EE.UU.
20 de enero de 2025

UnitedHealth Group

CIUDAD DE MÉXICO
Estratega
Kitzia Alcaraz Iriberri (*)
kitzia.alcaraz@bbva.com
(*) Autor del informe

Sector:	Industria:	Bloomberg:
Salud	Servicios Médicos	UNH UN
Precio de cierre al 17/01/2025:	Precio objetivo consenso:	Potencial de consenso:
USD509.76	USD633.56	24.3%

UnitedHealth Group Inc. opera como una empresa diversificada de servicios de salud en EE.UU. Ofrece productos y servicios a través de dos plataformas distintas: i) UnitedHealthcare, que brinda cobertura de atención médica y servicios; y ii) Optum, que brinda servicios de salud basados en tecnología e información.

4T24: Reporte mixto, guía 2025 reiterada

UnitedHealth presentó resultados mixtos, destacando una Razón de Costos Médicos (MLR) superior a lo esperado. Esto se atribuye principalmente al entorno de financiamiento de Medicare Advantage (MA), el desfase entre la complejidad de los casos y las tarifas estatales en Medicaid, y a un "impacto único" relacionado con reembolsos a clientes de *Group MA*. Aunque existen factores de riesgo, consideramos que éstos están reflejados, con perspectivas más favorables para los próximos años. El modelo diversificado de UNH, destacando la inversión temprana en Atención Médica Basada en el Valor (VBC) con Optum Health y la integración de automatización del cuidado e Inteligencia Artificial (IA) con OptumInsight, la posiciona para beneficiarse de las tendencias emergentes. Además, la recién anunciada tasa de MA para 2026, aunque preliminar, abre la puerta a una inflexión positiva. Por otro lado, UNH espera que la brecha en Medicaid se reduzca a lo largo del año. En los niveles actuales, la valuación es atractiva, considerando el descuento frente a su promedio histórico, y a nivel industria en comparación con el S&P. Esto, junto con la estimación de crecimiento en UPA de doble dígito medio (MDD%) de acuerdo con el consenso (Figura 4), respalda su posicionamiento dentro del Clustering de "Alza".

- UnitedHealth avanzó en el Ranking BBVA a una puntuación de 3.26/5 (vs. 2.9 en enero). Su posicionamiento estuvo definido por un mejor criterio de Valuación (4.04/5 vs 3.6 ant) debido a la contracción del múltiplo P/E, en línea con la industria. Los factores de Crecimiento y Calidad que avanzaron a 2.84 (2.53 ant.) y 2.95 (vs. 2.83) respectivamente.
- Los ingresos totales alcanzaron USD 100,800mn (+6.8% AaA), impulsados por el desempeño de los dos segmentos principales. UnitedHealthcare experimentó un crecimiento del 5.6% en ingresos, reflejando el aumento en la cantidad de personas atendidas en el segmento comercial, especialmente en el Health Insurance Marketplace. Por otro lado, Optum creció 9.4% en ingresos, gracias al crecimiento de pacientes bajo esquemas de Atención Médica Basada en Valor (VBC), la expansión de servicios en OptumHealth (+4.6% AaA) y la adquisición de nuevos clientes en OptumRx (+14.8% AaA). Aunque OptumInsight presentó una ligera contracción en ingresos (-0.1% AaA), el margen operativo se ubicó en 26.6% (35.1% ex-ciberataque a Change Healthcare).
- La Razón de Costos Médicos (MLR) se ubicó en 87.6% (85.5% FY2024). Este aumento se atribuye principalmente a la reducción en el financiamiento de Medicare Advantage, cambios en la composición de los miembros y el calendario de las redeterminaciones de Medicaid. Además, se incluyen entre 80-90pb de "impacto único" por reembolsos a clientes de Group MA, que ocurren cuando el plan supera las expectativas, generando un exceso de primas que debe devolverse a los empleadores o grupos.
- Respecto a la guía proporcionada en diciembre, UNH reiteró sus expectativas. La compañía proyecta ingresos entre USD 450,000-455,000mn y la UPA de USD 29.50-30.00. En cuanto al MLR para FY2025, UNH considera que ha realizado un adecuado *pricing*, teniendo en cuenta los factores actuales de aumento, por lo que espera que se sitúe en 86.5% (+/-50 pb).

Objeto 1

Cifras reportadas vs. estimados de consenso

Rubro	4T24 (USDmn)	Consenso (USDmn)	Sorpresa (%)	Crecimiento AaA (%)	Crecimiento TaT (%)
Ingresos por Primas*	76,483	78,444	-2.5%	4.4%	-1.2%
MLR (%, pb)*	87.6%	86.1%	155pb	260pb	240pb
Utilidad neta	6,311	6,183	2.1%	9.7%	-5.1%
Utilidad por acción (UPA)	6.81	6.71	1.5%	10.6%	-4.8%

Fuente: Bloomberg

*Ingresos Totales incluye Primas, Servicios, Productos e Inversiones. La Razón de Costos Médicos (MLR) es la proporción de Costos Médicos a Ingresos por Primas.

POR FAVOR, VER INFORMACIÓN IMPORTANTE EN LAS ÚLTIMAS TRES PÁGINAS DE ESTE DOCUMENTO

Objeto 2

Cifras reportadas vs. estimados de consenso

Rubro	4T24 (mn)	Consenso (mn)	Sorpresa (%)	Crecimiento TaT (%)	Crecimiento AaA (%)
Membresías Médicas Totales*	50.7	50.6	0.2%	0.0%	-3.9%
Medicare Advantage	7.8	7.9	-0.4%	0.4%	1.9%
Medicare Supplement (Medigap)	4.3	4.3	-0.1%	-0.1%	-0.5%
Medicaid	7.4	7.5	-0.7%	-0.2%	-5.2%
Comercial	29.7	29.8	-0.1%	0.0%	8.8%

Fuente: Bloomberg

*Membresías Médicas Totales en EE.UU ("Domestic"), no incluye Internacional

- **Medicare:** Programa de seguro médico en EE.UU. para personas de 65 años o más.
- **Medicare Advantage:** Plan aprobado por Medicare de una empresa privada que ofrece una alternativa al Medicare Original para la salud y cobertura de medicamentos. Este plan incluye las Partes A (Seguro de Hospital), B (Seguro Médico), y usualmente la Parte D (Medicamentos). Algunos planes ofrecen beneficios adicionales que el Medicare Original no cubre—como la visión, audición y cuidado dental.
- **Medicare Supplement (Medigap):** Seguro adicional ofrecido por compañías de seguros médico privadas para ayudar a pagar la parte de los "gastos de bolsillo" (*out-of-pocket costs*) en Medicare Original.
- **Medicaid:** Programa conjunto federal y estatal en EE.UU. que ayuda a cubrir los gastos médicos de algunas personas con ingresos y recursos limitados.

Objeto 3

Guía FY2025

Rubro	Media del rango 16/01/2025	Consenso	Δ (%, pb)
Ingresos (USDmn)	452,500	447,169	1.19%
MLR (%)*	86.5%	85.9%	52pb
Utilidad por acción (UPA)	29.75	29.68	0.24%

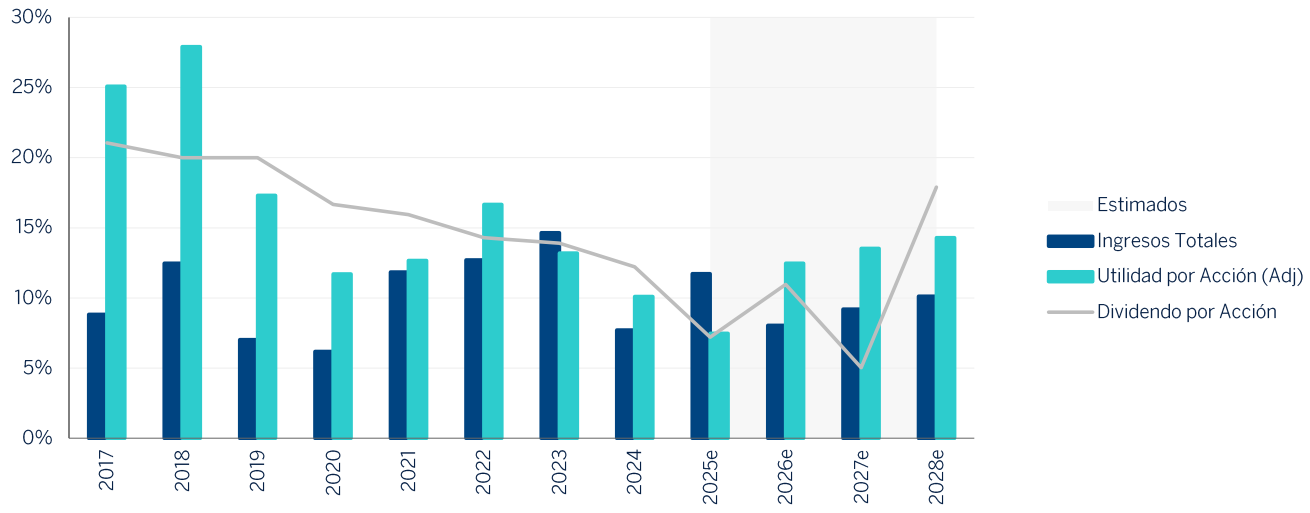
Fuente: Bloomberg y Datos de la compañía

*Medical Loss Ratio (MLR) = Razón de Costos Médicos = (Costos Médicos / Ingresos por Primas)

Objeto 4

Estimados del consenso sobre crecimiento AaA (%) en Ingresos, Utilidad por Acción (UPA adj) y Dividendo por Acción (DPA)

Periodo: 2017-2028e

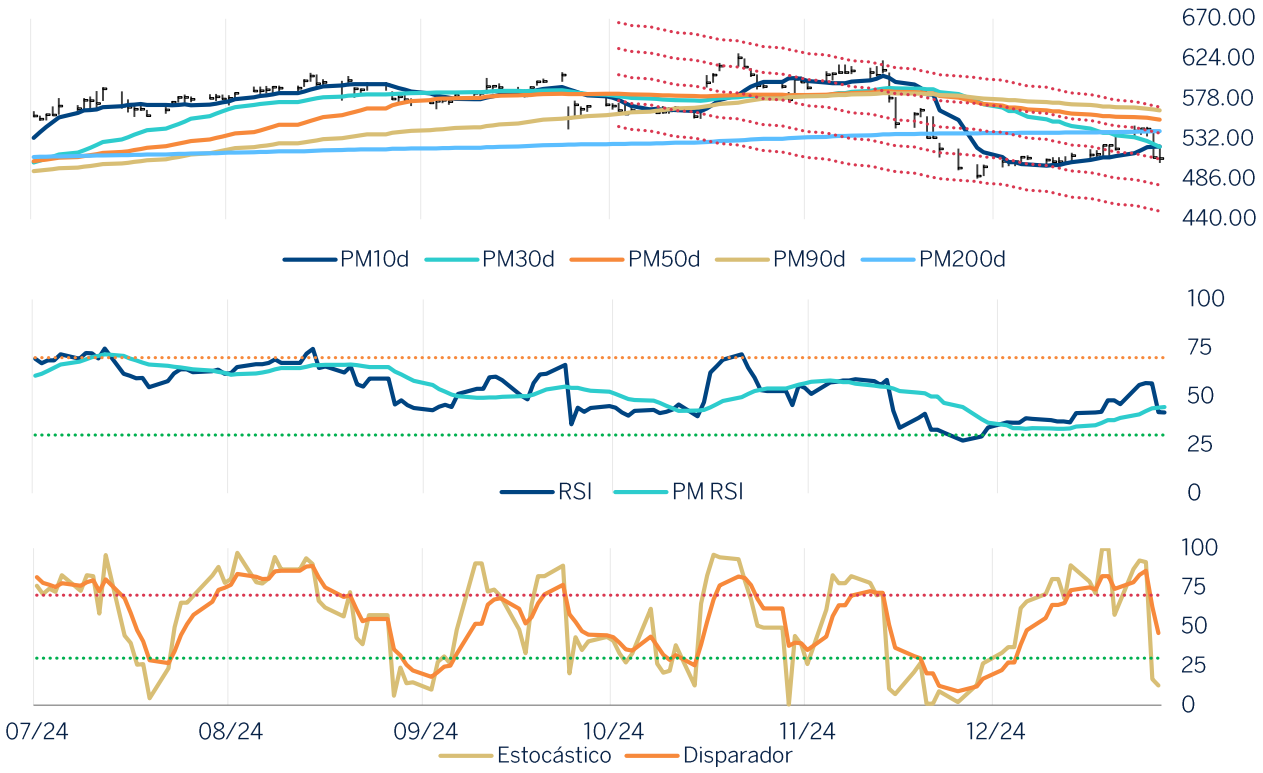


Fuente: Bloomberg y BBVA ECE

Análisis Técnico

Objeto 5

UNH (USD, 6 meses)



Fuente: Bloomberg

Objeto 6

UNH : Niveles técnicos (USD)

Último cierre 17-01-2025:	**509.76**
Tendencia técnica:	baja
Resistencia:	535.25
Soporte:	484.27
Promedios móviles (USD):	
10d	523.48
30d	523.15
50d	554.22
90d	564.90
200d	541.16

Indicadores técnicos:	**Último**	**Max**	**Min**
RSI	41.6	74.7	27.1
Estocástico rápido	12.4	99.5	0.3
MACD	-5.8	20.3	-26.0

UNH presenta una tendencia técnica a la baja.

Al cierre del 17-01-2025 la emisora cotizó a USD509.76, con el soporte ubicado en USD473.27 (jun 2024); y la resistencia en USD541.16 (PM200d).

Fuente: Bloomberg y BBVA ECE

Principales factores de riesgo

Entre otros, los principales riesgos de inversión para UnitedHealth Group, son:

- **Si la consolidación de datos de la empresa con información de clientes y pacientes frecuentes no está bien consolidada,** actualizada o detallada, podría generar una reducción en el alcance de la compañía, así como en la calidad y velocidad de atención, lo que podría afectar la posición financiera y resultados de la empresa.

- **La estimación de precios y gastos médicos,** lo que dificultaría la correcta administración de los costos operativos (médicos y administrativos).

- **Hackers o problemas de privacidad**, porque la información y bases de datos que maneja el grupo son, en muchos casos, confidenciales entre la empresa y pacientes, por lo que sufrir ciberataques o inconvenientes que afecten la privacidad de dicha información, podría generar pérdidas de ingresos, problemas legales y reputacionales, afectando el flujo de caja y los resultados operativos de la empresa.

- **Regulación,** debido a que las actividades comerciales del grupo están fuertemente reguladas y con la implementación de nuevas normas en el sector, cambio en las leyes y regulaciones podrían afectar los gastos por implementación y la situación financiera de la empresa en el proceso de adaptación donde las empresas que administran los beneficios farmacéuticos y servicios de farmacia también se encuentran afectadas por distintas regulaciones.

- **Participación en programas del Gobierno,** ya que, al tener varios programas de atención médica asociados al Gobierno, tanto como pagador y como proveedor de servicios a pagadores, hay riesgos adicionales asociados al financiamiento de los programas, ajustes de pagos, inscripciones, auditorías, investigaciones, entre otros.

- **Estar sujeto a posibles emergencias médicas de gran escala** (crisis de salud pública, pandemias, desastres naturales y otros), como fue el Covid-19; podrían afectar las operaciones comerciales, aumento de los costos de atención médica y aumentar el riesgo de escasez de insumos necesarios.

- **Las presiones competitivas,** porque la compañía está sujeta a su capacidad para contratar a los mejores profesionales médicos a los cuáles tiene que atraer, retener y gestionar para su adecuada promoción.

La sucursal de BBVA en Hong Kong (CE número AFR194) es regulada por la Hong Kong Monetary Authority y la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En Hong Kong, este documento es sólo para su distribución a inversores profesionales, según la definición del Schedule 1 de la Securities and Futures Ordinance (Cap 571) de Hong Kong.

Este documento se distribuye en Singapur por la oficina de Singapur de BBVA solamente como un recurso para propósitos generales de información cuya intención es de circulación general. Al respecto, este documento de análisis no toma en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de alguna persona en particular y se exceptúa de la Regulación 34 del Financial Advisers Regulations ("FAR") (como se solicita en la sección 27 del Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapur ("FAA")).

Garanti Securities tiene su sede en Estambul, Turquía, y es supervisado por la Capital Markets Board (Sermaye Piyasası Kurulu - SPK, www.spk.gov.tr).

BBVA, BBVA México, BBVA Chile S.A., BBVA Colombia S.A., BBVA Perú, BBVA Securities y Garanti Securities no son instituciones de depósitos autorizadas de acuerdo con la definición del Australian Banking Act de 1959 ni están reguladas por la "Australian Prudential Regulatory Authority (APRA)".

Disclaimer general en el caso de que los lectores accedan al informe a través de internet

En caso de que usted haya accedido al presente documento vía Internet o vía otros medios electrónicos que le permitan consultar esta información, deberá leer detenidamente la siguiente notificación:

La información contenida en el presente sitio es únicamente información general sobre asuntos que pueden ser de interés. La aplicación y el impacto de las leyes pueden variar en forma importante con base en los hechos específicos. Ni BBVA ni las entidades del Grupo BBVA garantizan que el contenido del presente documento publicado en Internet sea apropiado para su uso en todas las áreas geográficas, o que los instrumentos financieros, valores, productos o servicios a los que se pueda hacer referencia estén disponibles o sean apropiados para la venta o uso en todas las jurisdicciones o para todos los inversores o clientes. Los lectores que accedan al presente documento a través de Internet, lo hacen por su propia iniciativa y son, en todo caso, responsables del cumplimiento de las normas locales que les sean de aplicación.

Tomando en cuenta la naturaleza cambiante de las leyes, reglas y regulaciones, así como los riesgos inherentes a la comunicación electrónica, pueden generarse retrasos, omisiones o imprecisiones en la información contenida en este sitio. De acuerdo con esto, la información de este sitio se proporciona en el entendido de que los autores y editores no proporcionan por ello asesoramiento y/o servicios legales, contables, fiscales o de otro tipo.

Todas las imágenes y textos son propiedad de BBVA y no podrán ser bajados de Internet, copiados, distribuidos, guardados, reutilizados, retransmitidos, modificados o utilizados de cualquier otra forma, con excepción a lo establecido en el presente documento, sin el consentimiento expreso por escrito de BBVA. BBVA se reserva todos sus derechos de propiedad intelectual de conformidad con la legislación aplicable.

Información Importante

Este documento tiene la consideración de comunicación publicitaria a los efectos de la Directiva 2014/65/UE ("MiFID2") y de su normativa de desarrollo.

Este documento contiene recomendaciones de inversión, tal y cómo éstas se definen en el Reglamento UE 596/2014 del Parlamento y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR") así como en el Reglamento Delegado 958/2016 sobre normas técnicas de regulación relativas a las medidas técnicas aplicables a la presentación objetiva de las recomendaciones de inversión o información de otro tipo en las que se recomiende o sugiera una estrategia de inversión y a la comunicación de intereses particulares o indicaciones de conflictos de intereses.

Este documento contiene información recomendando o sugiriendo una estrategia de inversión y no ha sido elaborado por un analista independiente, sino que ha sido preparado por "analistas de estrategia" quienes sugieren decisiones de inversión en instrumentos financieros basados en su propia experiencia y conocimientos en el campo financiero. No ha sido por tanto elaborado de acuerdo con los requisitos legales que promueven la independencia de informes de inversión.

Las empresas del Grupo BBVA que han participado en la preparación de esta comunicación publicitaria o que han aportado información, opiniones, estimaciones o previsiones para su elaboración se identifican por la ubicación de los autores, ubicación que se indica en la primera página del documento (analistas de estrategia) o vía chat / correo electrónico en cualquier otro caso del modo siguiente: 1) Madrid, Londres o Europa: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., incluidas sus sucursales en la Unión Europea –"UE"- (en lo sucesivo "BBVA"); 2) Ciudad de México: BBVA México, S.A. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (en lo sucesivo "BBVA México"); 3) Nueva York: BBVA Securities, Inc. (en lo sucesivo "BBVA Securities"); 4) Sucursal de Nueva York: BBVA, Sucursal de Nueva York; 5) Lima: BBVA Perú; 6) Bogotá: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Colombia S.A. y BBVA Valores Colombia S.A. Comisionista de Bolsa; 7) Hong Kong: BBVA, Sucursal de Hong Kong; 8.) Estambul: Garanti BBVA Securities.

Para los destinatarios de este documento en la UE, este documento es difundido por BBVA, un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182. Todos los traders y personal de ventas de BBVA están sujetos al "Procedimiento sobre Publicaciones de Mercado". Las comunicaciones publicitarias objeto de publicación constituyen opiniones de cada autor del documento acerca de la evolución prevista de uno o más instrumentos financieros mencionados en el propio documento, sujetas a condiciones de mercado, ya sea en términos absolutos o en términos relativos, en función de tratarse de una recomendación direccional de compra o venta o una recomendación de ponerse corto o largo en el instrumento financiero.

Aunque esta comunicación no constituye un informe de inversión , conforme a MiFID, puede haber sido preparado por personal del equipo de Estrategia y Contenido de Equity de BBVA o por el personal de Sales & Trading de BBVA.

Las opiniones reflejadas en el presente documento pueden diferir de aquellas vertidas en los informes de inversiones elaborados por el Grupo BBVA.

BBVA ha establecido barreras físicas y de información, junto a revisiones y políticas de cumplimiento, para así minimizar potenciales conflictos de interés. Además el Grupo BBVA cuenta con una Política de Conflictos de Intereses, destinada a impedir que los Conflictos de Intereses perjudiquen a los intereses de sus clientes. Además, con objeto de resolver los potenciales Conflictos de Intereses de cualquier tipo que se planteen, los procedimientos de cada una de las áreas del Grupo BBVA cuyas actividades puedan dar lugar a potenciales conflictos de intereses, deberán, en línea con lo establecido en la Norma para la Prevención y Gestión de los Conflictos de Intereses en BBVA, y el Código de Conducta del Grupo BBVA, garantizar una adecuada prevención y gestión de los mismos.

Lo que sigue describe las obligaciones en materia de revelación de conflictos de interés de BBVA y entidades del Grupo BBVA fijadas en, entre otras normas MAR y el Reglamento Delegado UE 2016/958.

Conflictos de interés

BBVA negocia, o puede negociar por cuenta propia en instrumentos de deuda, renta variable o en instrumentos financieros derivados sobre cualquiera de los instrumentos mencionados en este documento.

BBVA está sometido a un Reglamento Interno de Conducta en los Mercados de Valores (RIC), que desarrolla la política global mencionada más arriba para el ámbito U.E., el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. Este Reglamento está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com Gobierno Corporativo. Además, el RIC cuenta con manuales de desarrollo como el manual de Control de la Información Privilegiada y el Manual de Operativa por Cuenta Propia que operativizan al RIC. En la práctica además se realiza control de la operativa por cuenta propia de las personas sujetas al RIC así como el control de áreas separadas para impedir el flujo de información entre áreas entre las que pueden surgir un conflicto de interés. El RIC está disponible en el apartado de gobierno corporativo de la siguiente página web: https://accionistaseinversores.bbva.com/gobierno-corporativo-y-politica-deremuneraciones/ric-en-los-mercados-de-valores/

Histórico de recomendaciones

Certificación de los Elaboradores de Ideas

Los Elaboradores de Ideas certifican que (i) las opiniones que se expresan en esta Idea reflejan fielmente sus opiniones personales respecto de las compañías objeto de análisis y sus títulos, y (ii) que la remuneración de los mismos puede estar ligada al trading o sales en relación a los instrumentos que recoge esta recomendación o en relación a la actividad de sales & trading global de la unidad de BBVA o de su grupo.

AVISO LEGAL

Este documento tiene carácter meramente informativo y reflexivo, sin tener en cuenta las circunstancias concretas de cada destinatario. La información contenida en este Sitio Web no constituye una recomendación personalizada. Los inversores deberán solicitar asesoría financiera profesional para tomar sus propias conclusiones sobre la idoneidad de cualquier transacción incluidas las implicaciones sobre los beneficios económicos, y las implicaciones desde la perspectiva de riesgos, legal, regulación crédito, contabilidad y fiscal.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos financieros o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente documento, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. Excepto en lo relativo a la información propia del Grupo BBVA, el contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA, por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad (ni tampoco las sociedades de su Grupo) por cualquier daño, perjuicio o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las

pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos. Antes de operar con futuros, derivados u opciones, el inversor debe consultar toda la información disponible acerca de los riesgos existentes al invertir en dichos instrumentos en los siguientes websites:

Options - http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2013/P197741

Futures - http://www.finra.org/Investors/InvestmentChoices/P005912

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con la información contenida en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este documento podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. En particular, este documento no se dirige en ningún caso a, o pretende ser distribuido a, o usado por ninguna entidad o persona residente o localizada en una jurisdicción en donde dicha distribución, publicación, uso o accesibilidad, sea contrario a la Ley o normativa o que requiera que BBVA o cualquiera de las sociedades de su Grupo obtenga una licencia o deba registrarse. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Disclaimer general en el caso de que los lectores accedan al informe a través de internet o vía otros medios electrónicos

En caso de que usted haya accedido al presente documento vía Internet o vía otros medios electrónicos que le permitan consultar esta información, deberá leer detenidamente la siguiente notificación:

La información contenida en el presente sitio es únicamente información general sobre asuntos que pueden ser de interés. La aplicación y el impacto de las leyes pueden variar en forma importante con base en los hechos específicos. Ni BBVA ni las entidades del Grupo BBVA garantizan que el contenido del presente documento publicado en Internet sea apropiado para su uso en todas las áreas geográficas, o que los instrumentos financieros, valores, productos o servicios a los que se pueda hacer referencia estén disponibles o sean apropiados para la venta o uso en todas las jurisdicciones o para todos los inversores o clientes. Los lectores que accedan al presente documento a través de Internet, lo hacen por su propia iniciativa y son, en todo caso, responsables del cumplimiento de las normas locales que les sean de aplicación.

Tomando en cuenta la naturaleza cambiante de las leyes, reglas y regulaciones, así como los riesgos inherentes a la comunicación electrónica, pueden generarse retrasos, omisiones o imprecisiones en la información contenida en este sitio. De acuerdo con esto, la información de este sitio se proporciona en el entendido de que los autores y editores no proporcionan por ello asesoramiento y/o servicios legales, contables, fiscales o de otro tipo.

Todas las imágenes y textos son propiedad de BBVA y no podrán ser bajados de Internet, copiados, distribuidos, guardados, reutilizados, retransmitidos, modificados o utilizados de cualquier otra forma, con excepción a lo establecido en el presente documento, sin el consentimiento expreso por escrito de BBVA. BBVA se reserva todos sus derechos de propiedad intelectual de conformidad con la legislación aplicable.