

Tendencia cambia de “En Observación” a “Estable”. La clasificación se volverá a revisar con los estados financieros a junio.

Humphreys mantiene la clasificación de los bonos de Corporación Universidad de Concepción en “Categoría BBB+”

Santiago, 1 de septiembre de 2016. **Humphreys** decidió mantener la clasificación de riesgo de los bonos de **Corporación Universidad de Concepción (UDC)** en “Categoría BBB+” y cambiar la perspectiva de clasificación desde “En Observación” a “Estable”.

El cambio de tendencia se sustenta en que, pese a mantenerse el *covenant* de endeudamiento financiero cerca del máximo permitido (1,72 veces, para un límite de 1,95 veces a diciembre de 2015 y de 1,75 veces para diciembre de 2016), la corporación, según lo informado, ha tomado medidas que implicarán a junio de 2016 mantener el índice en niveles más holgados.

Dado lo anterior, y considerando que la deuda financiera del emisor muestra una tendencia a la baja (se reduce en 7,7% y, 17,5% al compararse marzo de 2016 con igual fecha de 2015 y 2014, respectivamente), la clasificación será nuevamente revisada una vez emitido los estados financieros terminados a junio. Esta medida toma en consideración, además, el hecho que los cambios que se están produciendo a nivel de sistema universitario, a juicio de la clasificadora, podrían resultar positivo o, en su defecto neutros, para **Universidad de Concepción**.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **UDC** se ha considerado el bajo riesgo operativo de la universidad, sustentando tanto en las características propias del servicio entregado y en el sólido posicionamiento y prestigio de la institución dentro de sistema educacional chileno, particularmente en su área de influencia, la Región del Bío-Bío, donde, según datos de la universidad, en los últimos años ha habido, en promedio, cuatro postulantes por vacante. 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. Además, se reconoce la reciente acreditación por seis años de la institución por parte de la Comisión Nacional de Acreditación (CNA), hasta el año 2022, posterior a la fecha de vencimiento de su bono en 2021.

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 empresas más relevantes desde el punto de vista financiero son **Universidad de Concepción**, Lotería de Concepción, Instituto Profesional Virgilio Gómez y las empresas que administran el patrimonio inmobiliario prescindible de la corporación, como Serpel, Administradora de Activos Inmobiliarios 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 que efectivamente es 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.

Importante es señalar que el programa del actual gobierno contempla modificaciones al sistema de educación superior; no obstante, a la fecha todavía es prematuro anticipar la modalidad de estas modificaciones y su ejecución en el tiempo. Con todo, **Humphreys** estima que de llevarse a cabo los cambios, es altamente probable que ellos no sean contrarios a la sostenibilidad financiera de entidades de las características de la **UDC**. Bajo este contexto, la categoría de riesgo no está afectada por la coyuntura del sector, lo cual no inhibe a que la clasificación pueda ser revisada en la medida que se vaya disponiendo de mayor información sobre esta materia.

Complementariamente, dentro de las fortalezas de la entidad, se incorpora la solidez de la demanda por educación, explicada por la importancia que la corporación 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 **UDC**.

Dentro de la evaluación se incluye como un elemento positivo la estructura de la operación por cuanto, en los hechos, privilegia el pago de los bonos; esta situación, sumado a la entrega de importantes garantías en favor de los bonistas, incentiva al emisor a mantener una adecuada disciplina financiera.

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.

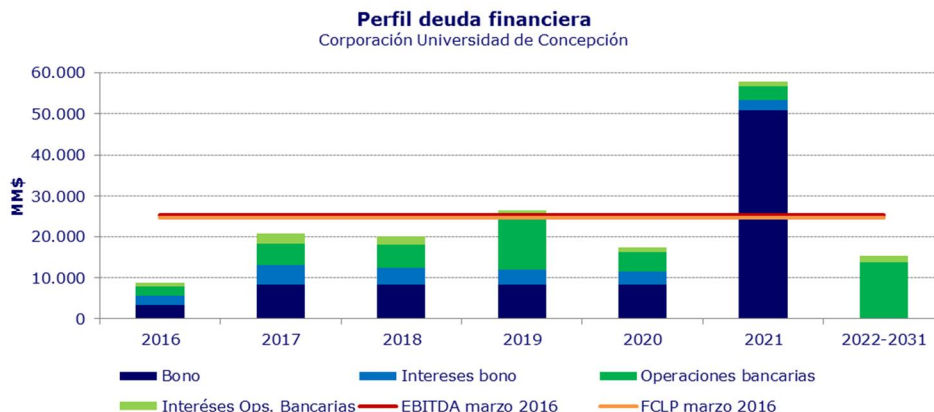
Por otra parte, la clasificación de los títulos de deuda se ve restringida, fundamentalmente, por el elevado nivel de endeudamiento que exhibe la corporación en relación con su capacidad de generación de flujos. En efecto, el flujo de caja de largo plazo del emisor (FCLP¹) sería del orden de UF 948.415, lo cual, considerando una deuda financiera (DF) de UF 5.708.472 (US\$ 220,0 millones), genera un indicador DF/FCLP de 6,02 veces, valor muy superior a lo exhibido por otras entidades de similar categoría. Asimismo, se debe tener presente que en el caso de la corporación, el flujo de caja se ve afectado negativamente por "el beneficio de renta vitalicias", pero positivamente por la recaudación del Fondo Solidario; si con estos flujos anuales se ajusta el FCLP, se llegaría a una relación DF/FCLP ajustado cercano a 5,3 veces². No obstante, vale consignar que el riesgo de cobranza y recaudación de los pagarés no es idéntico a la estabilidad de las matrículas, aranceles y aportes fiscales directos, que es el factor que permite aceptar un mayor endeudamiento relativo a la corporación.

La clasificación de riesgo incorpora el hecho que el negocio de Lotería, si bien también ha sido relativamente estable y ha mostrado ser rentable en el tiempo, éste no tiene el bajo de 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 podrían reforzar la posición del Estado o, en su defecto, permitir una mayor liberalización de la actividad. No obstante lo anterior, 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 han considerado los efectos del elevado endeudamiento de la corporación, lo cual disminuye su flexibilidad financiera, sobre todo si se trata de una entidad con dificultades para llevar a cabo aumentos en su base de capital. A ello se debe agregar que los resguardos financieros establecidos en la escritura de emisión de bonos permitiría un incremento en el endeudamiento de la institución. Asimismo, la evaluación incluye el riesgo de refinanciamiento que ocasiona el perfil de pago de los bonos, consecuencia del elevado vencimiento programado para el año 2021. Este tipo de riesgo queda sujeto a las condiciones de mercado y de la economía a la fecha del refinanciamiento.

¹ El FCLP corresponde al EBITDA Ajustado calculado por la Corporación, determinado según escritura de emisión, menos los gastos financieros, bajo el supuesto que el bono se coloca íntegramente. En la práctica, se entiende como el flujo de caja disponible para amortizar deuda, sin considerar inversiones. Representa la capacidad de la empresa para generar flujos antes de dividendos e inversiones. Debido a las diferencias contables de los estados financieros entre norma chilena e IFRS, este indicador el período 2007-2010 no es comparable con el período 2011-2016

² Considerando la deuda financiera a marzo de 2016, cercana a \$ 147.347 millones.



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 dentro de 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 UDC.

La perspectiva de la clasificación se califica "Estable", por cuanto en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la corporación ni en su nivel de endeudamiento relativo.

La **Corporación Universidad de Concepción** 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.

Según datos a diciembre de 2015, la institución genera ingresos por aproximadamente US\$ 317 millones anuales (UF 8.783.474), de los cuales aproximadamente un 45% y un 27% fueron aportados por **Universidad de Concepción** y la Lotería, respectivamente. El EBITDA ajustado de la entidad fue de US\$ 33,9 millones (UF 938.776) y su pasivo financiero alcanzó US\$ 211,0 millones (UF 5.846.041). En tanto, durante el primer trimestre de 2016, la Corporación generó ingresos por US\$ 72,7 millones (UF 1.886.582), con una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 220,0 millones (UF 5.708.472), un nivel de activos de US\$ 684,2 millones (UF 17.755.005) y un patrimonio de US\$ 242,7 millones (UF 6.297.550).

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Bonos	BUDC-A	BBB+

Contacto en **Humphreys**:
Eduardo Valdés S.
Teléfono: 56 – 22433 5200
E-mail: eduardo.valdes@humphreys.cl

 <http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys
Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile
Fono (56) 22433 5200 / Fax (56) 22433 5201
<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".