) alcanzó el 49,9% v/s 53,2% en noviembre 2018. En el caso de las colocaciones, a nivel consolidado estas crecieron 18,7%, donde las colocaciones de consumo crecieron 26,6%, a las vez que las de vivienda y comerciales crecieron 15,9% y 18,4% respectivamente. Esto luego de la incorporación de Walmart Servicios Financieros (WSF) en Chile y Total Bank en Estados Unidos.

Luego de inversiones en automatización de procesos y mejoras provenientes de las adquisiciones realizadas durante 2018, la compañía anotó un aumento de 330 p.b a noviembre, llegando a 49,9%, lo que esperamos continúe durante 2020 con una mejora de 130 p.b, llegando a niveles de 48,8% en el largo plazo.

Por el lado del costo por riesgo, este se vio afectado por la adquisición de una cartera más riesgosa (WSF) y la implementación de la nueva norma de provisiones en la cartera pyme (US\$ 33 millones y US\$ 31 millones respectivamente), dada la composición de la cartera y el mayor riesgo en Chile, el costo por riesgo del banco llegó a 1,3% a noviembre, frente a 0,97% un año atrás. En este escenario y considerando la exposición del banco a segmentos riesgosos, esperamos que su costo por riesgo se ubique en torno a 1,31% en 2020, tomando en consideración sus operaciones en Estados Unidos.

Finalmente, esperamos que la compañía mantenga un margen de interés neto en torno a 3,6%, similar a 2019.

## Riesgos

- ↓ Mayor aumento del costo por riesgo, debido a una debilidad en el empleo en Chile y la posible implementación de la nueva norma de provisiones en la cartera de consumo.
- ↓ Mejoras en eficiencias más lento a lo esperado.
- ↓ Recuperación del costo por riesgo más lento a lo esperado.

## BCI

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$44.200

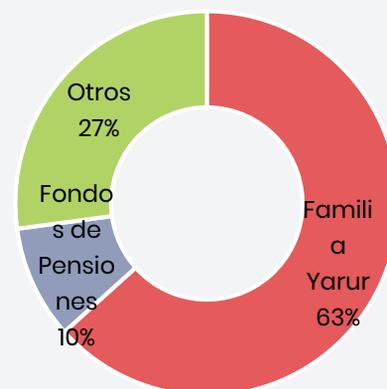
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	BCI
Riesgo	Medio
Precio Objetivo (\$/US\$)	44.200
Precio Actual (\$)	37.100
Precio Min/Max 12M (\$)	33.600 / 47.000
Market Cap (MMUS\$)	6.841
Volumen Diario (MMS)*	3.850
Nº Acciones (millones)	141,6
Free Float	41%
Peso IPSA	5,6%
Dividend Yield 12M	2,7%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria

Sector: Bancos | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$) : 37.100 | P. Objetivo: \$44.200

### Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interés Neto (MIN)	934.828	1.080.197	1.270.853	1.383.236	1.580.750,4
Variación (%)	3,3	15,6	17,7	8,8	14,3
Resultado Operacional Bruto	1.380.702	1.585.203	1.826.529	1.996.138	2.252.407,8
Variación (%)	7,4	14,8	15,2	9,3	12,8
Gasto en Provisiones	-212.653	-266.313	-408.024	-444.826	-366.363,3
Gastos de Apoyo	-741.612	-864.277	-948.513	-1.010.798	-1.118.462,0
Resultado Operacional Neto	426.437	454.613	469.993	540.515	767.582,5
Variación (%)	5,1	6,6	3,4	15,0	42,0
Utilidad Neta	371.403	395.794	393.257	448.649	621.751,1
Variación (%)	9,2	6,6	-0,6	14,1	38,6
Margen Neto (%)	39,7	36,6	30,9	32,4	39,3

INDICADORES OPERACIONALES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interés Neto (%)	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,9%
Eficiencia (%)	-53,7	-54,5	-51,9	-50,6	-49,7
Morosidad (%)	1,3	1,2	1,7	-	-
Cobertura (x)	1,3	1,6	1,0	-	-
Costo por riesgo (%)	-0,9	-1,0	-1,3	-1,3	-1,0

VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	42.780	45.085	34.100	-	-
Precio Utilidad (x)	13,6	15,7	12,2	11,5	8,3
Bolsa Libro (x)	2,0	2,1	1,3	1,3	1,2
Política de Dividendos (%)	35,0	35,3	35,0	35,0	35,0
ROA (%)	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	1,2%
ROE (%)	14,2%	12,8%	11,0%	11,6%	14,8%

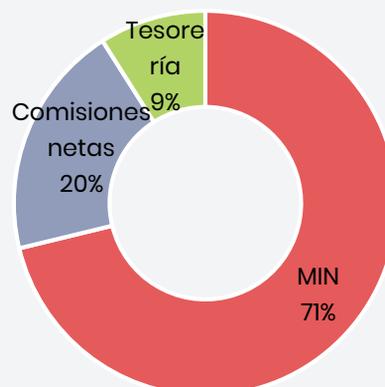
Fuente: Departamento de Estudios

### Mix de Colocaciones



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

### Distribución Resultado O.Bruto



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

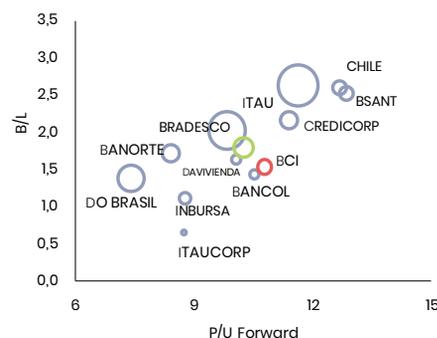
### P/U Trailing



### B/L Tangible Trailing



### Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Buena calidad de activos en entorno desafiante

Banco de Chile registró una utilidad por \$526.392 millones a noviembre (-2,3% a/a), afectado en gran medida por un aumento del gasto en provisiones (24,5 % a/a) y los gastos de apoyo (8,2% a/a). Por el lado de los depósitos, estos se mantuvieron estables, en torno al 28% de los pasivos del banco, con una tasa de fondeo de 3,2%. Finalmente, el banco tuvo un crecimiento de 14,2% a/a en colocaciones de vivienda, y de 8,6% y 1,5% a/a en el segmento comercial y de consumo respectivamente.

Hacia adelante, el banco alcanzaría un crecimiento en colocaciones en línea con el sistema (5,4% a/a), con un enfoque en clientes *retail*, segmento que se caracteriza por tener mayores spreads, a la vez que los márgenes de interés neto se mantendrían en los niveles registrados durante 2019 (4,3%).

En el caso de la eficiencia, nuestro escenario base considera una leve mejora de 20 puntos base este año, llegando a 44,3% en 2020 (44,2% a noviembre de 2019), esto como resultado de mejoras en automatización de procesos. Sin embargo, esperamos que esta se mantenga en el largo plazo, dado un aumento en los costos salariales.

Finalmente, a pesar de que consideramos que el banco presenta una buena calidad de sus activos, mostrando cifras de morosidad muy por debajo del sistema (1,3% v/s 1,74%), esperamos que el costo por riesgo (gasto en provisiones/ colocaciones) esté en torno a 1,24% durante el año (1,21% a noviembre), afectado negativamente por un aumento del desempleo y la actividad, presionando a los segmentos más riesgosos del sistema.

## Riesgos

- ↓ Mayor aumento del costo por riesgo, debido a una debilidad en el empleo en Chile y la posible implementación de la nueva norma de provisiones en la cartera de consumo.
- ↓ Ratio de cobertura muestra presión a la baja.

## Banco de Chile

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$100

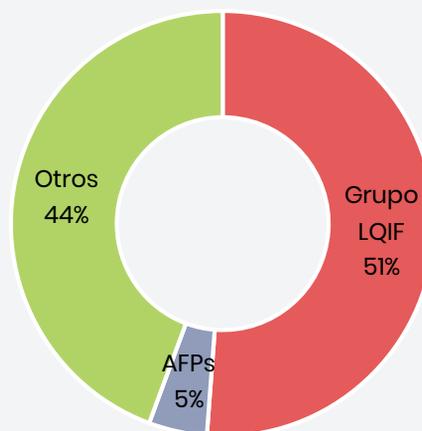
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	CHILE
Riesgo	Bajo
Conversión ADR	600
Precio Objetivo (\$)	100
Precio Actual (\$)	85,7
Precio Min/Max 12M (\$)	79 / 106
Market Cap (MMUS\$)	11.270
Volumen Diario (MM\$)*	10.326
Nº Acciones (millones)	101.017,1
Free Float	32%
Peso IPSA	10,6%
Dividend Yield 12M	4,0%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria

Sector: Bancos | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$): 85,7 | P. Objetivo: \$100

**Estado de Resultados**

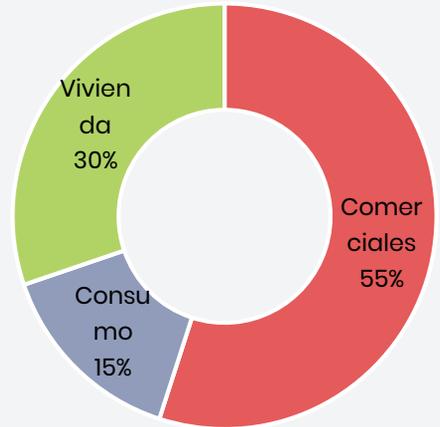
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interés Neto (MIN)	1.229.438	1.319.911	1.376.637	1.448.234	1.573.029,4
Variación (%)	0,7	7,4	4,3	5,2	8,6
Resultado Operacional Bruto	1.676.009	1.837.294	1.967.719	2.076.830	2.252.151,0
Variación (%)	-1,6	9,6	7,1	5,5	8,4
Gasto en Provisiones	-234.982	-281.410	-346.671	-380.409	-373.465,3
Gastos de Apoyo	-756.037	-811.735	-875.635	-918.997	-996.576,8
Resultado Operacional Neto	684.990	744.149	745.413	777.424	882.108,9
Variación (%)	7,6	8,6	0,2	4,3	13,5
Utilidad Neta	576.012	594.872	580.118	589.450	668.268,1
Variación (%)	4,3	3,3	-2,5	1,6	13,4
Margen Neto (%)	46,9	45,1	42,1	40,7	42,5

INDICADORES OPERACIONALES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interés Neto (%)	4,5%	4,5%	4,3%	4,3%	4,4%
Eficiencia (%)	-45,1	-44,2	-44,5	-44,3	-44,3
Morosidad (%)	1,2	1,1	1,1	-	-
Cobertura (x)	1,8	2,0	1,9	-	-
Costo por riesgo (%)	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-1,1

VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021E
Precio de cierre (\$)	98,6	99,2	79,7	-	-
Precio Utilidad (x)	17,5	16,6	13,8	14,7	13,0
Bolsa Libro (x)	3,2	3,1	2,3	2,4	2,2
Política de Dividendos (%)	55,6	61,9	59,9	60,0	60,0
ROA (%)	1,8%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%
ROE (%)	18,5%	18,0%	17,2%	16,1%	17,0%

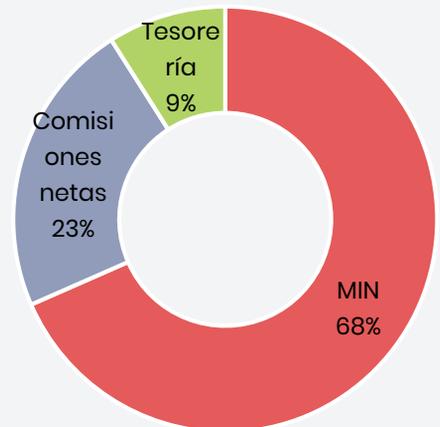
Fuente: Departamento de Estudios

**Mix de Colocaciones**



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

**Distribución Resultado O.Bruto**



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

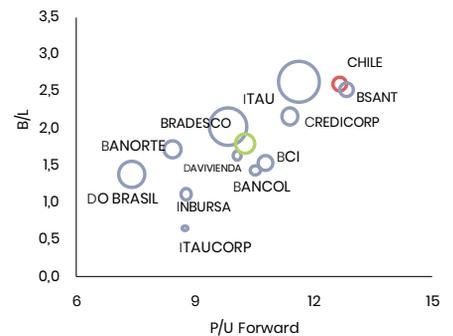
**P/U Trailing**



**B/L Tangible Trailing**



**Comparables**



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Paulatinas mejoras en eficiencias

ItaúCorpbanca obtuvo a noviembre una utilidad de \$118.571 millones (-31% a/a), afectado por un mayor gasto en provisiones (33,8% a/a), a la vez que el margen de interés neto (MIN) se mantuvo plano en los \$775.608 millones, con una fuerte recuperación en su ratio de eficiencia el que alcanzó el 55% (60,3% noviembre 2018). Por el lado de las colocaciones, estas aumentaron a nivel consolidado un 11,2% a/a, con el mayor crecimiento en las colocaciones comerciales 12,9% a/a. En Colombia, la operación muestra tasas de crecimiento negativas en moneda local, anotando un -5% en noviembre. En Chile, las colocaciones totales aumentaron 11,5% a/a.

Esperamos que durante el año, ItaúCorpbanca mantenga tasas de crecimiento en colocaciones levemente por debajo del mercado, en torno a 5,2%, donde la estrategia de la compañía se mantiene en el segmento *retail*, el que acompañado de un menor costo de fondeo impulsaría el margen de interés neto hasta 3,5%.

Si bien nuestro escenario base considera un crecimiento entre 3% y 3,5% en Colombia, lo que llevaría a un crecimiento en colocaciones en torno al 7% (nominal), nuestro escenario base considera un crecimiento en torno a 4% para las colocaciones del banco. Por otro lado, esperamos que sus resultados continúen mostrando mejoras en Colombia, aunque paulatinamente.

En términos de eficiencia, estimamos que la compañía registre cifras similares a 2019. Para el largo plazo consideramos mejoras graduales que los llevarían a niveles de 58%, manteniéndose por sobre sus pares.

Finalmente, nuestro escenario considera un costo por riesgo de 1,5%, debido a un empeoramiento del empleo y la actividad en Chile.

## Riesgos

- ↓ Niveles de capitalización más bajos que sus pares.
- ↓ Alta exposición a grandes empresas, generando riesgo de crédito.
- ↑ Mayor espacio de mejora en sus niveles de eficiencia.
- ↓ Mayor aumento del costo por riesgo, debido a una debilidad en el empleo en Chile y la posible implementación de la nueva norma de provisiones en la cartera de consumo.
- ↓ Recuperación de márgenes más lento a lo esperado.

## ItaúCorpbanca

**Recomendación:** Neutral

**Precio Objetivo:** \$4,5

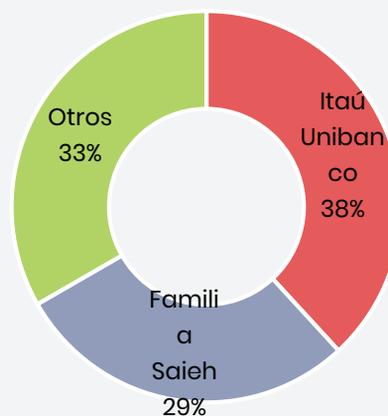
### INFORMACIÓN RELEVANTE

Ticker BCS	ITAUCORP
Riesgo	Alto
Conversión ADR	1500
Precio Objetivo (\$)	4,5
Precio Actual (\$)	4,4
Precio Min/Max 12M (\$)	3,8 / 6,7
Market Cap (MMUS\$)	2.936
Volumen Diario (MM\$)*	1.587
Nº Acciones (millones)	512.406,8
Free Float	51%
Peso IPSA	2,2%
Dividend Yield 12M	1,6%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria

Sector: Bancos | Recomendación: Neutral | P. Actual (\$) : 4,4 | P. Objetivo: \$4,5

### Estado de Resultados

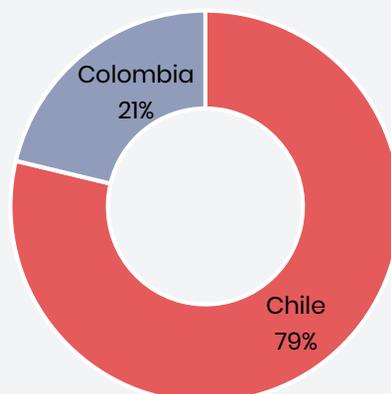
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interés Neto (MIN)	760.734	846.991	861.683	961.766	1.040.088
Variación (%)	0,6	11,3	1,7	11,6	8,1
Resultado Operacional Bruto	993.833	1.169.002	1.192.444	1.290.111	1.408.146
Variación (%)	6,5	17,6	2,0	8,2	9,1
Gasto en Provisiones	-339.118	-242.490	-321.639	-351.093	-311.668
Gastos de Apoyo	-668.790	-673.300	-705.927	-761.166	-823.765
Resultado Operacional Neto	-14.075	253.212	164.878	177.852	272.712
Variación (%)	-	-	-34,9	7,9	53,3
Utilidad Neta	57.447	172.047	121.633	134.530	208.026
Variación (%)	-	199,5	-29,3	10,6	54,6
Margen Neto (%)	7,6	20,3	14,1	14,0	20,0

INDICADORES OPERACIONALES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interes Neto (%)	3,3%	3,4%	3,3%	3,5%	3,5%
Eficiencia (%)	-67,3	-57,6	-59,2	-59,0	-58,5
Morosidad (%)	1,6	1,4	1,5	-	-
Cobertura (x)	2,1	2,2	2,3	-	-
Costo por riesgo (%)	-1,6	-1,2	-1,5	-1,5	-1,3

VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	5,6	6,5	4,4	-	-
Precio Utilidad (x)	53,0	30,0	18,8	17,1	11,1
Bolsa Libro ajustado (x)	1,4	1,6	1,0	1,0	0,9
Política de Dividendos (%)	30,0	40,0	30,0	30,0	30,0
ROA (%)	0,2%	0,6%	0,4%	0,4%	0,6%
ROE (%)	1,8%	5,2%	3,3%	3,6%	5,3%

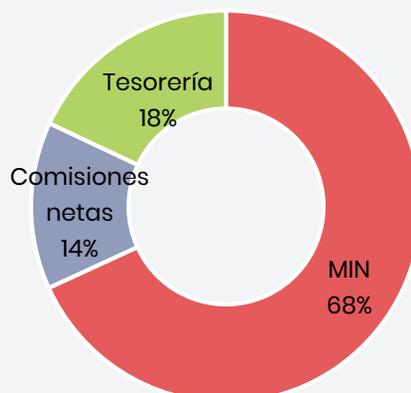
Fuente: Departamento de Estudios

### Mix de Colocaciones



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

### Distribución Resultado O.Bruto



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

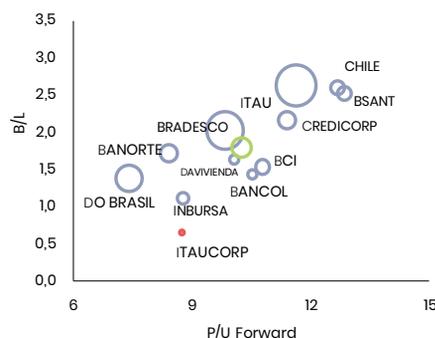
### P/U Trailing



### B/L Tangible Trailing



### Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

## Eficiencia y márgenes impulsarían valorización.

Santander registró una utilidad de \$507.363 millones a noviembre (-5,4% a/a), donde los bajos registros de inflación y un aumento considerable del gasto en provisiones (21% a/a) presionó los resultados del banco. Por su parte, las comisiones netas llegaron a \$258.669 millones (-3% a/a) y la eficiencia alcanzó el 40,2% (40,4% noviembre 2018). Las colocaciones, en tanto, registraron un crecimiento de 8,8%, donde el segmento de consumo creció 13,9% a/a y los segmentos de vivienda y comercial anotaron crecimientos de 10,4% a/a y 6,1% a/a respectivamente.

Estimamos un crecimiento en colocaciones de 5,5% en 2020, en línea con el mercado e impulsado por segmentos con mayor rentabilidad, principalmente ligados al *retail*. Esto llevaría a un MIN de 4,5% para el año. Para el largo plazo esperamos un MIN de 4,8%, luego de una normalización de la inflación.

A pesar de que los niveles de eficiencia se han visto afectados por mayores gastos en automatización de procesos y ciberseguridad, nuestras estimaciones se ubican en torno a 40,5% en el largo plazo, manteniendo cifras más positivas que el sistema.

Finalmente, esperamos que el costo por riesgo (gasto en provisiones / colocaciones), pase de 1,23% en 2019 a 1,29% en 2020, debido un empeoramiento de las cifras de empleo y una actividad local más débil, presionando el costo por riesgo durante el año, para luego normalizarse en 1,12% en el largo plazo.

## Riesgos

- ↓ Menores tasas efectivas en segmento de vivienda, debido a mayor competencia.
- ↓ Mayor aumento del costo por riesgo, debido a una debilidad en el empleo en Chile y la posible implementación de la nueva norma de provisiones en la cartera de consumo.

## Santander

**Recomendación:** Sobreponderar

**Precio Objetivo:** \$53

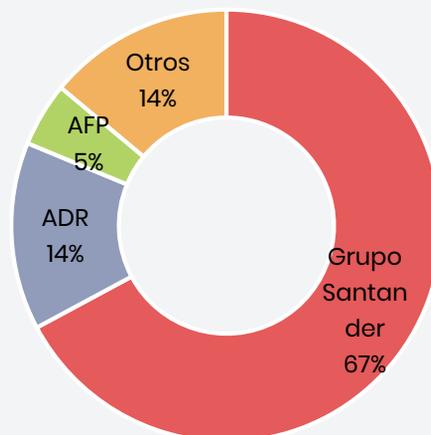
### INFORMACIÓN RELEVANTE

<b>Ticker BCS</b>	BSANTANDER
<b>Riesgo</b>	Bajo
<b>Conversión ADR</b>	400
<b>Precio Objetivo (\$)</b>	53
<b>Precio Actual (\$)</b>	46
<b>Precio Min/Max 12M (\$)</b>	41,6 / 54,0
<b>Market Cap (MMUS\$)</b>	11.287
<b>Volumen Diario (MM\$)*</b>	6.940
<b>N° Acciones (millones)</b>	188.446,1
<b>Free Float</b>	33%
<b>Peso IPSA</b>	7,4%
<b>Dividend Yield 12M</b>	3,9%

Fuente: Bloomberg

\* Promedio últimos 3 meses

### Estructura de Propiedad



Fuente: Memoria

Sector: Bancos | Recomendación: Sobreponderar | P. Actual (\$) : 46 | P. Objetivo: \$53

### Estado de Resultados

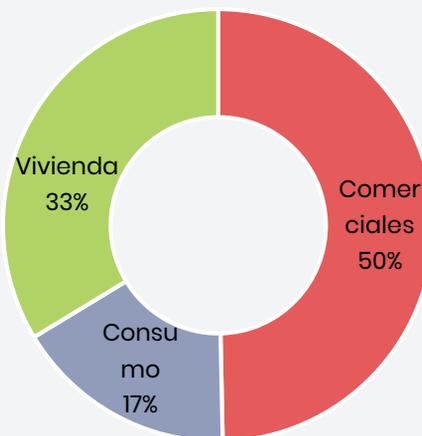
ESTADO DE RESULTADOS					
Millones de \$	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interés Neto (MIN)	1.326.691	1.414.368	1.484.304	1.637.342	1.797.148
Variación (%)	3,5	6,6	4,9	10,3	9,8
Resultado Operacional Bruto	1.721.011	1.804.082	1.901.314	2.048.479	2.215.464
Variación (%)	7,0	4,8	5,4	7,7	8,2
Gasto en Provisiones	-299.205	-325.085	-386.434	-431.835	-425.825
Gastos de Apoyo	-704.893	-721.933	-770.032	-829.634	-897.263
Resultado Operacional Neto	716.913	757.064	744.848	787.010	892.376
Variación (%)	23,9	5,6	-1,6	5,7	13,4
Utilidad Neta	564.815	591.902	564.426	587.317	666.409
Variación (%)	19,6	4,8	-4,6	4,1	13,5
Margen Neto (%)	42,6	41,8	38,0	35,9	37,1

INDICADORES OPERACIONALES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen de Interés Neto (%)	4,4%	4,5%	4,4%	4,5%	4,6%
Eficiencia (%)	-41,0	-40,0	-40,5	-40,5	-40,5
Morosidad (%)	2,3	2,1	2,1	-	-
Cobertura (x)	1,3	1,3	1,3	-	-
Costo por riesgo (%)	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,2

VALORIZACIONES					
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	48,2	51,7	43	-	-
Precio Utilidad (x)	17,1	16,6	14,4	14,8	13,0
Bolsa Libro (x)	3,0	3,1	2,4	2,3	2,2
Política de Dividendos (%)	75,0	60,0	60,0	60,0	65,0
ROA (%)	1,6%	1,5%	1,3%	1,3%	1,4%
ROE (%)	18,4%	18,3%	16,0%	15,6%	16,4%

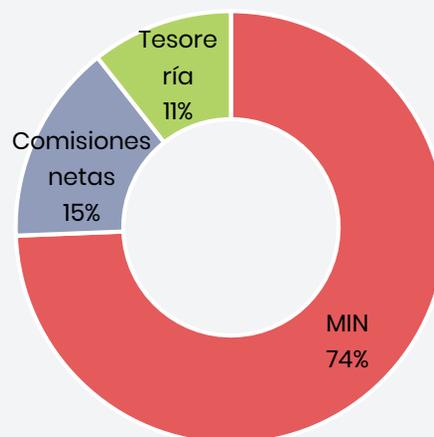
Fuente: Departamento de Estudios

### Mix de Colocaciones



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

### Distribución Resultado O.Bruto



Fuente: SBIF, Departamento de Estudios

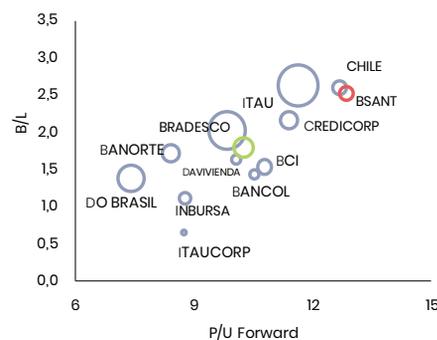
### P/U Trailing



### B/L Tangible Trailing



### Comparables



Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web [inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl)

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes. Santiago, Chile.  
[inversionessecurity.cl](http://inversionessecurity.cl) • [@inv\\_security](https://www.instagram.com/inv_security) • (56 2) 2581 5600

**INVERSIONES** 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.