



# Corporación Universidad de Concepción

Anual y Cambio de Clasificación

ANALISTAS:  
Diego Segovia C.  
Paula Acuña L.  
Aldo Reyes D.  
[diego.segovia@humphreys.cl](mailto:diego.segovia@humphreys.cl)  
[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)  
[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

FECHA  
Agosto 2023

Categoría de riesgo						
Tipo de instrumento	Categoría					
Línea de bonos y bonos	<b>A+<sup>1</sup></b>					
Tendencia	<b>Estable</b>					
EEFF base	31 de marzo 2023 <sup>2</sup>					
Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda						
Línea de bonos	Nº 878 de 21.12.17					
Línea de bonos	Nº 989 de 12.12.19					
Bonos Serie C	Primera Emisión					
Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	1T 2023
Ingresos	258.952.608	243.400.237	247.958.350	261.667.539	284.963.280	70.387.626
Costo de Ventas	-165.997.698	-161.002.271	-157.599.489	-169.552.213	-182.697.227	-43.069.892
<b>Ganancia bruta</b>	<b>92.954.910</b>	<b>82.397.966</b>	<b>90.358.861</b>	<b>92.115.326</b>	<b>102.266.053</b>	<b>27.317.734</b>
Gastos de adm. y otros por función	-64.569.447	-60.875.660	-61.414.658	-78.939.807	-86.390.780	-26.103.512
<b>Resultado operacional</b>	<b>28.385.463</b>	<b>21.522.306</b>	<b>28.944.203</b>	<b>13.175.519</b>	<b>15.875.273</b>	<b>1.214.222</b>
Costos financieros	-10.845.038	-10.459.332	-10.856.913	-10.196.673	-10.464.151	-2.759.622
<b>Ganancia</b>	<b>19.246.265</b>	<b>12.544.877</b>	<b>14.266.222</b>	<b>979.961</b>	<b>3.443.219</b>	<b>218.031</b>
<b>EBITDA ajustado<sup>3</sup></b>	<b>25.198.219</b>	<b>24.284.866</b>	<b>23.444.607</b>	<b>35.972.402</b>	<b>37.231.075</b>	<b>10.385.833</b>

<sup>1</sup> Clasificación anterior: Categoría A.

<sup>2</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2022. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2023, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

<sup>3</sup> La Corporación maneja un EBITDA ajustado el cual se define como "Ganancia bruta + provisiones y condonaciones FSCU + Depreciación y Amortización – Gastos de administración – ingresos por FSCU".

**Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS**

M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	1T 2023
Activos corrientes	116.266.708	99.563.840	121.481.599	135.083.831	167.012.005	168.388.873
Activos no corrientes	452.444.437	487.550.737	512.112.781	533.413.004	557.666.137	571.082.385
<b>Total de activos</b>	<b>568.711.145</b>	<b>587.114.577</b>	<b>633.594.380</b>	<b>668.496.835</b>	<b>724.678.142</b>	<b>739.471.258</b>
Pasivos corrientes	104.631.527	109.015.672	97.465.659	97.659.000	127.546.840	135.873.323
Pasivos no corrientes	219.114.031	220.058.495	259.041.095	267.403.686	277.456.393	285.624.578
<b>Total pasivos</b>	<b>323.745.558</b>	<b>329.074.167</b>	<b>356.506.754</b>	<b>365.062.686</b>	<b>405.003.233</b>	<b>421.497.901</b>
Patrimonio	244.965.587	258.040.410	277.087.626	303.434.149	319.674.909	317.973.357
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>568.711.145</b>	<b>587.114.577</b>	<b>633.594.380</b>	<b>668.496.835</b>	<b>724.678.142</b>	<b>739.471.258</b>
<b>Deuda financiera</b>	<b>135.502.014</b>	<b>138.844.971</b>	<b>145.415.558</b>	<b>150.385.064</b>	<b>166.399.377</b>	<b>168.731.759</b>

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

La **Corporación Universidad de Concepción (UDEC)** es una corporación de derecho privado sin fines de lucro domiciliada en la ciudad de Concepción y cuyo objeto principal es la de prestar servicios en el ámbito de la educación superior, particularmente universitaria; no obstante, en menor medida y por medio de filiales, abarca la esfera técnico-profesional. También, por ley, administra un sorteo de lotería cuyo excedente, junto con soportar el crecimiento propio de la actividad, sirve de apoyo financiero para la ejecución del proyecto educacional.

Si bien el emisor es una institución sin fines de lucro, ha diversificado su estructura de negocios, con el fin de maximizar sus flujos para financiar sus actividades de educación superior. Dentro de las líneas de actividad de la corporación, las entidades más relevantes desde el punto de vista financiero son **Universidad de Concepción**, Lotería de Concepción, Instituto Profesional Virginio Gómez, Centro Formación Técnica Lota Arauco y las empresas que administran parte del patrimonio inmobiliario de la corporación, como son Serpel e Inversiones Bellavista; sin embargo, en opinión de la clasificadora, todas ellas deben ser consideradas como unidades cuyo propósito final es complementar o potenciar su eje central, que es la educación superior. Desde esta perspectiva, sumado a que se trata de una institución sin fines de lucro, su propósito no es maximizar sus utilidades, sino desarrollar su propuesta educacional; por lo tanto, siendo necesario que sea excedentaria, se entiende que la evaluación no puede estar ajena a la naturaleza sin fines de lucro de la Corporación.

Según datos a diciembre de 2022, la institución generó ingresos por aproximadamente \$ 284.963 millones anuales de los cuales aproximadamente un 34,2% y un 28,7% fueron aportados por **Universidad de**

**Concepción** y la Lotería, respectivamente. El EBITDA ajustado de la entidad alcanzó un valor de \$ 37.231 millones en 2022, el mayor desde el funcionamiento de la Corporación, impulsado por un crecimiento en el EBITDA de la universidad y de la Lotería, en tanto que su pasivo financiero alcanzó \$ 166.399 millones. Durante el primer trimestre de 2023, la Corporación generó ingresos por \$ 70.388 millones, con una deuda financiera que alcanzaba los \$ 168.732 millones, un nivel de activos de \$ 739.471 millones y un patrimonio de \$ 317.973 millones.

El cambio de clasificación de los bonos de **UDEC** desde “Categoría A” a “Categoría A+” se basa en el significativo crecimiento del EBITDA ajustado<sup>4</sup> en los últimos dos años, que pasa de \$ 24.285 millones en 2019 a \$37.231 millones en 2022, alcanzando un margen EBITDA de 13,1% a 2022 (10% en 2019), lo que a juicio de la clasificadora debiese mantenerse en 2023 o incluso acrecentarse dado el reajuste paulatino planificado para los aranceles<sup>5</sup>. Adicionalmente, de acuerdo con lo informado por la institución, la deuda debiese disminuir hacia finales de 2023, dado el pago de amortizaciones que se realizó en mayo del presente año por aproximadamente \$ 12.000 millones y el que corresponde a noviembre por \$ 12.000 millones más, los cuales se cubrirán con el efectivo que a marzo de 2023 alcanzaba los \$ 86.259 millones.

Cabe señalar que la mayor consolidación de la institución se da en un escenario en donde se ha ido disminuyendo las incertidumbres asociadas con las regulaciones del sector y la implementación del sistema de gratuidad.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **UDEC** en “Categoría A+” se ha considerado el bajo riesgo operativo de la universidad, sustentado tanto en las características propias del servicio entregado, como en el sólido posicionamiento y prestigio de la institución dentro del sistema educacional chileno. En su principal área de influencia, la Región del Biobío y Ñuble, ha mantenido en promedio 3,6 postulantes por vacante (7,6 si consideramos que desde el año 2023 se pueden realizar hasta 20 postulaciones por prospecto a instituciones de educación superior). Junto con ello, se reconoce como elemento positivo la elevada estabilidad de sus flujos en lo relativo a sus funciones en el campo educacional, tanto de los ingresos como de sus egresos, incluyendo tanto aquellos por concepto de matrículas, como los recibidos por aporte estatal.

La clasificación se sustenta, además, en la medida que la Corporación ha sabido posicionarse fuertemente como unas de las más importantes del país, presentando mejoras importantes en su EBITDA a la vez que presenta una deuda decreciente sin nuevos proyectos de inversión en el corto y mediano plazo. Por otra parte, se estima positivo el ajuste al alza de los aranceles de los próximos períodos, los cuales, a juicio de la clasificadora, no deberían tener impactos significativos en los costos.

Además, se valora que la institución está acreditada por siete años por parte de la Comisión Nacional de Acreditación (CNA), hasta el año 2023. Esta acreditación convierte a la **UDEC** en una de las cinco universidades en el país que cuenta con esta acreditación, lo que le permite acceder a una mayor cantidad

<sup>4</sup> Considerando la metodología de cálculo de EBITDA ajustado utilizada por la corporación, el cual desconsolida la incidencia del FSCU.

<sup>5</sup> El cual debiese comenzar a materializarse desde 2024.

de recursos por parte del Estado y apoya el posicionamiento de la entidad dentro del sistema de educación superior.

Complementariamente, dentro de las fortalezas de la entidad, se incorpora la solidez de la demanda por educación, explicada por la importancia que la comunidad le asigna a la formación superior y por el relevante rol subsidiario que cumple el Estado en el financiamiento de las matrículas, reduciendo significativamente el riesgo de incobrabilidad. Ambas situaciones permiten presumir que en el mediano plazo se mantendrá una demanda consistente con la oferta educacional de la **UDEC**.

Cabe destacar, que **Humphreys** valora el valor aportado por la implementación en un 100% durante 2022 de un sistema de control de gestión centralizado de las distintas instituciones y segmentos de negocio, que les permite mantener un proceso de planificación estratégica trianual integrado, sustentado en presupuestos anuales, con informes mensuales de gestión, pronósticos trimestrales y la revisión de los planes de acción e implementación de medidas adoptadas, todo ello con el objetivo de tener una mayor coordinación y eficiencia en los procesos de gestión.

La clasificación de riesgo también reconoce como favorable para la clasificación el hecho que dentro de la actividad universitaria los cambios estructurales se producen en el mediano o largo plazo. Asimismo, se incorpora en la evaluación la existencia de activos prescindibles, libres de garantías, susceptibles de ser vendidos y apoyar la liquidez de la institución en caso de necesitarlo.

Se debe tener presente que, en el caso de la universidad, el flujo de caja se ve afectado negativamente por el "beneficio de rentas vitalicias", beneficio a los funcionarios contratados hasta el 31 de diciembre de 2002, lo que deberá gradualmente decrecer en el tiempo.

La clasificación de riesgo incorpora el hecho que el negocio de Lotería, si bien también ha sido bastante estable y ha mostrado ser rentable en el tiempo, éste no tiene el bajo riesgo operativo que presenta un establecimiento educacional de la calidad de la **Universidad de Concepción**. Dada la estructuración de este tipo de juegos, el negocio de Lotería no es inmune a posibles cambios legales que, si bien no pueden afectar los derechos de la corporación, si pudiesen reforzar la posición del Estado o, en su defecto, permitir una mayor liberalización de la actividad. No obstante, esta situación se ve poco probable en el mediano plazo, dada la larga historia de los juegos de Lotería administrados por la Corporación.

Para la asignación de la categoría de riesgo, también se ha considerado el elevado vencimiento programado para el año 2024, el cual, de acuerdo con la clasificadora, podría volver a refinanciar (cuenta con \$ 86.259 millones de caja y el vencimiento de 2023 asciende aproximadamente a \$ 24.000 millones, el cual, según la Corporación, será realizado en dos pagos iguales durante el año). Este tipo de riesgo queda sujeto a las condiciones de mercado y de la economía a la fecha del refinanciamiento, lo cual se ve favorecido por el hecho de que la institución haya mantenido un endeudamiento controlado.

La dependencia del apoyo estatal al funcionamiento de la universidad tampoco es ajena al proceso de clasificación, tanto por los aportes fiscales directos como por el financiamiento de la demanda. Sin embargo, se reconoce que esta situación se enmarca en políticas estatales que han persistido en el tiempo

y que, a la luz de acontecimientos recientes, posibles cambios en el futuro más inmediato, en opinión de la clasificadora, debieran ser positivos para **UDEC**.

Adicionalmente, cabe señalar que, en opinión de **Humphreys**, las modificaciones que se observan en el ámbito educacional podrían resultar beneficiosas para la universidad en el sentido que se resentiría la oferta educacional del sector producto del debilitamiento de aquellas entidades con bajo nivel de acreditación. En este contexto, en donde toma fuerza el prestigio de la **UDEC**, situación refrendada por sus siete años de acreditación, por otra parte, el "QS Latin American University", en su ranking de 2022, la situó en el número once a nivel latinoamericano y tercera a nivel nacional.

En el ámbito ambiental, social y de gobierno corporativo (ASG), la **UDEC** cuenta con un plan estratégico institucional 2021-2030 el cuál recoge dimensiones con estos criterios, donde destaca la vinculación con el medio social, cultural y político-administrativo que contribuya al desarrollo sustentable. En términos de gobierno corporativo, el plan contempla la modernización de la organización para que sea inclusiva, transparente, colaborativa, equitativa e innovadora.

La tendencia se califica en "*Estable*", debido a la alta probabilidad de que la evaluación no presente variaciones a futuro.

#### Resumen Fundamentos Clasificación

##### Fortalezas centrales

- Bajo riesgo operativo.
- Estabilidad de los flujos de la Universidad.
- Liderazgo consolidado dentro de su área de influencia (regional) y a nivel nacional.

##### Fortalezas complementarias

- Elevado nivel de apoyo estatal a sus alumnos.
- Mayor concentración en carreras del área de la tecnología y salud con mayores barreras de entrada (infraestructura).
- Alto porcentaje de docentes con postgrado.

##### Fortalezas de apoyo

- Alto nivel de activos prescindibles, susceptibles de dejar en garantía o vender.
- Demanda sólida por educación.
- Características del servicio prestado.
- Diversificación de matrículas por carrera.

##### Riesgos considerados

- Flujos provenientes de Lotería, que pese a tener bajos niveles de riesgo, siguen siendo mayores a los niveles de la Universidad (reducido impacto negativo).
- Marco regulador y de los juegos de Lotería, aunque con baja probabilidad de incidencia (riesgo poco probable en corto-mediano plazo).
- Riesgo de refinanciamiento.
- Bajo acceso a incremento de capital que se ve mitigado por utilidades retenidas y los aportes recibidos.
- Concentración geográfica.

## Hechos recientes

### Enero-diciembre 2022

Durante el año 2022, la corporación obtuvo ingresos ordinarios por \$ 284.963 millones, mientras que al cierre del ejercicio anterior alcanzó los \$ 261.668 millones; implicando un alza en los ingresos de la Universidad de un 9,2%.

Los gastos de administración<sup>6</sup> ascendieron a \$ 86.391 millones, aumentando un 9,4% respecto a 2021, lo que determinó que el resultado operacional de la universidad durante el año 2022 ascendiera a \$ 15.875 millones, lo anterior se traduce en un aumento de 20,5% respecto a 2021, cuando el resultado operacional alcanzó los \$ 13.176 millones.

Como consecuencia, la corporación alcanzó ganancias por \$ 3.443 millones durante 2022, aumentando en un 251,4% respecto a 2021, cuando alcanzó ganancias por \$ 976 millones.

A diciembre 2022, la Corporación posee una deuda financiera que alcanzaba los \$ 166.399 millones, un nivel de activos de \$ 724.678 millones y un patrimonio de \$ 319.675 millones.

### Resultados marzo 2023

Durante el primer trimestre de 2023 los ingresos de la Corporación alcanzaron los \$ 70.388 millones, siendo un 8,4% superior a los ingresos obtenidos al mismo trimestre del año anterior.

Los gastos de administración, por su parte, alcanzaron los \$ 26.104 millones, valor 36,8% superior al obtenido a marzo de 2022.

La Corporación alcanzó ganancias por \$ 218 millones, equivalente a una disminución de 95,2% respecto a igual trimestre de 2022, período que sumó \$ 4.528 millones. Lo anterior se explica principalmente debido a un mayor aumento en los gastos de administración y venta, alza que afecto en mayor medida a los segmentos de operación "Educación e Investigación" y "Juegos de Lotería".

A marzo de 2023, la Corporación posee una deuda financiera que alcanzaba los \$ 168.732 millones, un nivel de activos de \$ 739.471 millones y un patrimonio de \$ 317.973 millones.

Durante 2023, la Corporación continúa perfeccionando su sistema de control de gestión integrado con el ERP SAP S4/Hana, que les ha permitido centralizar los procesos de gestión, obteniendo una mayor coordinación y eficiencia en la administración de la Corporación.

---

<sup>6</sup> Incluye "Otros ingresos por función", "Gastos de administración" y "Otros gastos por función".

# Definición de categorías de riesgo

## Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

(+) El signo "+" corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría

## Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

# Oportunidades y fortalezas

**Bajo riesgo operativo:** Considerando el componente de bien público que tiene la educación, sumado al estatus de la **UDEC**, tanto a nivel nacional como local, permiten presumir que un bajo rendimiento financiero no sería obstáculo para que la institución continuara prestando los servicios que le son propios y, por ende, mantuviera su nivel ingresos por matrícula y los aportes estatales; asimismo, se le asigna mayor probabilidad que las autoridades regionales o nacionales contribuyan a dar solución a un eventual problema financiero.

**Estabilidad de sus flujos:** Los ingresos en el ámbito educacional están determinados, básicamente, por el número de alumnos y el valor de los aranceles, más, en el caso de una entidad como la **UDEC**, por el Aporte Fiscal Directo (AFD). Una prueba de la estabilidad de los ingresos muestra que, en los años 2020, 2021 y 2022 el número de matrículas de pregrado ascendió a 25.044, 26.603 y 26.956 respectivamente, por otra parte, os aranceles han exhibido un crecimiento muy moderado, pero con reajustes al alza. Por su parte, el AFD se ha situado en torno los \$ 16.790 millones para el año 2022 (reparto del 95%)<sup>7</sup>.

**Prestigio, estatus de la UDEC y posicionamiento en la región:** Distintos parámetros de medición ubican a la **Universidad de Concepción** entre las tres o cuatro principales del país, y como la más importante de la Región del Biobío y Ñuble, lo cual se refleja en su alta demanda por matrícula. Cabe mencionar que la agencia QS, especializada en *ranking* 2022 de universidades, ubicó en decimoprimer lugar a la **UDEC** a nivel latinoamericano, siendo superada sólo por dos entidades chilenas, ubicadas en la Región Metropolitana. Otro indicador que da cuenta de su importancia en el ámbito universitario es el hecho de ser una de las dos únicas instituciones de educación superior fuera de la Región Metropolitana acreditada

<sup>7</sup> <https://dfi.mineduc.cl/wp-content/uploads/sites/114/2022/03/DEC06-2022-95AFD.pdf>

por siete años, hasta 2023, por la CNA<sup>8</sup>, además de su primer lugar a nivel nacional, en cuanto a los aportes de Conicyt. En esta línea se destaca que La Comisión Nacional de Acreditación adoptó la decisión de acreditar a la **Universidad de Concepción** por un periodo de siete años.

Por otra parte, la **UDEC** presenta más de 100 años de historia, fuertemente ligado a la ciudad de Concepción, capital de la Región del Biobío. Sus labores de extensión en el área cultura, tales como colección de artes, coro y orquesta, entre otras, la transforman en una institución enraizada en la entidad de la zona.

**Fortaleza de la demanda y apoyo a alumnos:** Cabe destacar que la universidad presenta una relación de 3,6 veces entre postulaciones efectivas en primera opción y número de vacantes (7,61 veces para 2023, sin embargo, se debe considerar que este aumento está beneficiado por la nueva metodología de postular hasta 20 opciones), lo que refleja la solidez de su demanda y reduce significativamente el riesgo de baja futura en las matrículas. Por otra parte, el rol subsidiario del Estado en la demanda por educación se traduce, en el caso de la **UDEC**, en que aproximadamente tres cuarto de los estudiantes financian sus estudios con mecanismos de apoyo gubernamental. Este factor, más allá de cambios no significativos en los porcentajes, ha sido permanente en los últimos años y se espera que se mantenga en el mediano plazo.

**Diversificación de las matrículas por carrera:** La universidad, ofrece un elevado *mix* de carreras, dado esto, posee una baja concentración de sus matrículas por carrera en comparación a sus pares. La principal carrera de la universidad representa un 4,8% de las matrículas de la institución y las tres primeras concentran un 14,3% de los ingresos.

**Composición cuerpo docente:** La universidad cuenta con una planta de 1.357 docentes, de los cuales el 90,4% posee grado académico de especialidad, magíster o doctorado, porcentaje considerable dentro del sistema. Se debe considerar que el porcentaje de académicos con mayor especialización repercute positivamente en la evaluación efectuada por la CNA.

**Características de la demanda:** Las matrículas de la universidad han aumentado de forma leve, pero constante en el tiempo. Por otra parte, la captación de nuevos alumnos se ve favorecida por el aumento de la demanda por educación universitaria, la cual en el año 2022 se sitúa en los 768.934 alumnos a nivel país, en contraste a los 670.096 alumnos que presentaba el sistema para el 2012. Desde una perspectiva cualitativa, la educación universitaria goza de estatus dentro de otros establecimientos educacionales de educación superior.

**Características del servicio prestado:** El servicio entregado por la institución presenta un bajo nivel de sensibilidad a los ciclos económicos recesivos, principalmente por el valor presente neto de la inversión en educación y la connotación social que posee. Asimismo, el hecho que más de un 70% de los ingresos provengan de pagos efectuados por el Estado, por distintas modalidades, favorece la estabilidad de sus

---

<sup>8</sup> En diciembre de 2016, la CNA (Comisión Nacional de Acreditación) acordó acreditar a la universidad por un período de siete años, en las áreas obligatorias de gestión institucional, docencia de pregrado y en las áreas electivas de vinculación con el medio, docencia de postgrado e investigación.

flujos, ya que la educación universitaria es considerada de relevancia para el Estado, independiente del gobierno de cada momento.

**Infraestructura:** La universidad presenta un robusto nivel de infraestructura destinado al área educacional, situación que reduce la competencia en aquellas áreas con alto nivel de inversión y lenta maduración (por ejemplo, odontología, medicina y las distintas ingenierías, por mencionar algunas). Por otra parte, pese a ser por lejos la institución de mayor prestigio en la zona, sus aranceles son iguales o inferiores a los cobrados por otras entidades en carreras equivalentes, por lo que los ingresos por este concepto tienen perspectivas positivas en relación con las modificaciones de la Ley 21.091, en la cual los aranceles regulados deben ir en línea con los costos e inversiones para prestar un servicio de acuerdo con los años de acreditación de la Universidad (siete años).

También, cabe agregar que el solo hecho de pertenecer al consejo de rectores (universidades tradicionales), constituye una ventaja competitiva.

Adicionalmente, se destaca que el campus central de la universidad posee alrededor de 40 hectáreas y exhibe altos niveles en el área de investigación, por tanto, laboratorios con una buena infraestructura.

## Factores de riesgo

**Dependencia de los ingresos de Lotería:** Los ingresos provenientes de Lotería representaron un 28,7% de los ingresos totales de la Corporación en 2022, situación que la hace dependiente del comportamiento futuro de este negocio el cual, en opinión de la clasificadora, pese a tener un reducido nivel de riesgo, no presenta el bajo nivel de riesgo que se puede asignar a la universidad propiamente tal. La importancia de Lotería en el pago de la deuda queda de manifiesto en el hecho que esta unidad representa el principal generador de EBITDA de la corporación, ya que fue concebida para estos efectos.

**Riesgo regulación Lotería:** Si bien los cambios legales no pueden afectar los derechos de la corporación, si pueden reforzar la posición del Estado o, en su defecto, permitir una mayor liberalización de la actividad. Aun cuando **Humphreys** asigna una baja probabilidad a este tipo de riesgo, su eventual ocurrencia podría resultar de un elevado impacto en la capacidad de pago del emisor. Con todo, no se descarta que una mayor liberalización de los juegos de azar podría significar una oportunidad para que Lotería amplíe su modelo de negocio.

**Estructura de financiamiento:** Si bien la corporación presenta caja suficiente a marzo 2023 (\$ 86.259 millones) para hacer frente al vencimiento del año 2023 de aproximadamente \$ 24.000 millones (pago a realizar en dos cuotas iguales según información entregada por la corporación), la estructura de deuda contempla, además, un vencimiento por alrededor de \$ 44.900 millones para el año 2024, contexto que incorpora el riesgo de refinanciamiento. Esta situación debe analizarse bajo la necesidad de volver a *flujos de caja de largo plazo (FCLP)*<sup>9</sup> de períodos prepandémicos, con el fin de mantener un perfil holgado.

<sup>9</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

**Patrimonio sostenido sólo en base a utilidades retenidas:** Si bien es un riesgo que afecta a toda la industria en la cual está inserta la universidad, al ser una institución sin fines de lucro, se presume una muy baja probabilidad de recibir aumentos de capital en comparación con otros emisores de bono. No obstante, **Humphreys** estima que la **UDEC** tiene pocas posibilidades de tener déficit patrimonial.

**Sector sujeto a marcos regulatorios susceptibles de cambios:** La institución opera en un marco regulatorio sensible, el que podría estar sujeto a cambios normativos que impliquen un cambio estructural dentro del sistema. Dichos cambios, entre otros, podrían llegar a involucrar la forma de financiamiento para los alumnos, nuevas normativas respecto al lucro autorizado de las instituciones de educación o determinación del Aporte Fiscal Directo. Con todo, en la actualidad, a juicio de **Humphreys**, los riesgos regulatorios afectan en mayor medida a otras instituciones del sector y a la fecha hay mayores certezas en este ámbito en comparación con años anteriores, manteniéndose la sólida posición de la universidad.

**Concentración geográfica:** La entidad se ubica únicamente en la región del Biobío y Ñuble, donde si bien existe una amplia demanda y la **UDEC** posee un alto posicionamiento y liderazgo, su zona de influencia se encuentra acotada, dado que, en particular, la Región del Biobío representa aproximadamente un 8,5% de la población del país<sup>10</sup> y su PIB es cercano al 6% del PIB total nacional, dificultando su acceso a economías de escala e incrementando su sensibilidad a bajas en los niveles de matrículas anuales por efectos económicos de la zona en específico.

## Antecedentes generales

### La corporación

La **UDEC** es una institución de educación superior, organizada como corporación de derecho privado sin fines de lucro. Fue constituida en 1919, siendo la tercera universidad más antigua del país.

Además, son parte de la corporación los juegos de azar Lotería, el Instituto Profesional Virginio Gómez y el Centro de Formión Técnica Lota-Arauco, entre otros.

En 2022, la universidad contaba con 26.956 alumnos de pregrado, y 3.837 alumnos de postgrado. Impartiendo 89 carreras profesionales, 73 programas de magíster, 33 programas de doctorado y 44 especialidades en el área salud en sus tres campus ubicados en las ciudades de Concepción, Chillán y Los Ángeles. En la misma fecha, el IP Virginio Gómez contaba con 6.674 alumnos mientras que el CFT Lota-Arauco con 2.048<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> [https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP\\_ESTADIST REGIONAL/MN REGIONAL1/EST\\_REG\\_POB\\_TOT](https://si3.bcentral.cl/Siete/ES/Siete/Cuadro/CAP_ESTADIST REGIONAL/MN REGIONAL1/EST_REG_POB_TOT)

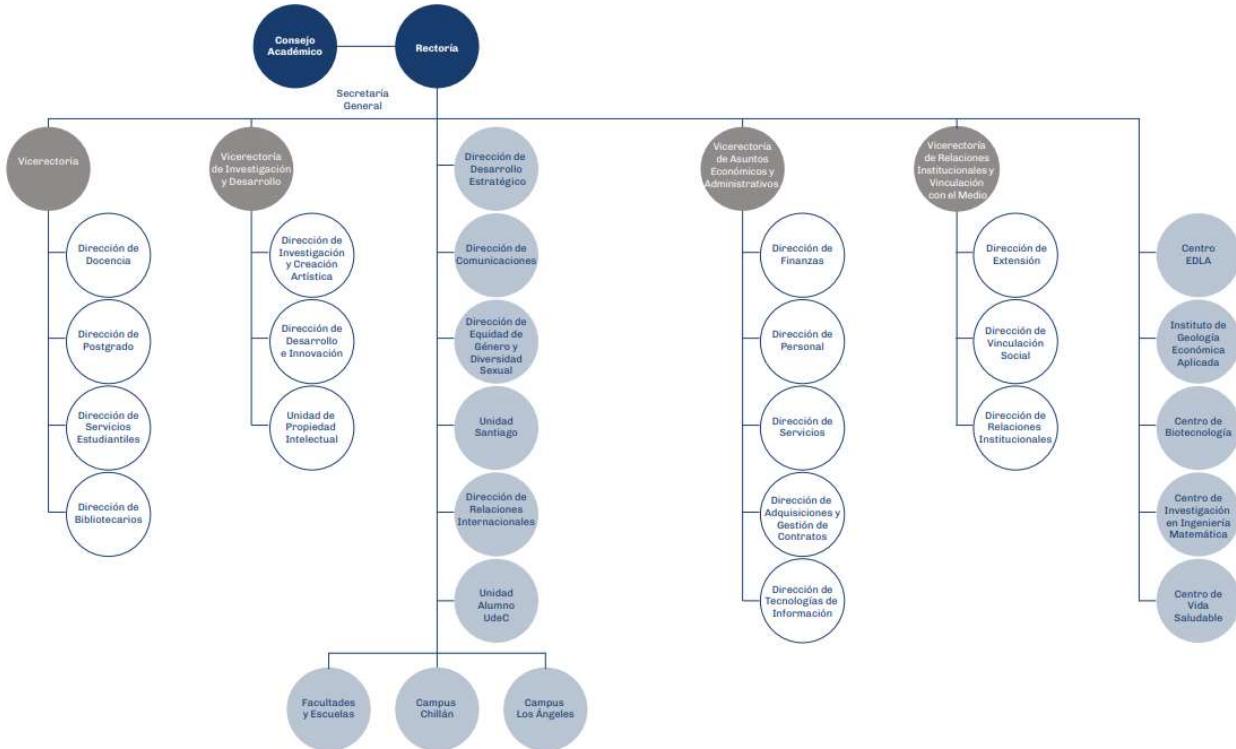
<sup>11</sup> Según datos publicados por el Consejo Nacional de Educación (CNED).

## Estructura organizacional

La Corporación es administrada por un Directorio integrado por el Rector, en calidad de presidente, y por diez directores elegidos por la Junta de Socios de entre sus miembros que pertenezcan a la Categoría de Socio No Académico, que no tengan negocios vigentes u otros vínculos contractuales con la Corporación.

Por su parte, el Consejo Académico Superior es el organismo encargado de formular y evaluar la política universitaria en lo académico y de velar por su cumplimiento. Está integrado por el Rector, el Vicerrector, los Decanos y un representante estudiantil (con derecho a voz, pero no a voto). El secretario general de la universidad es quien actúa como ministro de fe.

Actualmente, la estructura de gobierno institucional está conformada de la siguiente manera<sup>12</sup>:



En opinión de **Humphreys**, la estructura de gobierno que posee la universidad responde a las características de los centros de educación superior del país, comparables en tamaño y reputación con la **UDEC**, con políticas claras y transparentes en cuanto a su funcionamiento y conformación, junto con la adecuada experiencia que aportan quienes lo componen.

<sup>12</sup> Extracto de la memoria anual 2022.

## Antecedentes del sistema de educación superior

Se distinguen tres tipos de establecimientos, creados por la reforma de educación superior de 1981. A ellos pueden optar todos los egresados de educación media.

- **Centros de Formación Técnica (CFT)**: Las carreras impartidas por los CFT tienen una duración de dos años y otorgan títulos de técnico nivel superior. En 2022, existían 39 entidades con 133.048 alumnos matriculados. Esto representa el 10,2% del total de matrículas en el sistema de educación superior.
- **Institutos Profesionales**: Otorgan títulos técnicos de nivel superior y títulos profesionales en aquellas carreras que no requieran el grado académico de licenciado. La mayoría de las carreras profesionales que imparten tienen una duración cuatro años, y las de nivel técnico entre dos a tres años. En 2022 existían 31 entidades con 396.881 alumnos matriculados, lo que representa el 30,6% del total del sistema.
- **Universidades**: Imparten carreras profesionales y otorgan los grados académicos de licenciatura, magíster y doctor. En el sistema hay 55 entidades. Las universidades concentran a 768.934 matriculados, un 59,2% de los estudiantes en el sistema.

A continuación, se muestra la evolución del número de instituciones y los alumnos matriculados en cada una de ellas:

**Cuadro N°1: Evolución número de instituciones de educación superior<sup>13</sup>**

Número de instituciones	2010	2015	2022	Variación 2010-2022
Centro de Formación Técnica	69	42	39	-43,5%
Institutos Profesionales	41	41	31	-24,4%
Universidades	58	59	55	-5,2%
<b>Total</b>	<b>168</b>	<b>142</b>	<b>125</b>	<b>-25,6%</b>

<sup>13</sup> Según datos publicados por el Consejo Nacional de Educación (CNED).

**Cuadro N°2: Evolución alumnos matriculados en instituciones de educación superior<sup>14</sup>**

Alumnos matriculados en el sistema	2010	2015	2022	Variación 2010-2022
Centro de Formación Técnica	121.020	141.477	133.048	9,9%
Institutos Profesionales	218.151	370.132	396.881	81,9%
Universidades	607.709	703.262	768.934	26,5%
Total	946.880	1.214.871	1.222.472	37,2%

El sistema de educación superior, junto con mostrar un crecimiento en el número de matrículas, ha evidenciado una tendencia a una mayor concentración por centros de estudios, aun cuando persiste un número elevado de ellos, en particular en lo que se refiere a universidades.

Dentro del apoyo estatal está el Aporte Fiscal Directo (AFD) que destina el Estado a las universidades originales del Consejo de Rectores de Universidades Chilenas (CRUCH), como la **Universidad de Concepción**. Consiste en un subsidio de libre disponibilidad, asignado en un 95% en base a un criterio histórico, y el 5% restante de acuerdo con indicadores de desempeño anuales relacionados con la matrícula estudiantil, el número de académicos con postgrado y las publicaciones de investigación. Asimismo, existen los fondos concursables para investigación y, para apoyar el pago de aranceles, los créditos con aval del Estado y el sistema de gratuidad con cargo al Estado.

La siguiente tabla muestra los aportes fiscales directos recibidos por las universidades pertenecientes al CRUCH, donde se observa que la **Universidad de Concepción** recibe un 6,7% del aporte fiscal entregado por el Estado, representando un 6,1% de los ingresos de la corporación y un 17,9% de los ingresos de la universidad.

**Cuadro N°3 Aporte Fiscal directo universidades CRUCH 2023<sup>15</sup>**

INSTITUCIÓN	M\$ asignación 95% 2023	%
U.de Chile	41.249.918	15,71%
P.U.Católica de Chile	27.953.930	10,64%
<b>U. de Concepción</b>	<b>17.621.925</b>	<b>6,71%</b>
U. Católica de Valparaíso	17.844.192	6,79%
U. Téc. Federico Sta.Maria	14.217.014	5,41%
U. de Santiago	12.349.385	4,70%

<sup>14</sup> Según datos publicados por el Consejo Nacional de Educación (CNED).

<sup>15</sup> <http://dfi.mineduc.cl/>

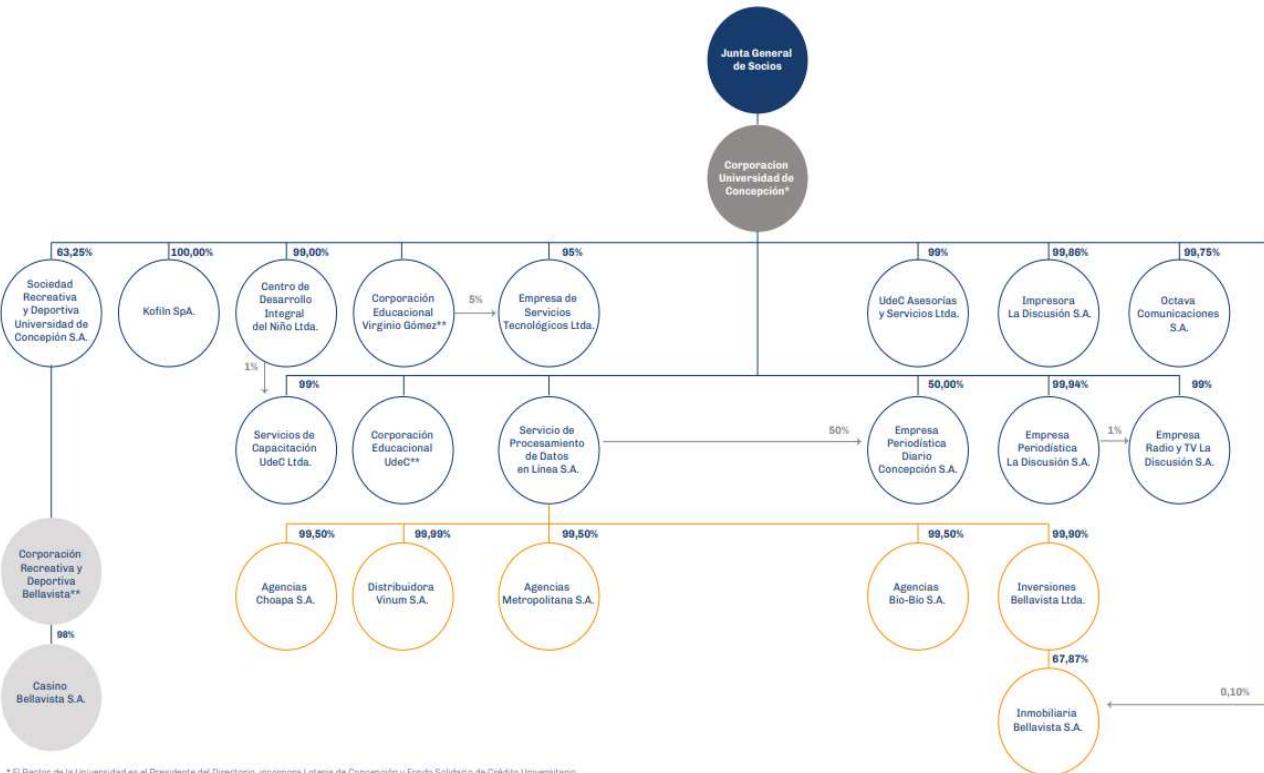
U. Austral	10.705.964	4,08%
U. Católica del Norte	9.749.010	3,71%
U. de Valparaíso	4.724.976	1,80%
U. de Antofagasta	4.765.159	1,81%
U. de la Serena	4.987.353	1,90%
U. de Bío Bío	8.906.400	3,39%
U. de la Frontera	16.881.722	6,43%
U. de Magallanes	2.560.924	0,98%
U. de Talca	17.844.640	6,79%
U. de Atacama	1.959.176	0,75%
U. de Tarapacá	13.132.363	5,00%
U. Arturo Prat	3.188.544	1,21%
U. Metropolitana	4.416.306	1,68%
U. de Playa Ancha	3.738.385	1,42%
U.Tecnológica Metropolitana	4.883.950	1,86%
U. de Los Lagos	2.991.594	1,14%
U. Católica de Maule	2.902.098	1,11%
U. Católica de Temuco	2.413.083	0,92%
U. C.de la Sant.Concepción	2.239.789	0,85%
U. de O'Higgins	4.763.496	1,81%
U. de Aysén	3.629.906	1,38%

## Antecedentes de la corporación

La **Corporación Universidad de Concepción**, cuenta con diversas reparticiones, entre ellas la Lotería de Concepción, y es propietaria, como ya se mencionó anteriormente, de una serie de filiales, dentro de las que se pueden mencionar el Instituto Profesional Virginio Gómez y Centro de Formación Técnica Lota – Arauco, entre otras.

Para una mejor comprensión de las actividades en que está inserta la Corporación, a continuación, se presenta una malla por actividad.

## Estructura societaria<sup>16</sup>



\* El Rector de la Universidad es el Presidente del Directorio, incorpora Lotería de Concepción y Fondo Solidario de Crédito Universitario  
\*\* Corresponden a Corporaciones de derecho privado sin fines de lucro, respecto de las cuales Corporación Universidad de Concepción es controladora directa o indirectamente.

## Lotería de Concepción

La Lotería de Concepción fue fundada en 1921 con el fin de generar fondos y apoyar a la **Universidad de Concepción**. El principal juego de Lotería es el Kino, con sus juegos complementarios, Rekino, Chao Jefe Heredable de 1, 2 y 3 millones por 50 años, entre otros. Respecto de los restantes juegos, destacan los raspes de internet lanzados en el año 2020, promocionados en distintos programas de televisión y tarjetas de prepago para jugar en [www.loteria.cl](http://www.loteria.cl)

La universidad está autorizada por ley para mantener, realizar y administrar un sistema de sorteos. Bajo este contexto, el derecho otorgado a la universidad no puede ser revocado por la vía administrativa y sólo podría ser caducado o rescindido mediante una ley especial de *quorum* calificado que por su carácter expropiatorio implicaría indemnizar a la universidad por el daño patrimonial causado. En diciembre de 2022, los ingresos por la venta de juegos de Lotería ascendieron a \$ 81.912 millones, representando un 28,7% de los ingresos de la corporación.

La Lotería como repartición de la **Corporación Universidad de Concepción** desarrolla sus propios sistemas y productos, disponiendo de una gerencia de Innovación y Desarrollo que les permite ofrecer

<sup>16</sup> Información extraída desde memoria anual de la corporación.

servicios y asesorías internacionales. Además, la certificación de la asociación mundial de lotería los califica en nivel 3 de la *World Lottery Association*.

### **Instituto Profesional Virginio Gómez**

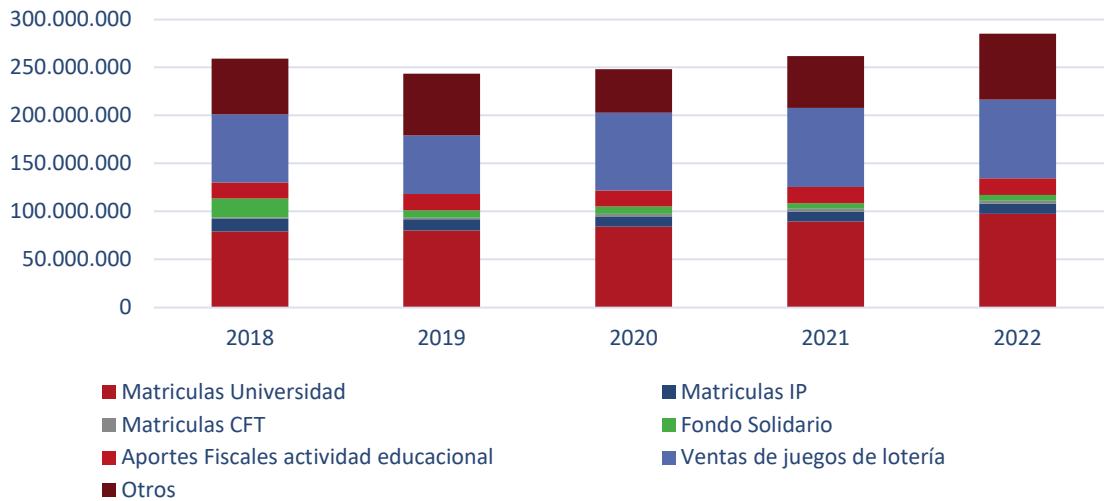
El Instituto Profesional Virginio Gómez es una institución de educación superior autónoma, privada y acreditada. Fue creada en 1989, en honor al doctor Virginio Gómez, uno de los creadores de **Universidad de Concepción**, con el objetivo de preparar profesionales para las áreas de ingeniería en ejecución y tecnologías en construcción, llegando a ser el IP más importante de la región. Posee en la actualidad cuatro años de acreditación.

Actualmente cuenta con 6.674 alumnos, distribuidos en 48 carreras, en tres sedes ubicadas en Concepción, Chillán y Los Ángeles.

### **Centro de Formación Técnica Lota – Arauco**

El Centro de Formación Técnica Arauco – Lota se fundó en el año 1997 con la finalidad de apoyar el desarrollo económico de las localidades de Lota, Coronel y la provincia de Arauco. Posee en la actualidad cuatro años de acreditación.

Actualmente cuenta con 2.048 alumnos, los cuales se distribuyen en 13 carreras técnicas ligadas al área de la Administración y comercial, Ciencias Sociales, Educación y Tecnología. En la Ilustración 1 se muestra la distribución de ingresos de las principales filiales de la corporación.



*Ilustración 1: Distribución ingresos Corporación Universidad de Concepción*

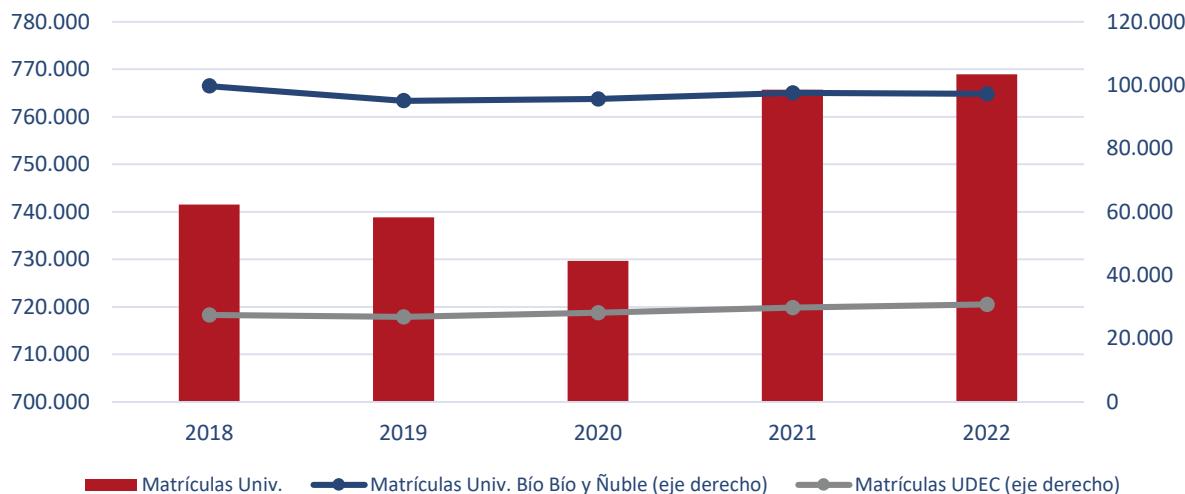
## Antecedentes de la Universidad<sup>17</sup>

La **Universidad de Concepción** es una institución de educación superior dedicada a impartir programas de pregrado y postgrado. Cuenta con 26.956 alumnos de pregrado y 3.837 de postgrado, distribuidos en 89 carreras profesionales, 73 programas de magíster, 33 programas de doctorado y 44 especialidades en el área salud. La Universidad se encuentra acreditada por un periodo de 7 años.

La institución, como se mencionó, posee tres campus ubicados en Concepción, Chillán y Los Ángeles, regiones del Biobío y Ñuble. A 2022, exhibe una participación de mercado de 3,95% del total de matrículas a nivel de universidades del país y un 30,1% de las regiones del Biobío y Ñuble.

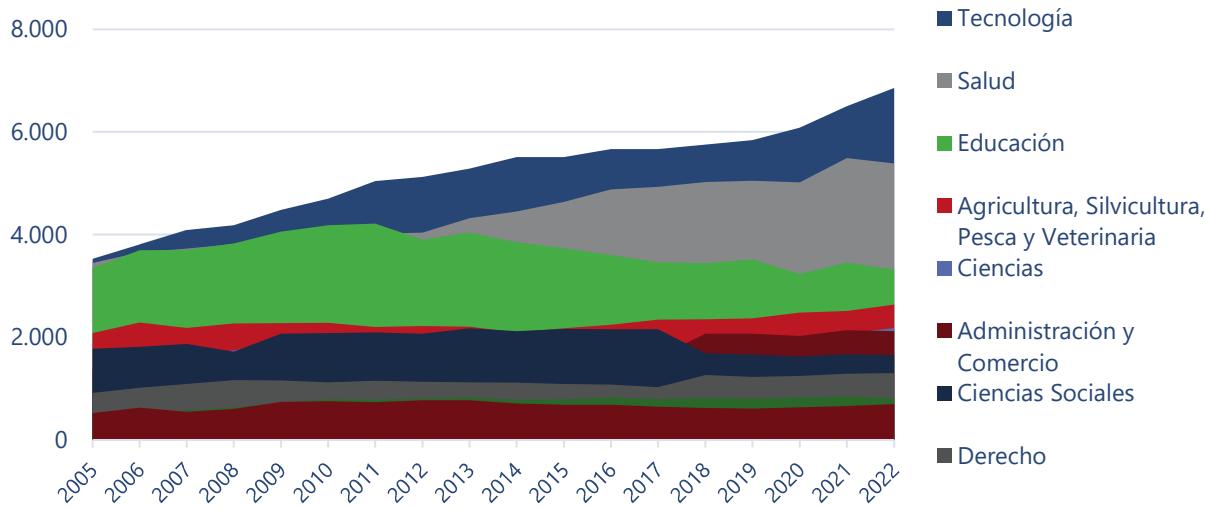
Durante el período comprendido entre 2018 a 2022 el crecimiento de las matrículas ha alcanzado un 12,1%, alza mayor a la experimentada por el conjunto de las universidades del país, que exhibió un crecimiento de 3,7% en el periodo de análisis. En 2022, las matrículas totales de la **UDEC** exhiben un aumento de 3,6% a nivel total incluyendo programas de pregrado y postgrado, explicado, principalmente, por un aumento de las matrículas en los programas de posgrado.

<sup>17</sup> Los datos de esta sección son obtenidos de la base de datos del Consejo Nacional de Educación (CNED).



*Ilustración 2: Evolución de Matriculas UDEC*

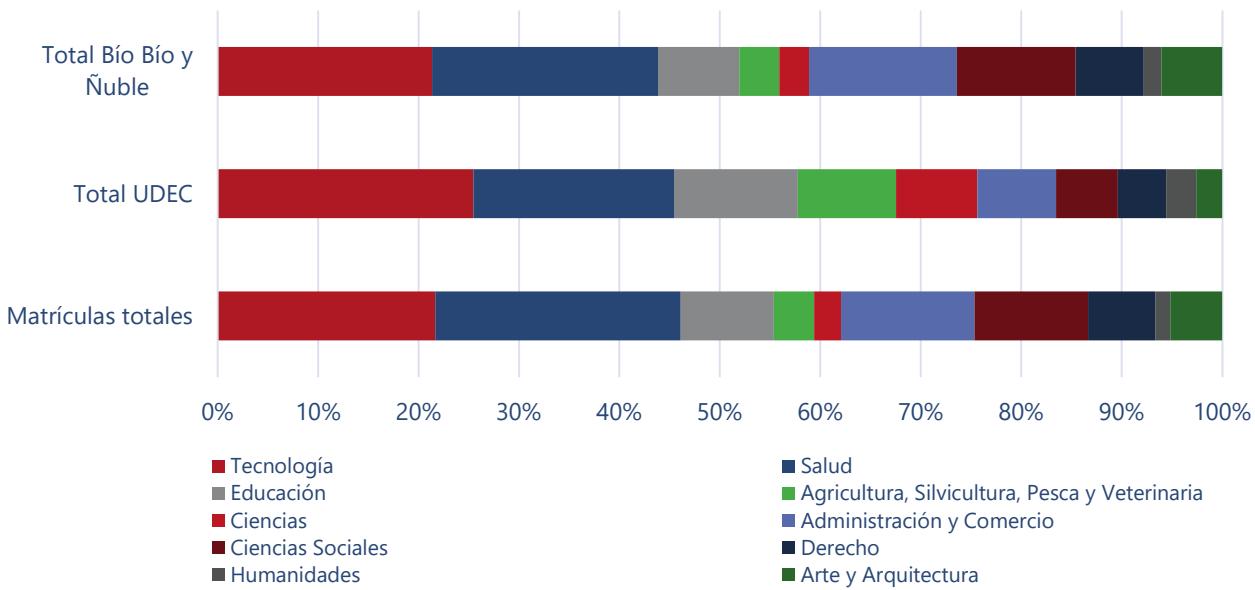
Como es posible ver en la Ilustración 3, las principales áreas de conocimiento que imparte la institución corresponden a Tecnología (25,4% en 2022), Salud (20%) y Educación (12,3%). Adicionalmente, las áreas que han presentado un mayor crecimiento en número de matrículas entre 2012 y 2022 recaen en Tecnología, con un 33,8% y Salud, con un 33,4%.



*Ilustración 3: Evolución de Matriculas por área de conocimiento UDEC*

La composición de la oferta académica de la **UDEC** es similar a la estructura que exhibe el conjunto de universidades del país y de las regiones del Biobío y Ñuble. Como se puede apreciar en la Ilustración 4, la institución presenta una clara concentración de las matrículas en las carreras ligadas a la Tecnología y Salud al igual que el resto de las instituciones. A 2022, el 45,4% de los alumnos de la universidad cursaba alguna

carrera en estas dos áreas, mientras que, en el sistema, este porcentaje llega al 46,1% y en la región a 43,8%.



*Ilustración 4: Matricula por área de conocimiento UDEC y sistema Universidades y región*

La Ilustración 5 muestra la evolución de la matrícula en las diez principales carreras durante 2005 y 2022 en número de alumnos. Es posible establecer que, durante el periodo de evaluación exhibido, la carrera de Medicina veterinaria (4,8% en 2022) y la carrera de Derecho (4,8% en 2022) correspondieron a las carreras que concentran el mayor número de matrículas.

En 2022, de la totalidad de carreras que ofrece la institución, las diez principales concentraron el 35,89% de las matrículas, tal como se aprecia en la Ilustración 5.

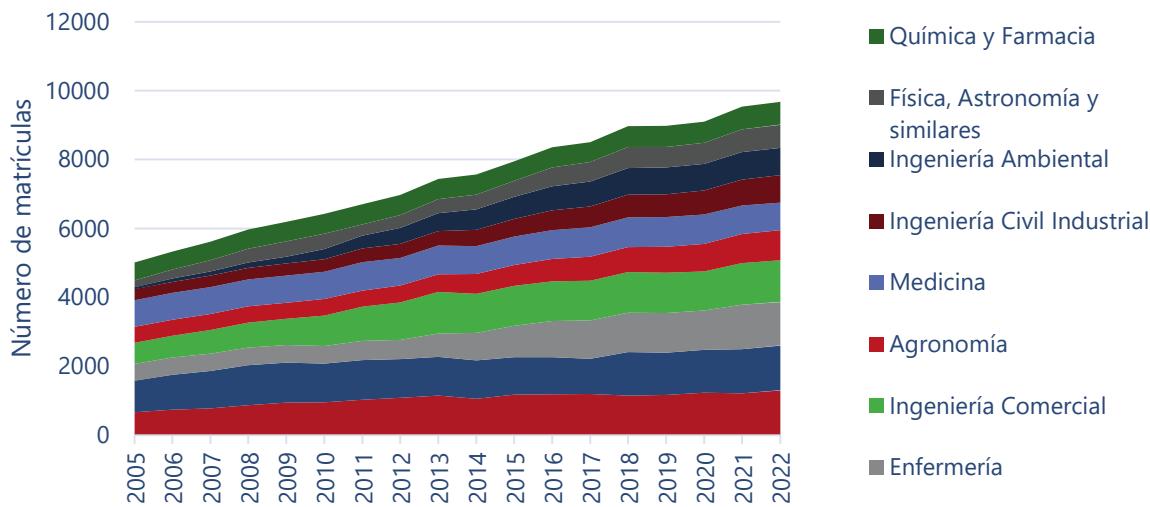


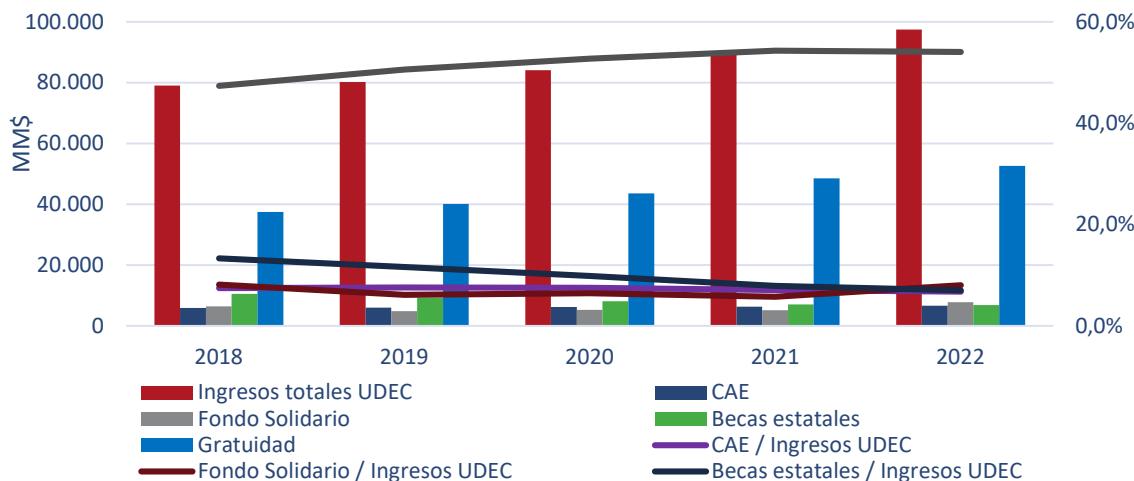
Ilustración 5: Evolución matrículas de las diez principales carreras

La Ilustración 6 muestra la exposición de la entidad a la Gratuidad, al Fondo Solidario, a las becas estatales y al Crédito con Aval del Estado (CAE) como proporción de los ingresos totales de la universidad<sup>18</sup>, que a 2022 representan un 54%, 8%, 7,1% y 6,8%, respectivamente. Por lo tanto, la exposición de la institución a los beneficios provenientes del Estado es de 75,8%<sup>19</sup>.

Por otro lado, cabe destacar el aporte fiscal directo que recibe la institución por sobre los \$ 16.000 millones en los últimos años (\$ 16.790 millones para 2022) y que se estima se mantendrá relativamente estable en el mediano plazo.

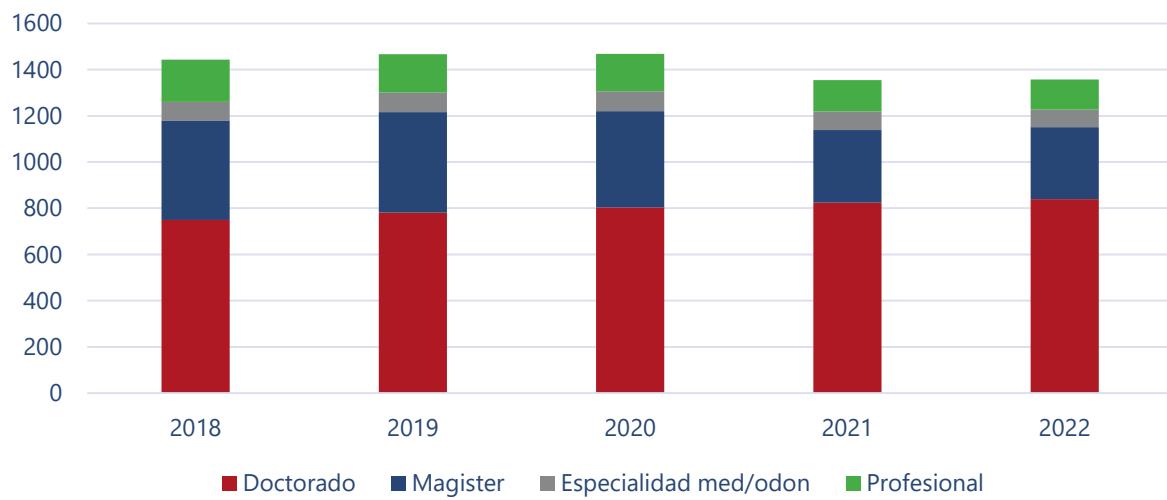
<sup>18</sup> Para este análisis se consideraron los ingresos por matrículas de actividad educacional de la Universidad, excluyendo al IP y CFT.

<sup>19</sup> Sin considerar los Aportes Fiscales Directos.



*Ilustración 6: Ingresos por servicios académicos, CAE y Becas Estatales*

Durante el 2022, la formación de la planta docente se compuso de 61,9% con grado de doctorado, 22,9% de magister, 10,0% con estudios profesionales y 5,6% con alguna especialidad en salud. Actualmente, cada nueva contratación en la planta docente debe contar con el grado de doctor.



*Ilustración 7: Estructura planta docente UDEC<sup>20</sup>*

<sup>20</sup> Información entregada por la Universidad de Concepción.

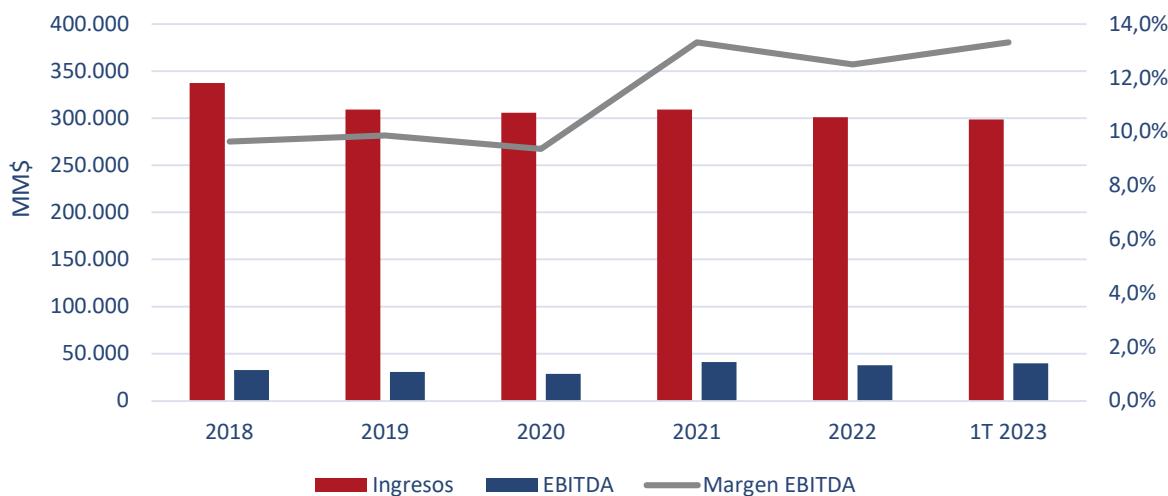
## Análisis financiero<sup>21</sup>

*La información presentada en el siguiente análisis se encuentra con valores actualizados a marzo de 2023, con datos anualizados y en términos reales.*

### Evolución de los ingresos y EBITDA

A marzo de 2023 la Corporación presenta una disminución de un 0,4% de sus ingresos en términos reales, los cuales alcanzaban los \$ 300.078 millones a marzo 2022 (año móvil). El EBITDA ajustado de la corporación, por su parte, se situó en los \$ 39.788 millones (año móvil).

El EBITDA ajustado<sup>22</sup>, en tanto, alcanzó los \$ 37.613 millones a diciembre 2022, un 8,7% inferior respecto a lo registrado en 2021. El margen EBITDA ajustado a diciembre 2022 alcanza un valor de 12,5%, relación que alcanzó un 14,8% a marzo de 2023 (trimestre sin anualizar). No obstante, dada la alta inflación observada los últimos periodos, si se evalúa el EBITDA ajustado en términos nominales, este ha mostrado crecimientos contantes, en especial los últimos dos años, situación similar ocurre con los ingresos del emisor.



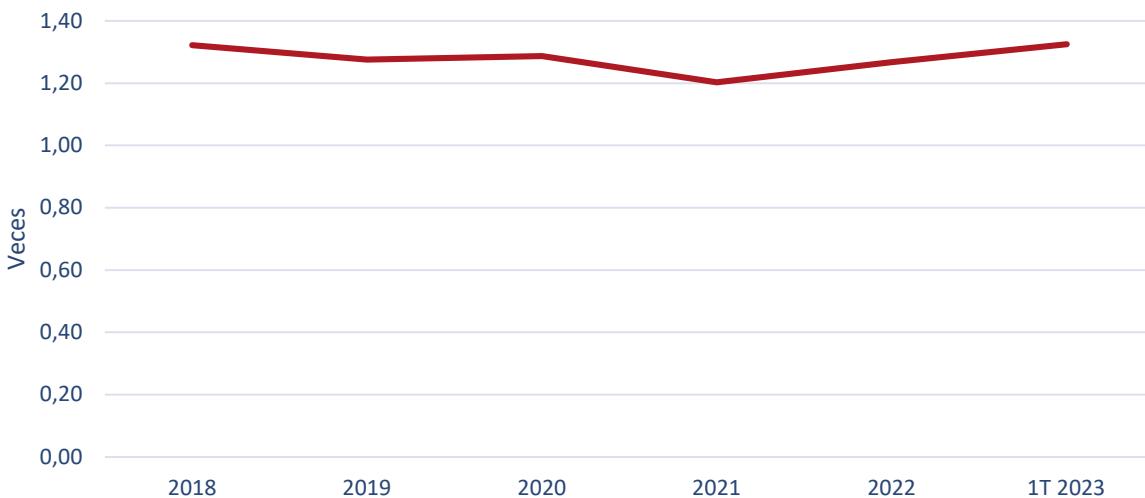
*Ilustración 8: Evolución ingresos, margen bruto y margen EBITDA*

### Evolución del endeudamiento

El nivel de endeudamiento -medido como pasivo exigible sobre patrimonio- ha vuelto a los valores presentados en 2018 pero manteniendo, a juicio de la clasificadora, un nivel adecuado de apalancamiento, que a marzo de 2023 alcanza las 1,33 veces.

<sup>21</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a marzo de 2023.

<sup>22</sup> Considerando la metodología de cálculo de EBITDA ajustado utilizada por la corporación y en términos reales.



*Ilustración 9: Nivel de endeudamiento (2018 – Mar 2023 UDM)*

El endeudamiento de la corporación –medido como la relación entre su deuda financiera total<sup>23</sup> y el EBITDA– ha exhibido valores que fluctúan entre las 3,3 y 5,1 veces de 2018 a 2022, llegando a su mayor valor en diciembre de 2020. Sin embargo, si para la determinación del EBITDA se desconsolidan las cuentas asociadas al Fondo Solidario de Crédito Universitario, la relación se encuentra en las 3,8 veces para diciembre 2022, reflejando mejor la relación entre deuda y flujos del emisor.

En cuanto al indicador **Humphreys** -deuda financiera total sobre flujo de caja de largo plazo- se ubicó en 5,8 veces durante el año 2022 y 6,7 veces a marzo de 2023. Sin embargo, dada las características de la universidad, se utiliza el EBITDA ajustado<sup>24</sup> de la corporación, considerando, a su vez, un ajuste en la rentabilidad de sus activos dado el crecimiento que ha mostrado la universidad en los últimos dos años, el cual se espera que se mantenga. Así, los valores del indicador de endeudamiento alcanzan las 5,4 veces a diciembre de 2021 y 5,0 veces a diciembre de 2022. Este indicador continuaría disminuyendo, de acuerdo con lo informado por la corporación, esto dado que ha realizado un pago en mayo 2023 y hará el segundo pago de amortización en noviembre 2023 con la caja disponible. Cabe señalar que este indicador se ha visto afectado por presiones inflacionarias dado que la institución mantiene deuda en UF, situación que debiese estabilizarse en el mediano plazo.

Por otro lado, se destaca que la Deuda financiera neta<sup>25</sup>, utilizada para los cálculos del covenant, ha mostrado una tendencia a la baja pasando de 0,6 veces en diciembre de 2020 a 0,4 veces a diciembre de 2022.

<sup>23</sup> Humphreys trabaja su indicador con la deuda financiera total, el cual considera la suma de los pasivos financieros y pasivos por arrendamientos, tanto corrientes como no corrientes.

<sup>24</sup> Desconsolidando lo relacionado a Fondo Solidario.

<sup>25</sup> Otros pasivos financieros corrientes y no corrientes menos Efectivo y Equivalentes al efectivo.

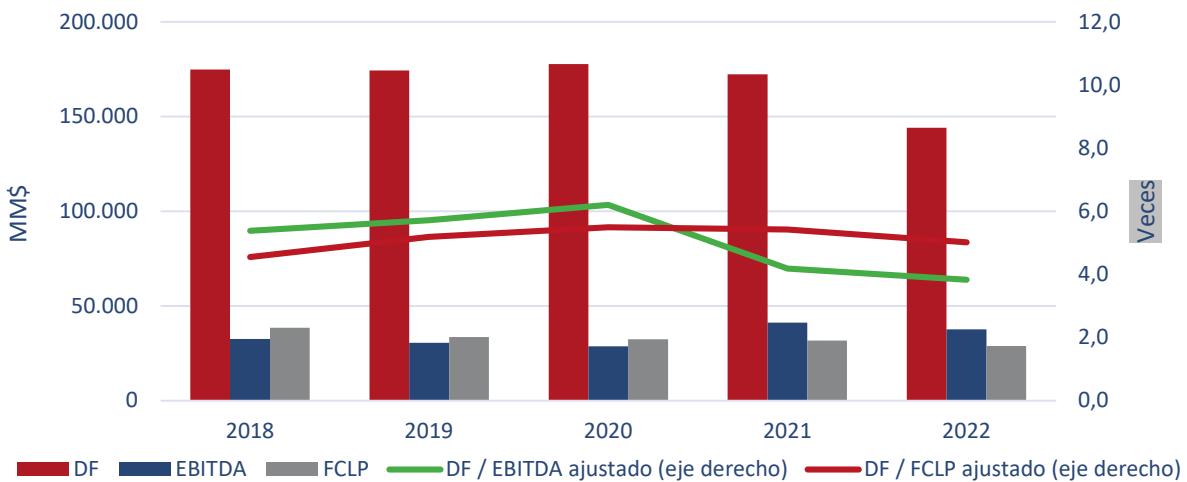


Ilustración 10: Evolución endeudamiento

En cuanto al perfil de vencimientos de la **UDEC**, es posible observar que en 2024 posee un vencimiento superior a sus flujos, los cuales conllevan un riesgo de refinanciamiento en función de las condiciones de mercado existente hasta dicha fecha (pero que la clasificadora estima como de muy bajo riesgo). Sin desmedro de lo anterior expuesto, la Corporación a diciembre 2022 contaba con una caja de \$ 78.870 millones (\$ 86.259 millones a marzo 2023), con los cuales se pagarán los vencimientos de 2023<sup>26</sup>, pudiendo cubrir incluso el total de los vencimientos de 2024, no obstante, la Corporación está en proceso de refinanciamiento.



Ilustración 11: Perfil de vencimientos

<sup>26</sup> La Corporación informó a **Humphreys** sobre la cobertura de este vencimiento en dos pagos iguales, uno de los cuales ya fue realizado a la fecha de este informe.

## Evolución de la liquidez

Durante los años 2018 a 2021 la liquidez de la corporación, medida como activo corriente sobre pasivo corriente, ha exhibido valores consistentes sobre la unidad, con la excepción del año 2019, en donde alcanzó las 0,91 veces. A diciembre de 2022, el indicador refleja una leve baja alcanzando un valor de 1,31 veces, mientras que a marzo de 2023 este valor alcanzaba las 1,24 veces.

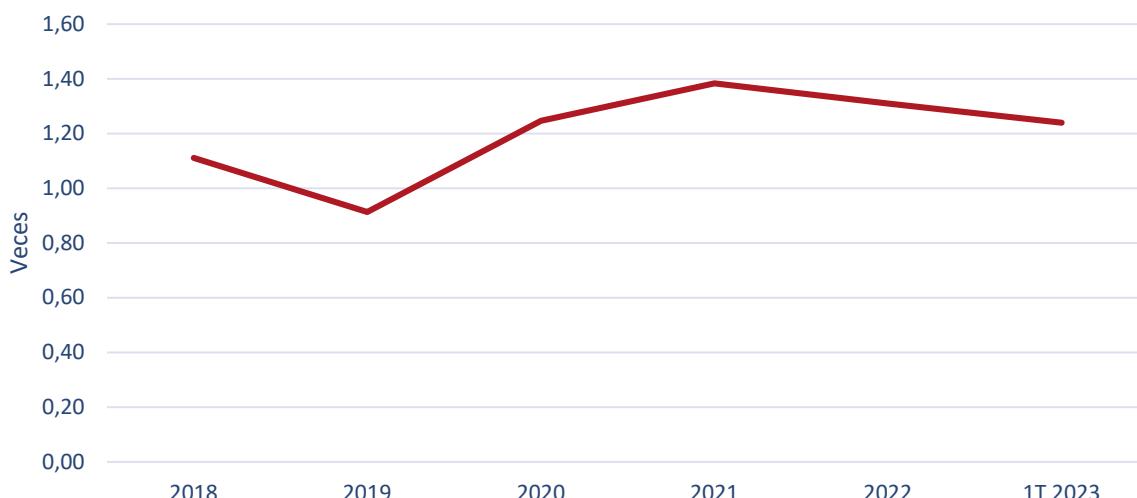


Ilustración 12: Razón circulante

## Evolución de la rentabilidad

*Los cálculos expresados en el siguiente acápite se formulan a través de cifras corregidas en términos reales, anualizadas y promediadas con el periodo anterior respectivo.*

En marzo de 2023, la rentabilidad de los activos alcanzó un valor negativo de 0,1%, mientras que la rentabilidad sobre patrimonio obtuvo un valor negativo de 0,23%, observándose una disminución respecto de diciembre 2022. Cabe mencionar que las bajas en las rentabilidades se explican por dos motivos; en primer lugar, se exhibe un menor valor en la partida "ganancia por retasación propiedades de inversión" dentro de otros ingresos en relación con 2019 y 2020, en segundo lugar, se exhibe un comportamiento negativo en los resultados por unidades de reajustes explicado por la alta inflación en los últimos años, situación que se espera se revierta en los siguientes períodos.

Sin desconocer lo anterior expuesto, se precisa que las cifras expuestas fueron formuladas a través del análisis de rentabilidades en términos reales, promediadas y anualizadas. De esta forma, es válido mencionar que a marzo 2023 la Corporación no presenta pérdidas, exhibiendo rentabilidades positivas en el ejercicio.

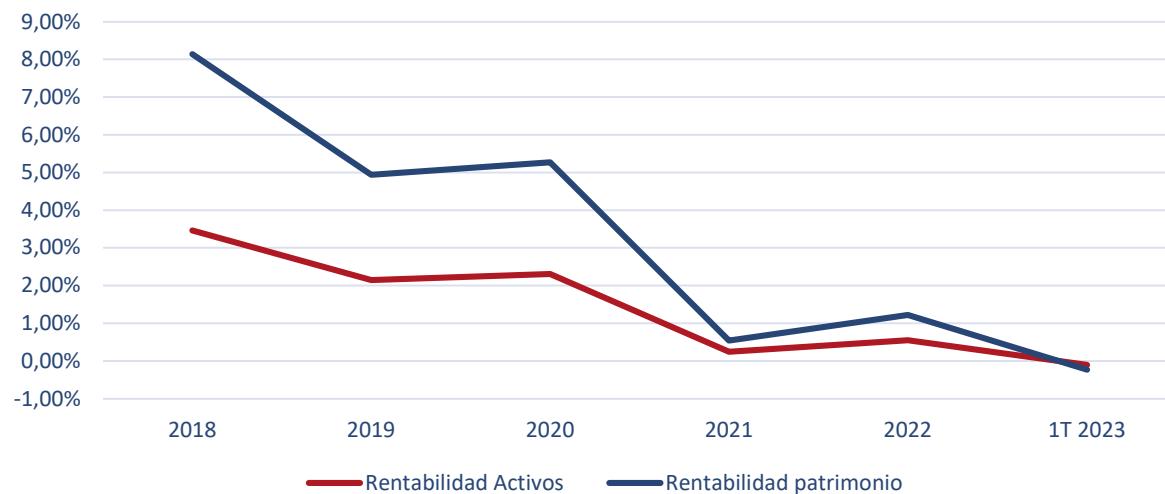


Ilustración 13: Rentabilidad del activo y patrimonio

## Covenants

Covenants líneas de bonos		
Al 30 de junio y 31 de diciembre de cada año	Límite	Valor a diciembre 2022
<b>Endeudamiento financiero neto</b>	Inferior a 1,5 veces	0,4 veces
<b>Pasivos financieros netos / EBITDA Aj</b>	Inferior a 6 veces	2,3 veces
<b>EBITDA Aj / Gastos Financieros</b>	Superior a 2,5 veces	20,1 veces

## Ratios financieros

Los ratios financieros presentados a continuación fueron formulados bajo un análisis de corrección inflacionaria, con cifras anualizadas y, en algunos casos, en base a promedios con ejercicios anteriores.

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022	1T 2023
Liquidez (veces)	1,62	1,59	1,65	1,61	1,62	1,6
Razón Circulante (Veces)	1,11	0,91	1,25	1,38	1,31	1,24
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,11	0,91	1,24	1,38	1,31	1,24
Razón Ácida (veces)	1,1	0,9	1,24	1,38	1,3	1,23
Rotación de Inventarios (veces)	110,82	116,61	143,77	205,75	243,03	231,8

Promedio Días de Inventarios (días)	3,29	3,13	2,54	1,77	1,5	1,57
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	5,67	7,54	7	8,57	6,63	7,36
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	64,39	48,43	52,12	42,57	55,04	49,62
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,85	6,85	5,52	6,14	6,33	6,28
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	53,27	53,26	66,07	59,47	57,62	58,08
Diferencia de Días (días)	-11,12	4,83	13,96	16,91	2,58	8,45
Ciclo Económico (días)	-14,41	1,7	11,42	15,13	1,08	6,88

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022	1T 2023
Endeudamiento (veces)	0,57	0,56	0,56	0,55	0,56	0,57
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,32	1,28	1,29	1,2	1,27	1,33
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,48	0,5	0,38	0,37	0,46	0,48
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,27	4,71	5,09	4,59	4,34	4,94
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,31	0,21	0,2	0,22	0,23	0,2
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	41,85%	42,19%	40,79%	41,19%	41,09%	40,03%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,79	1,19	1,92	0,26	0,53	0,08

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	1T 2023
Margen Bruto (%)	35,90%	33,87%	36,44%	35,35%	36,02%	35,30%
Margen Neto (%)	7,40%	5,11%	5,71%	0,60%	1,36%	-0,26%
Rotación del Activo (%)	45,99%	41,96%	39,52%	40,38%	41,12%	40,40%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,47%	2,15%	2,31%	0,24%	0,55%	-0,10%
Inversión de Capital (%)	109,21%	104,70%	97,86%	97,12%	99,16%	99,79%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	22,48	-26,07	10,42	7,21	7,55	9,19
Rentabilidad Operacional (%)	8,66%	4,87%	4,85%	5,43%	6,00%	5,08%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,14%	4,94%	5,27%	0,54%	1,22%	-0,23%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	61,63%	62,82%	60,78%	62,14%	61,67%	62,39%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	64,10%	66,13%	63,56%	64,65%	63,98%	64,70%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	23,29%	26,33%	28,95%	26,82%	26,25%	26,92%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	13,88%	7,29%	6,92%	7,69%	8,78%	7,54%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	15,84%	11,95%	11,40%	12,13%	12,85%	11,43%

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	1T 2023
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,11%	0,12%	0,11%	0,10%	0,09%	0,09%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	40,42%	41,21%	39,05%	44,42%	44,85%	43,11%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Capital sobre Patrimonio (%)	74,69%	78,36%	26,42%	26,20%	26,00%	23,13%

*"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*