

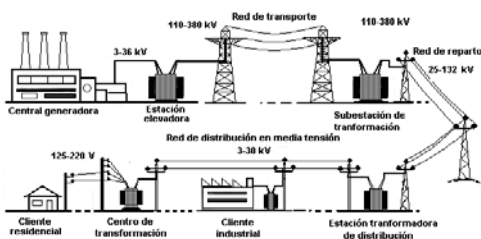


## Sector Eléctrico

Informe Sectorial  
Estudios EuroAmerica  
lunes 12 de diciembre de 2011

### ¿Otra vez La Niña?

#### Repaso de la industria



La industria eléctrica cumple un papel estratégico en la economía de cualquier país, ya que la electricidad es un insumo básico tanto para los hogares como para las industrias que requieren de energía. Por ende, es necesario contar con un sistema eléctrico que crezca, tanto por aumentos de la demanda eléctrica –cobertura-, como en niveles de eficiencia y brinde condiciones -de seguridad y de desarrollo- que garanticen el normal desarrollo de la economía nacional.

Lo complejo de esta industria es que todos los planes de desarrollo, tanto a nivel de fuentes generadoras como transmisoras, son de largo plazo, tanto así para la evaluación de los proyectos como en el desarrollo de los mismos.

Bajo este contexto, detallaremos la situación de Chile:

En nuestro país existen 2 grandes sistemas interconectados independientes, El SIC (Sistema Interconectado Central) y el SING (Sistema Interconectado del Norte Grande). Estos 2 sistemas concentran la mayor cantidad de población y fuentes productivas, además existen 2 pequeños sistemas que alimentan a la XI y XII regiones.

El SING es el sistema eléctrico que alimenta a las regiones I, II y XV. Estas regiones poseen los principales yacimientos mineros del país y posee una baja densidad poblacional. Este sistema, enclavado en el norte grande, se caracteriza por concentrar más del 99% de su capacidad instalada en fuentes termoeléctricas -como el gas, carbón, diesel, etc. -, ya que las condiciones geográficas no son propicias para la generación eléctrica a través de fuentes hídricas (recordar que el norte de Chile posee un clima árido).

El SIC en cambio, concentra a todas las regiones existentes desde Tal-Tal hasta Chiloé, donde se concentra la mayor parte de la población del país, agrupando las grandes ciudades, puertos e industrias. Este sistema posee aproximadamente un 52% de capacidad instalada de fuentes termoeléctricas, un 47% de fuentes hídricas y cerca de un 1% se basa en energía renovables -eólica y solar-. Dado el mix de generación que posee este sistema, el riesgo hidrológico es un ítem importante

al momento de evaluar y considerar los rendimientos de las empresas generadoras. Cabe destacar que en la actualidad posee un nivel de diversificación e inversión y desarrollo, que lo colocan en una mejor posición relativa respecto a la crisis energética que vivió el país a final de los años noventa.

### Análisis del sector en términos macro

Durante el año 2010 y 2011 la industria eléctrica, específicamente las empresas generadoras mostraron rendimientos bursátiles rezagados respecto al mercado. Lo que mermó los resultados corporativos de las empresas generadoras fue el alza en el precio de los combustibles y el comienzo de la sequía -producida por el fenómeno de La Niña-. Cabe destacar, que tanto en términos operativos como contractuales, la gran mayoría adoptó políticas comerciales adecuadas, reduciendo su exposición a factores hídricos. Además, las compañías han ido desarrollando nuevos proyectos que van enfocados en contar con mejores suministros de insumos - mejores contratos con proveedores e inversión en plantas gasificadoras- y diversificar la matriz energética.

Ahora bien, con el paso de los años tanto las compañías generadoras como el regulador han desarrollado mejores políticas de tarificación -para los clientes regulados y para los libres- que han reducido la exposición de las empresas a cambios en los costos productivos. En términos generales la industria ha ido mejorando su *pass-through*<sup>1</sup>, lo cual ha incentivado el desarrollo de proyectos de expansión de las operaciones, principalmente de las generadoras y en menor medida de las transmisoras.

Por otra parte, cabe destacar que el desarrollo de industria eléctrica está muy condicionado al crecimiento económico (en un mayor grado) y al crecimiento de la población (en menor grado).

<sup>1</sup> Pass-through: Traspaso de variaciones de costo desde productor hacia consumidor final. Esto le permite a las empresas mantener márgenes estables a lo largo del tiempo.

De manera puntual, Chile tiene la particularidad de ser un país en vías de desarrollo, del cual se espera que viva un proceso de expansión económica. Fuentes gubernamentales señalan que Chile en 10 años duplicará el nivel de energía utilizado.

Además, a nivel internacional, Latinoamérica es el continente que vivirá la mayor expansión de la industria, asociado al desarrollo que está teniendo la región.



Fuente: Anuario 2010 CDEC SIC

## Sistema Interconectado del Norte Grande (SING)

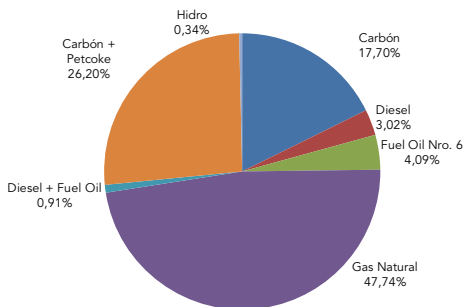


Fuente: Anuario 2009 CDEC SING

Este sistema interconectado abarca las 3 regiones ubicadas al norte de Chile -XV, I y II-, esta zona del país es la que concentra los principales yacimientos mineros.

El SING concentra aproximadamente el 24% de la energía eléctrica producida en Chile. Dada las características geográficas, la producción basada en fuentes hidrológicas es casi inexistente, por ende, se debe producir la mayor parte de la energía a través de la utilización de combustibles fósiles y carbón.

### Matriz Energética de la Capacidad Instalada

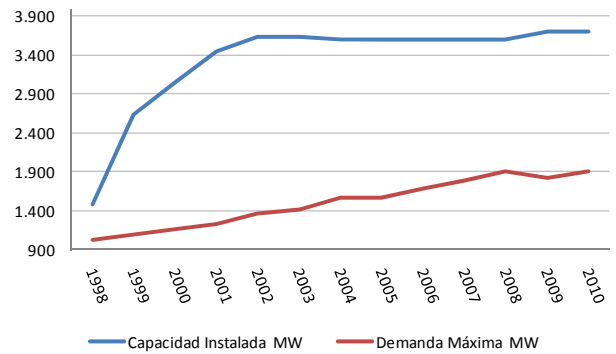


Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

Lo anterior, explica que los 2 principales factores que determinan el rendimiento de las empresas pertenecientes al SING sea el crecimiento de la industria minera -por sobre otras industrias y el crecimiento demográfico- y el precio de los combustibles.

Ahora bien, este sistema ha crecido rápido, incentivando la incorporación de nuevas inversiones. Este fuerte desarrollo y crecimiento experimentado a fines del siglo XX ha permitido cubrir con solidez las demandas eléctricas del SING y otorga a las empresas mineras la certeza que la electricidad no será un problema a la hora de extender o crear un nuevo proyecto.

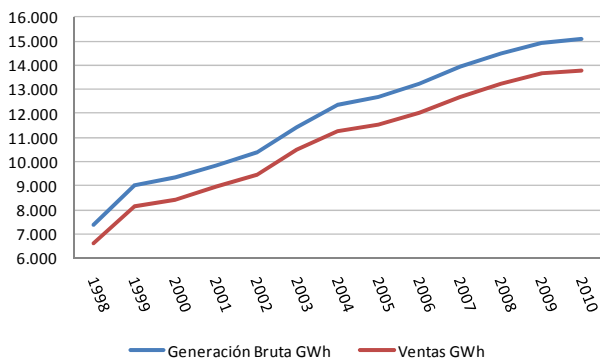
### Evolución de la capacidad instalada y la demanda



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

Un hecho destacable del SING es que a pesar de contar con una gran capacidad instalada, el nivel de generación va muy de la mano con lo que es demandado.

### Evolución de la capacidad instalada y la demanda

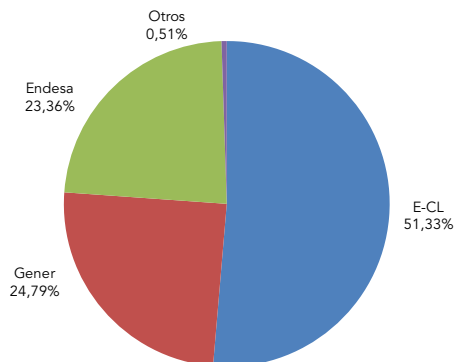


Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

Lo anterior, gracias a que la normativa chilena entrega las herramientas necesarias que permitan operar a aquellas fuentes de generación que poseen menores costos por unidad de energía generada, traspasando estos menores costos a los usuarios finales.

A nivel de empresas generadoras, existe un gran dominante en el SING, esta empresa es ECL (ex Edelnor), que cuenta con cerca de un 51% de la capacidad productiva.

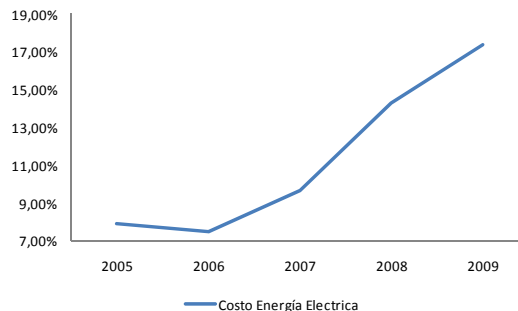
### Potencia Neta Instalada



Fuente: CDEC-SING, Estudios EuroAmerica.

La competencia de las empresas generadoras del SING se enfoca principalmente en la obtención de contratos de suministros a largo plazo con empresas mineras, ya que esto les asegura un alto volumen de ventas. Comúnmente en la asignación de estos contratos, influye el costo marginal de producción - lo que a la larga se traduce en un menor precio- y el nivel de *pass-through* de los costos productivos - asociados principalmente a la variación del costo de los combustibles-.

Estos contratos a largo plazo son importantes, ya que a medida que ha avanzado el tiempo, los costos de energía representan un mayor porcentaje de los costos directos de producción de las empresas mineras.

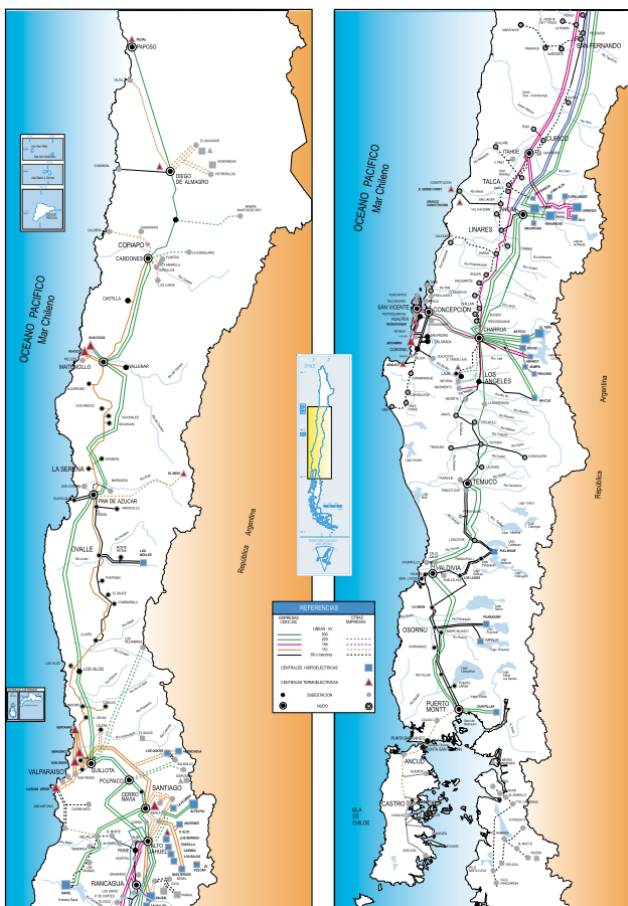


Fuente: Codelco, Estudios EuroAmerica.

Además, la CNE<sup>2</sup> estima un crecimiento del SING del 6% anual compuesto en el periodo de tiempo 2010 -2020.

<sup>2</sup> Comisión Nacional de Energía.

## Sistema Interconectado Central (SIC)

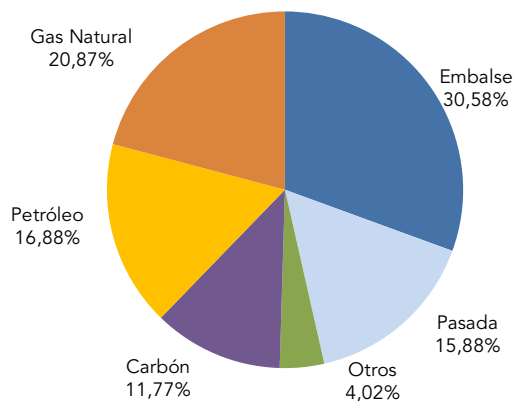


Fuente: Anuario 2002 CDEC SIC

Este sistema interconectado provee de energía al territorio ubicado entre la ciudad de Tal-Tal y la isla grande de Chiloé.

El SIC concentra aproximadamente el 75% de la energía eléctrica producida en el país. Este sistema eléctrico cuenta con variadas fuentes energéticas, permitiendo la existencia de una mayor diversificación de la matriz energética.

## Matriz Energética de la Capacidad Instalada

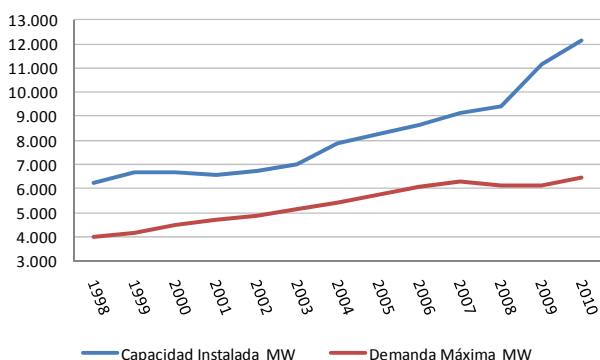


Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

Este sistema interconectado se encuentra expuesto tanto a los riesgos hidrológicos -principalmente sequía-, como a las variaciones en el precio de los combustibles. Cabe que señalar, que por razones de costos productivos es más conveniente operar centrales hidroeléctricas que centrales termoeléctricas, por ende una sequía, implicará un aumento en los costos productivos y una posible escasez de energía, ya que las centrales térmicas no alcanzan a satisfacer el total de la demanda del SIC.

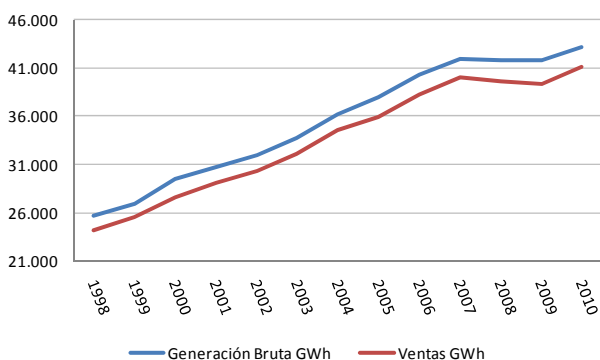
Lo anterior, explica que los 4 principales factores que determinan el rendimiento de las empresas pertenecientes al SIC sean las condiciones hidrológicas de la zona centro-sur del país, el precio de los combustibles, el desarrollo demográfico-económico de las regiones que son cubiertas por el SIC y la capacidad de establecer una política de contratos adecuada a su mix productivo y capacidad instalada.

### Evolución de la capacidad instalada y la demanda



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

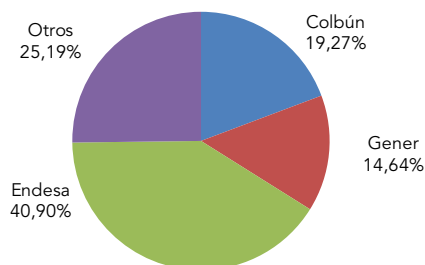
### Evolución de la capacidad instalada y la demanda



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

A nivel de empresas generadoras, existe un gran dominante en el SIC, que es ENDESA, la que cuenta con cerca de un 40% de la capacidad productiva.

### Potencia Neta Instalada



Fuente: CNE, Estudios EuroAmerica.

La competencia de las empresas generadoras del SIC se enfoca principalmente en contar con plantas generadoras que posean el menor costo marginal posible, ya que mientras más bajo sea el este costo, mayor será el margen de una empresa y tendrá, por ende, mayores posibilidades de participar de los distintos periodos de licitación. Además, cada empresa cuenta con generadoras térmicas, ya que así reducirán su exposición al riesgo hídrico.

Para el SIC existen estimaciones gubernamentales que indican que este sistema crecerá un 7% durante este año.

### Efectos de la sequía

De manera cíclica Chile ha vivido épocas de sequías, las cuales han impactado la agricultura, la ganadería y, por supuesto la generación de energía.

Los últimos 3 periodos de sequía que ha vivido Chile -año 1998-1999, año 2007-2008 y año 2010-2011-, han estado marcados por un contexto muy particular.

Durante la sequía del año 1998-1999 la matriz energética del SIC tenía dos fuentes principales, el gas natural proveniente de Argentina y las fuentes hídricas. Esta concentración generaba una fuerte exposición de la matriz energética al gas trasandino. Lamentablemente, la central Nehuenco presentó una falla prolongada, provocando un déficit de generación importante, lo que a la larga derivó en un uso excesivo de las reservas hídricas, agravando aun más la estrechez del sistema. Como consecuencia, existieron apagones programados, derivados de una estrechez energética inédita en el país. Esto incentivó a desarrollar políticas públicas e impulsó a las empresas generadoras a adoptar un mix productivo más diversificado, para así evitar que ocurriese nuevamente esta situación.

En los años 2007-2008 Chile vivió nuevamente una sequía, la cual afectó principalmente a la agricultura y la ganadería. En ese entonces, Chile había diversificado mucho mas su mix energético, aunque aún no había logrado "independizarse" del gas

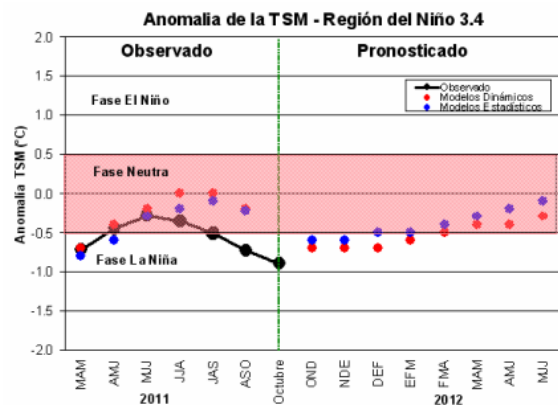
argentino. Lamentablemente, las autoridades trasandinas decidieron acotar y posteriormente cortar el suministro del hidrocarburo a Chile, dejando a una parte de la capacidad instalada sin sus fuentes productivas. En ese entonces, ya estaban en construcción y en operación proyectos que buscaban aumentar el *pull* de insumos que contaba el país, como por ejemplo la planta de GNL Quintero. Cabe destacar que la intensidad y extensión de esta sequía fue de menor impacto que la ocurrida en el periodo 1998-1999. Es por ello que el precio de la energía subió, debido a que los costos productivos eran mayores -recordar que la generación hídrica es la que brinda menores costos-, pero en ningún momento existieron apagones ni razonamiento.

Durante gran parte del año 2010 y 2011, la zona centro-sur del país se ha visto afectada por una sequía derivada del fenómeno de La Niña. Este fenómeno se caracteriza por provocar una disminución de temperatura del mar, generando una disminución de las precipitaciones. Si bien es cierto que actualmente el *mix* energético es el más diversificado de la historia, existe el inconveniente de que la demanda es lo suficientemente grande como para requerir la existencia de generación hídrica, ya que si las termoeléctricas produjeran al 100%, podrían existir problemas en la transmisión de la energía, dado que algunos nudos podrían colapsar.

Esta sequía ha provocado que el nivel de los embalses haya disminuido significativamente respecto al año y mes anterior (comparativamente hablando).

## Nuestras expectativas

Según nuestras proyecciones, las condiciones hidrológicas debiesen continuar débiles en la primera parte del año 2012. Es decir, con la información disponible hasta el momento, estimamos que las condiciones hídricas permanecerán estrechez durante los el primer semestre del año



Fuente: Dirección Meteorológica de Chile

Como se puede apreciar en la gráfica anterior, la temperatura del mar ha ido disminuyendo durante los últimos cinco meses -específicamente desde mediados de mayo-, lo que respalda nuestras expectativas de una menor cuantía lluvias para la primera parte del año 2012. Esta situación deficitaria, podría verse contrapesada con el ingreso de las centrales Bocamina II (2Q12) y Santa María (1Q12).

#### Resumen

<b>Recomendación</b>	<b>Comprar/Riesgo Alto</b>
Precio (09/12/11)	\$ 787,92
Precio objetivo (Fines 2012)	\$ 935
Retorno Esperado	18,7%
Dividend Yield Esperado	4,0%
<b>Retorno Global Esperado</b>	<b>22,7%</b>

#### Información del título

Nemotécnico	ENDESA
Ticket Bloomberg (Local)	ENDESA CI
Ticket Bloomberg (ADR)	EOC US
Sector	ELECTRICO

#### Liquidez del Título

N° de acciones (MM)	8.201,8
Market Cap (MM)	\$ 6.462.326
Free Float	40,02%
Presencia Bursatil	100,0%
Promedio N° de Negociaciones diaria (últimos 12 M)	348,7
Promedio Volumen Transado diario (últimos 12 M)	5.540.499
Promedio Monto Transado diario (\$MM) (últimos 12 M)	\$ 4.674,1

#### Volatilidad del título

Beta	0,98
Desviación Estandar/Precio Cierre (últimos 12 meses)	6,7%
Rango de Precio (últimas 12 meses)	\$700-\$936

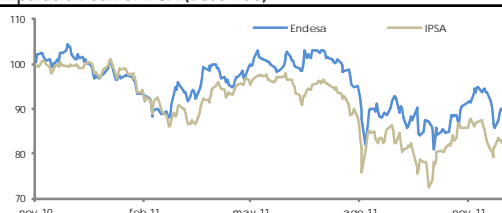
#### Estimaciones (\$ MM)

	2011E	2012E
Ingreso	2.418.884	2.469.698
Resultado Operacional	810.600	864.232
EBITDA	981.892	1.062.995
Utilidad (Controladora)	426.780	420.236

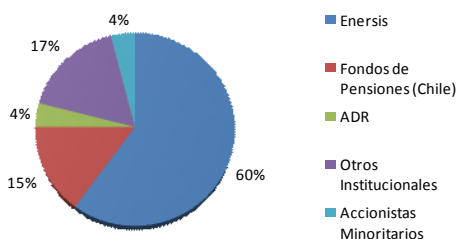
#### Multiplos

	2011E	2012E
Ev/Ebitda (E)	10,12x	9,49x
P/U (E)	11,41x	11,59x

#### Comparación con el IPSA (Base 100)



#### Estructura de propiedad



## Endesa: Débil situación hídrica, oportunidad a largo plazo.

### Inicio de Cobertura (P.O. \$935)

Iniciamos la cobertura con una recomendación de COMPRA y fijamos un precio objetivo para diciembre 2012 de \$935, lo que implica un *up-side* potencial aproximado de 18,7%. Nuestra proyección de utilidad (controladora) para 2011 es de \$426.780 MM y de \$420.236 MM para 2012.

Endesa es una de las principales empresas generadoras de energía eléctrica de Latinoamérica, cuenta con la mayor participación de mercado en Chile, Argentina y Perú, además de la segunda mayor participación en el mercado colombiano. Asimismo, el contar con presencia regional le permite diversificar de una mejor forma los riesgos propios de la generación hidroeléctrica.

Los resultados corporativos durante 2010 fueron menores a los registrados el año previo, alcanzando una utilidad (controladora) de \$533.555 MM, lo que representa un 14,9% por debajo de lo observado el año 2009.

Hacia adelante, Endesa está enfocada en equilibrar su *mix* de generación, buscando reducir los impactos de situaciones adversas, tales como una sequía o una variación relevante del precio de los combustibles. Para ello, Endesa ha ajustado su política operativa y comercial.

Entre los principales riesgos, consideramos que si Chile enfrenta nuevamente una situación hídrica deficitaria, a nivel operacional tendría un mayor impacto que periodos anteriores, ya que la zona centro-sur del país ha enfrentado dos periodos deficitarios consecutivos. En el corto plazo, esperamos que el nivel de los embalses en Chile mejore en el cuarto trimestre, producto de deshielos más acelerados, impactando en las reservas hídricas para el periodo 1Q12, generándole mayores presiones operativas, lo que derivaría en la selección de un *mix* productivo más ineficiente.

# Endesa

Endesa es una de las mayores empresas generadoras a nivel latinoamericano.

La compañía posee una capacidad instalada consolidada de 13.846 MW y cuenta con operaciones en Argentina, Chile (SIC y SING), Colombia y Perú, además posee una participación minoritaria en la filial brasilera de Enersis, la que es considerada como una inversión relacionada.

Las filiales de Endesa poseen la mayor participación de mercado en sus respectivos países, salvo la filial colombiana que cuenta con la segunda mayor presencia del mercado, con un 20% de participación.

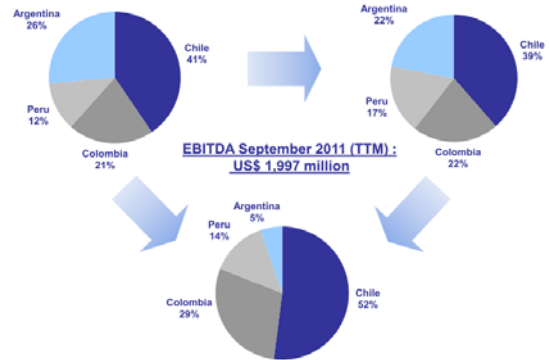
En términos de activos, Endesa cuenta con un *mix* amplio de fuentes de generación, tanto térmicas como hídricas.

Actualmente Endesa está construyendo dos centrales. La primera en entrar en operaciones será Bocamina II (Carbón, Chile, 2Q12, 370 MW) y El Quimbo (Embalse, Colombia, 1Q15, 400 MW).

En términos de generación de flujo, la filial chilena es la más importante, ya que aporta cerca de la mitad del EBITDA de la compañía.

El rendimiento de Endesa no depende sólo de la capacidad operativa de las distintas filiales, sino que depende de la política comercial y los cambios regulatorios de cada país.

Total Installed Capacity: 13.845 MW      Total Generation (TTM) : 52.163 GWh



Fuente: Endesa



## Oportunidades de inversión

- ✓ En el periodo 2Q12, comenzará a operar la planta **Bocamina II** (carbón, 370 MW). Esta central le brindará un mayor respaldo térmico eficiente a la compañía.
- ✓ **Liderazgo en el sector**, al contar con más del 40% de la energía licitada, además de un porfolio diversificado regionalmente. La presencia en distintos países de Latinoamérica le permite a Endesa diversificar los riesgos asociados a factores climáticos -por ejemplo el año 2010 Chile sufrió sequía, Colombia en cambio tuvo abundantes lluvias-.
- ✓ Endesa cuenta con una serie de **planes de inversión**, lo que le permitirá incrementar su capacidad instalada hacia 2015 y lograr eficiencias en el largo plazo. Enel (controlador de Endesa España) presentó su plan global de inversión y reveló que el mayor crecimiento en las inversiones será en Latinoamérica. Lo anterior, va en directa relación con las proyecciones de crecimiento de la demanda eléctrica, ya que Latinoamérica sería la región que presentaría el mayor aumento de la demanda a nivel global<sup>3</sup>.
- ✓ Proyecciones de mayor **estabilidad en márgenes** (relacionado con los costos de generación).
- ✓ Endesa posee una **política comercial más conservadora que antaño**, lo que reduce la exposición de la compañía ante escenarios desfavorables -como lo es un alza en los combustibles o una sequía-.
- ✓ Endesa Chile es el **principal foco de inversión de Endesa España**, lo que le permite contar con un amplio *mix* de proyectos.
- ✓ **Alta calificación crediticia**. Buena evaluación por parte de las empresas clasificadoras: Moody's (Baa2), Fitch Ratings (BBB+) y S&P (BBB+).

<sup>3</sup> Fuente: International Energy Agency (IEA)

## Factores de Riesgo

- ✓ **Hidrología.** Dada la estructura de la industria y la capacidad de generación instalada, cuando la hidrología es baja, los costos operativos de la generación térmica y las compras de energía aumentan. Un escenario hídrico deficitario tiene una incidencia negativa pero con efectos inciertos en los resultados de la compañía, ya que el aumento en los precios de mercado puede compensar en parte o por completo el mayor costo de generación.
- ✓ **Condiciones Económicas.** El crecimiento de la demanda eléctrica está muy ligada al crecimiento que experimenta la economía de cada país, por ende cualquier fenómeno macroeconómico local o externo que afecte el crecimiento de la economía local, impactará el crecimiento de los flujos de Endesa.
- ✓ **Precio de los combustibles.** Un aumento en el precio de estos insumos provocará una caída en los márgenes, pues la indexación de los contratos no es perfecta, es decir, no hay un traspaso total de los costos a los clientes.
- ✓ **Regulación.** Dado que Endesa opera en un negocio regulado (siendo cada país regulado en forma autónoma e independiente), un cambio normativo podría afectar directamente los resultados de la compañía.
- ✓ **Tipo de Cambio.** Al contar con operaciones en 4 países, expone a la compañía a una serie de riesgos cambiarios, ya que parte de los ingresos están expresados en la moneda local, mientras que gran parte de los costos operativos están manejados en dólares. Además, más de la mitad de la deuda de Endesa está expresada en dólares,
- ✓ **Inflación.** Endesa posee parte importante de su deuda indexada a la inflación a través de la UF. Además, parte de los contratos, tanto de compra de insumos como ventas de energía, cuentan con indexación al índice de precios.

# Valoración

## Supuestos

Iniciamos la cobertura de Endesa con un precio objetivo para dic-12 de \$935.

Nuestro precio objetivo se obtuvo utilizando el método de Flujo de Caja Descontado, bajo los siguientes supuestos:

- ✓ El desarrollo operacional de las filiales de Endesa se analizó por país. De esta forma, obtuvimos el aporte que cada país efectuaba al valor de Endesa.<sup>4</sup>
- ✓ Para la valorización se consideraron las operaciones que posee en Chile, Argentina, Colombia y Perú, además de la inversión que posee Endesa en la filial de Enersis, Endesa Brasil.
- ✓ Sólo fueron considerados aquellos proyectos que ya se encuentren en construcción, Bocamina II (operativa en el 2Q12) y El Quimbo (operativa en el 1Q15), utilizando la fecha estimada de inicio de operación otorgada por Endesa, a través de sus últimas publicaciones.
- ✓ El plan de inversión de cada país fue estimado en base a la información provista por la última publicación del informe 20-F y presentaciones efectuadas por la compañía.
- ✓ La tasa de descuento fue diferenciada para cada uno de los países, en función del riesgo país y la tasa de impuestos corporativos de cada uno de ellos.

País	Wacc (nominal)
Chile	10,5%
Argentina	16,3%
Colombia	10,6%
Perú	10,8%

Fuente: Estudios EuroAmerica

<sup>4</sup> Metodología: "suma de partes"

- ✓ Las proyecciones de crecimiento de la demanda eléctrica de cada país consideró las proyecciones del crecimiento del PIB<sup>5</sup> y la correlación entre el crecimiento de la demanda eléctrica y el crecimiento de la economía de cada país en los últimos diez años.
- ✓ El crecimiento a perpetuidad de cada filial es de un 3% nominal, salvo la filial de Argentina que presenta un crecimiento a perpetuidad de 1% nominal.
- ✓ Proyecciones de variaciones de precios de los distintos combustibles:

Año	Crudo WTI (US\$/bbl)	GNL (US\$/MMBtu)	Carbón (US\$/Ton)
2012	2,76%	9,46%	6,92%
2013	4,01%	-67,47%	3,00%
2014	4,51%	27,86%	2,40%
2015	3,38%	8,37%	3,12%
2016	1,89%	6,39%	1,95%
2017	2,05%	6,26%	2,13%
2018	2,45%	6,24%	2,16%
2019	3,56%	5,21%	3,30%
2020	4,23%	5,90%	3,68%
2021	4,34%	5,87%	3,87%

Fuente: CNE

- ✓ Las proyecciones operativas de Chile están condicionadas a tres escenarios hídricos: Seco, Normal y Lluvioso. Las proyecciones tanto a nivel gubernamental como de consultoras independientes, utilizan como base estos mismos tres escenarios y consideran como fuente oficial la información y proyecciones brindadas por la CNE<sup>6</sup> y el CDEC-SIC<sup>7</sup>. Por otro lado, las proyecciones que efectuamos tanto de Perú, Argentina, como de Colombia, consideran solamente un escenario hídrico normal.

<sup>5</sup> Fuente: Bloomberg

<sup>6</sup> Comisión Nacional de Energía.

<sup>7</sup> Centro de Despacho Económico de Carga. Sistema Interconectado Central.

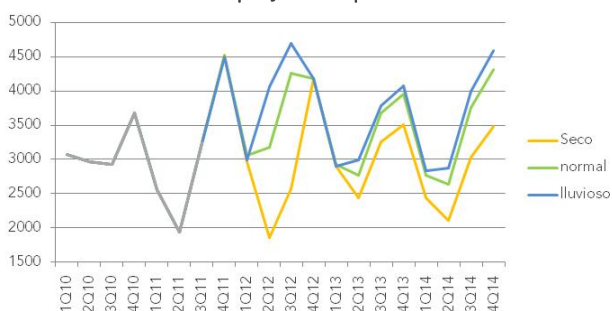
- ✓ Dado que Chile cuenta con tres escenarios, decidimos proyectar cada uno de estos escenarios en función de la situación hídrica para la filial chilena. Es importante destacar que la capacidad predictiva de la situación hídrica es confiable en un periodo de tiempo menor a doce meses, por ende asumimos que a contar del periodo 4Q12, la hidrología tendrá un comportamiento normal.

**Generación Total proyectada por trimestre (GWh)**



Fuente: CDEC-SIC, Estudios EuroAmerica

**Generación Hídrica proyectada por trimestre (GWh)**



Fuente: CDEC-SIC, Estudios EuroAmerica

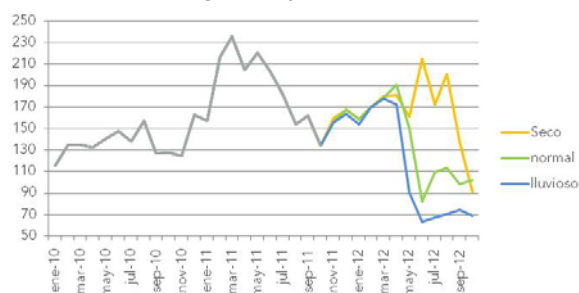
**Generación Térmica proyectada por trimestre (GWh)**



Fuente: CDEC-SIC, Estudios EuroAmerica

- ✓ Para evaluar los costos marginales de la filial chilena, sólo consideramos las proyecciones de los costos marginales del SIC, ya que cerca del 90% de la generación se realiza en este sistema, contando con una pequeña participación en el SING.

**Costo Marginal Proyectado (US\$/MWh)**

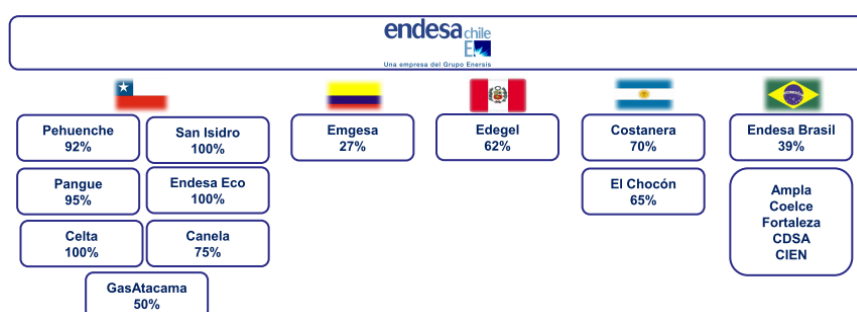


Fuente: Systep, Estudios EuroAmerica

En línea con las consideraciones mencionadas anteriormente, hemos valorizado cada una de las filiales de Endesa:

	Participación aprox Endesa Chile en filial	Crecimiento a perpetuidad (nominal)	Wacc	Valor Patrimonio Filial (\$ MM)	Valor Participación Endesa Chile (\$ MM)	Valor Participación Endesa en Chile por acción (\$)
Chile (Seco)	98,0%	3%	10,49%	4.755.300	4.660.194	568,19
Chile (Normal)	98,0%	3%	10,49%	6.256.566	6.131.435	747,58
Chile (Lluvioso)	98,0%	3%	10,49%	6.826.662	6.690.129	815,69
Argentina	68,9%	1%	16,31%	475.925	327.913	39,98
Colombia	26,9%	3%	10,60%	1.805.981	485.809	59,23
Perú	62,5%	3%	10,84%	1.245.983	778.739	94,95
Brasil	38,9%			2.541.184	988.012	120,46

Es interesante mencionar que las operaciones de Brasil son controladas por Enersis, por tanto, en la suma de partes por país la filial carioca será tratada como una inversión relacionada. Por otra parte, Endesa cuenta con el control operativo de su filial colombiana, producto de un pacto establecido con Enersis.



En el mismo sentido, nuestra valorización considera que la probabilidad de que Chile enfrente un **escenario seco es de un 70% y un 30% un escenario hidrológico normal**. Lo anterior, dado que esperamos que la condición hídrica del 1Q12 sea deficitaria, pues los deshielos del cuarto trimestre del año en curso han mostrado mayor aceleración que los de un año normal.

Esta situación hídrica deficitaria impactaría los resultados de Endesa de la primera parte del año, sobre todo considerando que Bocamina II comenzaría a operar el segundo trimestre de 2012.

De esta forma hemos establecido un precio objetivo de **\$935** por acción para fines del año 2012, lo que representa un aumento de 18,7% con respecto a la actual cotización bursátil. Si bien este precio objetivo se muestra atractivo considerando el actual precio de mercado, es importante recalcar que durante la primera parte de 2012 y dado el escenario hidrológico deficitario que proyectamos, este título estaría expuesto a presiones bajistas en el mediano plazo. Lo anterior, extrapolando los positivos resultados del 4Q11 -deshielos-.

Recomendamos **comprar** este título, asumiendo un **alto nivel de riesgo** en el corto plazo -pese a ser compensado en parte por la diversificación regional de esta compañía-, siendo una atractiva alternativa de inversión considerando un horizonte de inversión de más largo plazo.

En línea con lo anterior, hemos optado por reducir paulatinamente de nuestras carteras recomendadas la exposición en este título, privilegiando empresas eléctricas con características más defensivas o de menor exposición al impacto hidrológico, al menos hasta la primera parte de 2012.

## Proyecciones Filiales

Endesa Chile (Normal) Moneda: Pesos Millones	Estimado		
	2011	2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>1.287.630</b>	<b>1.185.095</b>	<b>1.182.518</b>
% crecimiento		-8,0%	-0,2%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>432.066</b>	<b>458.392</b>	<b>624.371</b>
% sobre ventas	33,6%	38,7%	52,8%
crecimiento		6,1%	36,2%
<b>EBITDA</b>	<b>519.532</b>	<b>564.427</b>	<b>727.944</b>
% sobre ventas	40,3%	47,6%	61,6%
crecimiento		8,6%	29,0%
<b>Capex</b>	<b>- 123.240</b>	<b>- 81.800</b>	<b>- 32.320</b>

Endesa Chile (Seco) Moneda: Pesos Millones	Estimado		
	2011	2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>1.290.987</b>	<b>1.166.895</b>	<b>1.169.129</b>
% crecimiento		-9,6%	0,2%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>434.718</b>	<b>337.989</b>	<b>587.705</b>
% sobre ventas	33,7%	29,0%	50,3%
crecimiento		-22,3%	73,9%
<b>EBITDA</b>	<b>522.184</b>	<b>444.025</b>	<b>691.278</b>
% sobre ventas	40,4%	38,1%	59,1%
crecimiento		-15,0%	55,7%
<b>Capex</b>	<b>- 123.240</b>	<b>- 81.800</b>	<b>- 32.320</b>

Endesa Chile (Lluvioso) Moneda: Pesos Millones	Estimado		
	2011	2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>1.282.640</b>	<b>1.126.829</b>	<b>1.181.837</b>
% crecimiento		-12,1%	4,9%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>429.408</b>	<b>474.454</b>	<b>638.128</b>
% sobre ventas	33,5%	42,1%	54,0%
crecimiento		10,5%	34,5%
<b>EBITDA</b>	<b>516.873</b>	<b>580.489</b>	<b>741.701</b>
% sobre ventas	40,3%	51,5%	62,8%
crecimiento		12,3%	27,8%
<b>Capex</b>	<b>- 123.240</b>	<b>- 81.800</b>	<b>- 32.320</b>

Endesa Argentina Moneda: Pesos Millones	Estimado		
	2011	2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>417.520</b>	<b>494.253</b>	<b>501.731</b>
% crecimiento		18,4%	1,5%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>47.409</b>	<b>48.975</b>	<b>45.862</b>
% sobre ventas	11,4%	9,9%	9,1%
crecimiento		3,3%	-6,4%
<b>EBITDA</b>	<b>63.804</b>	<b>67.776</b>	<b>65.314</b>
% sobre ventas	15,3%	13,7%	13,0%
crecimiento		6,2%	-3,6%
<b>Capex</b>	<b>- 33.600</b>	<b>- 30.720</b>	<b>- 19.200</b>

Endesa Colombia Moneda: Pesos Millones	Estimado		
	2011	2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>487.571</b>	<b>534.073</b>	<b>585.387</b>
% crecimiento		9,5%	9,6%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>229.061</b>	<b>244.687</b>	<b>279.846</b>
% sobre ventas	47,0%	45,8%	47,8%
crecimiento		6,8%	14,4%
<b>EBITDA</b>	<b>261.778</b>	<b>284.965</b>	<b>324.024</b>
% sobre ventas	53,7%	53,4%	55,4%
crecimiento		8,9%	13,7%
<b>Capex</b>	<b>- 171.360</b>	<b>- 168.960</b>	<b>- 168.000</b>

Endesa Perú Moneda: Pesos Millones	Estimado		
	2011	2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>233.366</b>	<b>258.162</b>	<b>279.157</b>
% crecimiento		10,6%	8,1%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>102.064</b>	<b>112.179</b>	<b>122.595</b>
% sobre ventas	43,7%	43,5%	43,9%
crecimiento		9,9%	9,3%
<b>EBITDA</b>	<b>136.778</b>	<b>145.827</b>	<b>155.646</b>
% sobre ventas	58,6%	56,5%	55,8%
crecimiento		6,6%	6,7%
<b>Capex</b>	<b>- 26.880</b>	<b>- 22.080</b>	<b>- 18.720</b>

**Resumen**

Recomendación	Vender/Riesgo Alto
Precio (09/12/11)	\$ 126,40
Precio objetivo (Fines 2012)	\$ 121
Retorno Esperado	-4,27%
Dividend Yield Esperado	0,79%
<b>Retorno Global Esperado</b>	<b>-3,48%</b>

**Información del título**

Nemotecnico	COLBUN
Ticket Bloomberg (Local)	COLBUN CI
Sector	ELECTRICO

**Liquidez del Título**

N° de acciones (MM)	17.536,2
Market Cap (MM)	\$ 2.216.572
Free Float	50,64%
Presencia Bursatil	100,0%
Promedio N° de Negociaciones diaria (últimos 12 M)	163,6
Promedio Volumen Transado diario (últimos 12 M)	12.696.405
Promedio Monto Transado diario (\$MM) (últimos 12 M)	\$ 1.646,8

**Volatilidad del título**

Beta	0,85
Desviación Estandar/Precio Cierre (últimos 12 meses)	5,4%
Rango de Precio (últimos 12 meses)	\$106,26-\$143,15

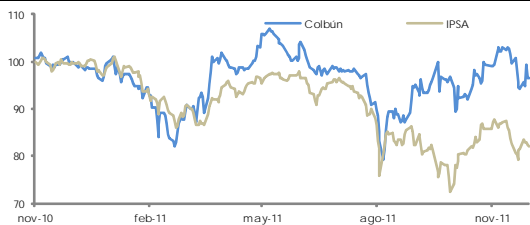
**Estimaciones (US\$ MM)**

	2011E	2012E
Ingreso	1.311,57	1.563,50
Resultado Operacional	115,76	149,41
EBITDA	239,80	284,07
Utilidad (Controladora)	79,01	94,39

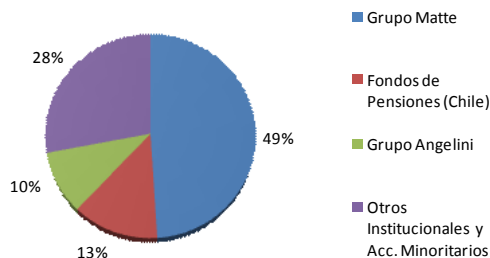
**Multiplos**

	2011E	2012E
Ev/Ebitda (E)	18,12x	15,30x
P/U (E)	54,97x	46,01x

**Comparación con el IPSA (Base 100)**



**Estructura de propiedad**



**Colbún: Finalizando reestructuración operativa-comercial con miras al futuro.**

**Inicio de Cobertura (P.O. \$121)**

Iniciamos la cobertura con una recomendación de VENDER y fijamos un precio objetivo para diciembre 2012 de \$121. Nuestra proyección de utilidad (controladora) para 2011 es de US\$79,01 MM y de US\$94,39 MM para 2012.

Colbún es la segunda mayor compañía generadora del SIC. Actualmente posee una capacidad instalada concentrada en centrales hídricas (48%) y térmicas (52%).

Los resultados corporativos durante 2010 fueron menores a los registrados el año previo, alcanzando una utilidad (controladora) de US\$112,3 MM, lo que representa un 52,09% por debajo de lo observado el año 2009.

Hacia adelante, Colbún está enfocada en fortalecer su mix de generación, buscando reducir los impactos de situaciones adversas, tales como una sequía o una variación relevante del precio de los combustibles. Para ello, la compañía ha ajustado su política operativa y comercial durante los últimos tres años.

Entre los principales riesgos, consideramos que si Chile enfrenta nuevamente una situación hídrica deficitaria, a nivel operacional tendría un mayor impacto que en periodos anteriores, ya que la zona centro-sur del país ha enfrentado dos periodos consecutivos deficitarios. En el corto plazo, esperamos que el nivel de los embalses en Chile mejore en el cuarto trimestre, producto de deshielos mas acelerados, impactando en las reservas hídricas para el periodo 1Q12, generándole mayores presiones operativas, lo que derivaría en la selección de un mix productivo más ineficiente.

## Colbún

---

Colbún es la segunda mayor compañía generadora el SIC, posee una capacidad instalada consolidada de 2.620 MW y cuenta solamente con operaciones en el Sistema Interconectado Central.

En términos de activos, Colbún cuenta con un *mix* amplio de fuentes de generación, tanto térmicas como hídricas. Actualmente el 52% de su capacidad instalada corresponde a fuentes térmicas y un 48% hídricas.

Actualmente Colbún está construyendo dos centrales y está realizando los estudios técnicos de la central San Pedro. La primera en entrar en operaciones será Santa María I (Carbón, Chile, 1Q12, 340 MW) y Angostura (Embalse, Chile, 1Q14, 315 MW). Además, la compañía cuenta con los terrenos y permisos ambientales necesarios para comenzar a construir la central Santa María II.

El rendimiento de Colbún no depende solamente de su capacidad operativa, sino de su política comercial -este ítem ha sido reestructurado de manera importante, producto de los cambios en el contexto energético de la región- y de los cambios regulatorios.



## Oportunidades de inversión

- ✓ En el periodo 1Q12, comenzará a operar la planta **Santa María I** (carbón, 370 MW). Esta central le brindará un mayor respaldo térmico eficiente a la compañía. Además Colbún cuenta con los permisos y terrenos necesarios para comenzar a construir -en caso que así lo decidan-, la planta Santa María II.
- ✓ Colbún cuenta con una serie de **proyectos en construcción**, lo que le permitirá incrementar su capacidad instalada hacia 2016 y lograr eficiencias en el largo plazo. De concretarse estos proyectos, la capacidad instalada de Colbún crecería un 30%.
- ✓ Colbún posee una **política comercial más conservadora que antaño**, lo que reduce la exposición de la compañía ante escenarios desfavorables -como lo es un alza en los combustibles o una sequía-. Esto le brindará una mayor estabilidad en los márgenes operativos.
- ✓ Colbún está evaluando una serie de proyectos que les permita contar con un **mejor suministro de combustibles**, de modo de utilizar de mejor manera sus plantas térmicas, específicamente el complejo Nehuenco.

## Factores de Riesgo

- ✓ **Hidrología.** Dada la estructura de la industria y la capacidad de generación instalada, cuando la hidrología es baja, los costos operativos de la generación térmica y las compras de energía aumentan. Un escenario hídrico deficitario tiene una incidencia negativa pero con efectos inciertos en los resultados de Colbún, ya que el aumento en los precios de mercado puede compensar en parte o por completo el mayor costo de generación.
- ✓ **Condiciones Económicas.** El crecimiento de la demanda eléctrica está muy ligada al crecimiento que experimenta la economía de cada país, por ende, cualquier fenómeno macroeconómico local o externo que afecte el crecimiento de la economía local, impactará el crecimiento de los flujos de Colbún.
- ✓ **Precio de los combustibles.** Un aumento en el precio de estos insumos provocará una caída en los márgenes, pues la indexación de los contratos no es perfecta, es decir, no hay un traspaso total de los costos a los clientes.
- ✓ **Regulación.** Dado que Colbún opera en un negocio regulado, un cambio normativo podría afectar directamente los resultados de la compañía.
- ✓ **Tipo de Cambio.** Colbún posee ingresos, costos y deuda expresada tanto en peso como en dólar, por lo que cualquier movimiento del tipo de cambio puede afectar de manera directa los resultados de la compañía.
- ✓ **Ejecución.** Como Colbún está culminando un largo proceso de reestructuración, es importante para la compañía concretar en los tiempos y condiciones estimadas los distintos proyectos que le permiten diversificar y aumentar su *mix* productivo.

# Valoración

## Supuestos

Iniciamos la cobertura de Colbún con un precio objetivo para dic-12 de \$121.

Nuestro precio objetivo se obtuvo utilizando el método de Flujo de Caja Descuento, bajo los siguientes supuestos:

- ✓ Sólo fueron considerados aquellos proyectos que ya se encuentren en construcción, Santa María I (operativa en el 1Q12) y Angostura (operativa en el 1Q14), utilizando la fecha estimada de inicio de operación otorgada por Colbún, a través de sus últimas publicaciones.
- ✓ El plan de inversión de Colbún fue estimado en base a la información provista por las últimas publicaciones y presentaciones efectuadas por la compañía.
- ✓ La tasa de descuento fue calculada en función del riesgo país, la tasa de impuestos corporativos, descartando un posible riesgo cambiario, ya que los ingresos y costos operativos fueron tratados en US\$.

País	Wacc (nominal)
Chile	7,85%

Fuente: Estudios EuroAmerica

- ✓ El tipo de cambio utilizado para transformar el precio objetivo de dólares a peso, es el de cierre del día 9 de diciembre (\$509,95)
- ✓ Las proyecciones de crecimiento de la demanda eléctrica del SIC consideró las proyecciones del crecimiento del PIB<sup>8</sup> y la correlación entre el crecimiento de la demanda eléctrica y el crecimiento de la economía en los últimos diez años.

<sup>8</sup> Fuente: Bloomberg

- ✓ El crecimiento a perpetuidad es de un 3% nominal.
- ✓ Proyecciones de variaciones de precios de los distintos combustibles:

Año	Crudo WTI (US\$/bbl)	GNL (US\$/MMBtu)	Carbón (US\$/Ton)
2012	2,76%	9,46%	6,92%
2013	4,01%	-67,47%	3,00%
2014	4,51%	27,86%	2,40%
2015	3,38%	8,37%	3,12%
2016	1,89%	6,39%	1,95%
2017	2,05%	6,26%	2,13%
2018	2,45%	6,24%	2,16%
2019	3,56%	5,21%	3,30%
2020	4,23%	5,90%	3,68%
2021	4,34%	5,87%	3,87%

Fuente: CNE

- ✓ Las proyecciones operativas de Chile están condicionadas a tres escenarios hídricos: Seco, Normal y Lluvioso. Las proyecciones tanto a nivel gubernamental como de consultoras independientes, utilizan como base estos mismos tres escenarios y consideran como fuente oficial la información y proyecciones brindadas por la CNE<sup>9</sup> y el CDEC-SIC<sup>10</sup>.
- ✓ Dado que Chile cuenta con tres escenarios, decidimos proyectar cada uno de estos escenarios en función de la situación hídrica esperada para el SIC. Es importante destacar que la capacidad predictiva de la situación hídrica es confiable en un periodo de tiempo menor a doce meses, por ende asumimos que a contar del periodo 4Q12, la hidrología tendrá un comportamiento normal.

<sup>9</sup> Comisión Nacional de Energía.

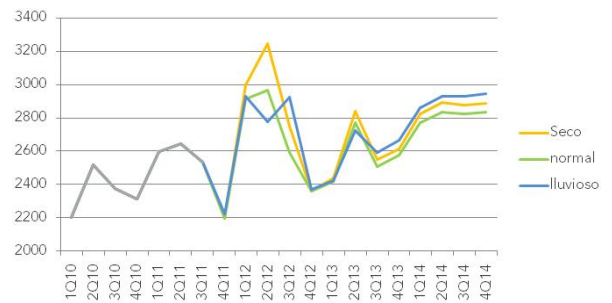
<sup>10</sup> Centro de Despacho Económico de Carga. Sistema Interconectado Central.

### Generación Hídrica proyectada por trimestre (GWh)



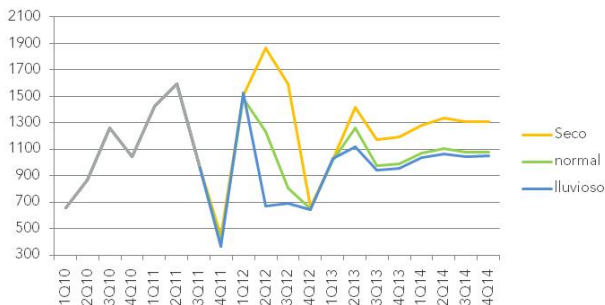
Fuente: CDEC-SIC, Estudios EuroAmerica

### Generación Total proyectada por trimestre (GWh)



Fuente: CDEC-SIC, Estudios EuroAmerica

### Generación Térmica proyectada por trimestre (GWh)



Fuente: CDEC-SIC, Estudios EuroAmerica

- ✓ Para evaluar los costos marginales de Colbún, sólo consideramos las proyecciones de los costos marginales del SIC proyectados por la consultora SysteP.

### Costo Marginal Proyectado (US\$/MWh)



Fuente: SysteP, Estudios EuroAmerica

En línea con las consideraciones mencionadas anteriormente, hemos valorizado Colbún en cada uno de los posibles escenarios hídricos:

	Crecimiento a perpetuidad (nominal)	Wacc	Valor Patrimonio Colbún (US\$ MM)	Valor Patrimonio Colbún por acción (US\$)	Valor Patrimonio Colbún por acción (\$)
Chile (Seco)	3%	7,85%	3.582,80	0,2043	<b>104,92</b>
Chile (Normal)	3%	7,85%	5.375,41	0,3065	<b>157,42</b>
Chile (Lluvioso)	3%	7,85%	6.338,97	0,3615	<b>185,64</b>

En el mismo sentido, nuestra valorización considera que la probabilidad de que Chile enfrente un **escenario seco es de un 70% y un 30% un escenario hidrológico normal**. Lo anterior, dado que esperamos que la condición hídrica del 1Q12 sea deficitaria, pues los deshielos del cuarto trimestre del año en curso han mostrado mayor aceleración que los de un año normal.

Esta situación hídrica deficitaria impactaría los resultados de Colbún en la primera parte del año, aunque el ingreso de la central Santa María I a comienzos de 2012, le permitirá a Colbún contar con un respaldo térmico más eficiente, entregándole una mejor posición dentro del SIC.

De esta forma, hemos establecido un precio objetivo de **\$121** por acción para fines del año 2012, lo que representa un retorno esperado de -4,27% con respecto a la actual cotización bursátil. Recomendamos **vender** este título, asumiendo un **alto nivel de riesgo** en el corto plazo, recalcando que durante la primera parte de 2012 y dado el escenario hidrológico deficitario que proyectamos, Colbún estaría expuesto a presiones bajistas en el mediano plazo.

Si bien este precio objetivo es menor al actual precio de mercado, esta compañía cuenta con una serie de interesantes proyectos que debiesen aumentar el valor de este título luego de sobrellevar las presiones de la primera parte de 2012, considerándolo una atractiva alternativa de inversión en un horizonte de inversión de más largo plazo.

En línea con lo anterior, hemos optado por reducir paulatinamente y retirar de nuestras carteras recomendadas la exposición en este título, privilegiando empresas eléctricas con características más defensivas o de menor exposición al impacto hidrológico, al menos hasta la primera parte de 2012.

## Proyecciones

Colbún Chile (Seco) Moneda: Dolares Millones	2011	Estimado 2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>1.311,84</b>	<b>1.628,88</b>	<b>1.381,55</b>
% crecimiento		24,2%	-15,2%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>113,88</b>	<b>126,89</b>	<b>274,54</b>
% sobre ventas	8,7%	7,8%	19,9%
crecimiento		11,4%	116,4%
<b>EBITDA</b>	<b>237,92</b>	<b>261,55</b>	<b>410,70</b>
% sobre ventas	18,1%	16,1%	29,7%
crecimiento		9,9%	57,0%
<b>Capex</b>	<b>- 394,00</b>	<b>- 331,00</b>	<b>- 194,00</b>

Colbún Chile (Normal) Moneda: Dolares Millones	2011	Estimado 2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>1.310,96</b>	<b>1.410,94</b>	<b>1.340,09</b>
% crecimiento		7,6%	-5,0%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>120,15</b>	<b>201,94</b>	<b>323,97</b>
% sobre ventas	9,2%	14,3%	24,2%
crecimiento		68,1%	60,4%
<b>EBITDA</b>	<b>244,19</b>	<b>336,60</b>	<b>460,12</b>
% sobre ventas	18,6%	23,9%	34,3%
crecimiento		37,8%	36,7%
<b>Capex</b>	<b>- 394,00</b>	<b>- 331,00</b>	<b>- 194,00</b>

Colbún Chile (Lluvioso) Moneda: Dolares Millones	2011	Estimado 2012	2013
<b>Ingresos</b>	<b>1.314,81</b>	<b>1.323,72</b>	<b>1.353,95</b>
% crecimiento		0,7%	2,3%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>128,81</b>	<b>252,42</b>	<b>369,11</b>
% sobre ventas	9,8%	19,1%	27,3%
crecimiento		96,0%	46,2%
<b>EBITDA</b>	<b>252,85</b>	<b>387,08</b>	<b>505,26</b>
% sobre ventas	19,2%	29,2%	37,3%
crecimiento		53,1%	30,5%
<b>Capex</b>	<b>- 394,00</b>	<b>- 331,00</b>	<b>- 194,00</b>

## Departamento de Estudios EuroAmerica

**Ximena García Giusto**  
Gerente de Estudios de Renta Variable  
[xgarcia@euroamerica.cl](mailto:xgarcia@euroamerica.cl)

**Andrés Galarce H.**  
Analista de Estudios  
[agalarce@euroamerica.cl](mailto:agalarce@euroamerica.cl)

**Alfredo Parra R.**  
Analista de Estudios  
[aparra@euroamerica.cl](mailto:aparra@euroamerica.cl)

**Marcelo Barrero C.**  
Analista de Estudios  
[mbarrero@euroamerica.cl](mailto:mbarrero@euroamerica.cl)

**Jorge Sepúlveda V.**  
Analista de Estudios  
[jsepulvedav@euroamerica.cl](mailto:jsepulvedav@euroamerica.cl)

© Copyright 2011 EuroAmerica. Todos los derechos reservados. Prohibida su reproducción.

Este material fue preparado por personal de la Gerencia de Estudios de EuroAmerica, solamente para propósitos informativos y no constituye una oferta o solicitud para vender o comprar algún valor, acción u otro instrumento financiero. Aunque está basado en información pública percibida como confiable, no se garantiza que ella sea exacta o completa. Las opiniones, proyecciones, estimaciones, valorizaciones y precios objetivos contenidos en este material, son para la o las fecha(s) indicada(s), y pueden ser sujetos a cambio en cualquier momento sin previa notificación. Los comentarios, proyecciones y estimaciones presentados en este informe han sido elaborados con el apoyo de las mejores herramientas financieras disponibles; sin embargo, por su naturaleza, no es posible garantizar que ellas se cumplan.

Las estrategias presentadas en este material no necesariamente son las más adecuadas para los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades individuales de cada lector, quien debe basarse en su propia evaluación, tomando en cuenta su perfil de riesgo, objetivos de inversión e ingresos disponibles, entre otras consideraciones.

Tanto EuroAmerica, como sus empleados y/o clientes, en cualquier momento pueden mantener posiciones cortas o largas en los valores, acciones u otros instrumentos financieros referidos en este material, situación que no necesariamente puede o debe coincidir con las recomendaciones propuestas en el mismo.

La utilización de esta información es de exclusiva responsabilidad del usuario. Su contenido es de propiedad de EuroAmerica, y no puede ser reproducido, redistribuido o copiado total o parcialmente sin mencionar su fuente.

© Copyright 2011 EuroAmerica. Todos los derechos reservados. Prohibida su reproducción Total o Parcial.

24