

Primer bono corporativo emitido en Chile por una corporación universitaria

Por bajo riesgo operativo de la institución, *Humphreys* clasificó los bonos de Corporación Universidad de Concepción en "Categoría BBB+"

Santiago, 25 de noviembre de 2013. *Humphreys* clasificó los bonos de **Corporación Universidad de Concepción (UDEC)** en "Categoría BBB+". La perspectiva asignada corresponde a "Estable".

La clasificación se fundamenta en el bajo riesgo operativo de la universidad, sustentando tanto en las características propias del servicio entregado, como en el sólido posicionamiento y prestigio de la institución dentro del sistema educacional chileno, particularmente en su área de influencia, la Octava Región. 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, e incluyendo aquellos por concepto de matrículas y aporte estatal.

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

Otra fortaleza importante es la diversificación de los ingresos de la corporación, ya que además de servicios educacionales universitarios, que alcanzan al 30% de los ingresos totales, realiza asesorías de investigación, tiene ingresos directos por aportes del Estado, por la explotación del negocio de la Lotería de Concepción, y por el Instituto Profesional Virginio Gómez (líder en su segmento en la VIII región).

La universidad cuenta con aproximadamente 23.500 matrículas anuales (en 2010 era 22.998), con aranceles que se incrementan moderadamente en el tiempo, lo cual refleja la baja variabilidad de sus ingresos en el ámbito educacional. En el caso de los egresos -netos de castigos, provisiones y depreciación- alrededor del 64% corresponden a remuneraciones de académicos y personal en general, reforzando la estabilidad de los flujos. Por otra parte, por concepto de Aporte Fiscal Directo (AFD) la institución percibe anualmente aproximadamente \$ 12.000 millones y entre el 75% a 80% de los estudiantes financian sus estudios con mecanismos de apoyo gubernamental, ambas políticas estatales que se han mantenido o incrementado bajo distintos gobiernos.

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. En la práctica, la estructura de financiamiento implica mantener reservas de liquidez, preñar los flujos de la corporación y generar un sistema de recaudación que da prioridad en el uso de los fondos al pago de los cupones de los títulos de deuda, con una recaudación de los flujos preñados, equivalente a más de seis veces el cupón.

La clasificación de riesgo también reconoce como favorable el hecho que dentro de la actividad universitaria, los cambios estructurales se producen solo en el mediano o largo plazo. Asimismo, se incorpora la existencia de importantes activos inmobiliarios prescindibles, libres de garantías, susceptibles de ser vendidos que apoyan la liquidez de la corporación.

Cabe destacar que la universidad presenta una relación de 3,9 veces entre postulaciones efectivas en primera opción y número de vacantes, lo que refleja la solidez de su demanda y reduce significativamente el riesgo de baja futura en las matrículas (la relación entre total de postulaciones y cupos asciende a nueve veces). Asimismo, evaluadores independientes internacionales la han señalado como la tercera universidad del país y la novena de Latinoamérica.

Para la asignación de la categoría de riesgo, también se han considerado los efectos del elevado endeudamiento de la corporación, que 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 surge a partir del perfil de pago de los bonos, consecuencia del vencimiento del bono *bullet* 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.

El flujo de caja de largo plazo del emisor (FCLP¹) sería del orden de UF 650.000 lo cual, considerando una deuda financiera (DF) de UF 6.950.000 (US\$ 313 millones), genera un indicador DF/FCLP de 10,7 veces, valor muy superior a lo exhibido por otras entidades de similar categoría. Cabe señalar que al 30 de junio del año en curso el valor de la deuda financiera se ha incrementado transitoriamente por: i) el atraso en los aportes estatales (aporte fiscal directo, indirecto, becas y fondo solidario de crédito universitario) por parte del Ministerio de Hacienda, los cuales son enterados durante el año; ii) operaciones financieras de enlace, con depósito a plazo en garantía, mientras se constituyen las garantías definitivas, lo cual significaría una reducción del indicador DF/FCLP. Dado esto, se espera que la deuda financiera definitiva sea del orden de UF 5.750.000, generando un indicador DF/FCLP cercano a 8,8 veces; de no reducirse el nivel de obligaciones financieras, debiera revisarse la categoría de riesgo asignada.

Con todo, se debe tener presente que el flujo de caja de la corporación se ve afectado negativamente por el “beneficio de renta vitalicias”, no operacional, pero positivamente por la recaudación del Fondo Solidario, el que se rebaja para determinar el EBITDA ajustado, generando un efecto neto positivo. Considerando estos flujos, se llegaría a una relación DF/FCLP ajustado cercana a 9,0 veces, cifra que se reduciría a niveles cercanos a 7,5 veces si se considera una deuda financiera de UF 5.750.000, que ha sido el nivel de deuda de cierre de año en los últimos períodos.

La clasificación de riesgo incorpora el hecho que el negocio de Lotería, si bien ha mostrado ser rentable en el tiempo no tiene el bajo riesgo operativo como el que presenta un establecimiento educacional de la calidad de la Universidad de Concepción.

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 **UDEC**.

UDEC es una corporación de derecho privado sin fines de lucro domiciliada en la ciudad de Concepción, 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 información a marzo de 2013, la institución generó ingresos por aproximadamente US\$ 109,3 millones (UF 2.255.606), con una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 312,8 millones (UF 6.455.488), un nivel de activos de US\$ 836 millones (UF 17.256.987) y un patrimonio de US\$ 293 millones² (UF 6.051.040).

Para mayores antecedentes, consultar la reseña de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:

Eduardo Valdés S.

Teléfono: 562 - 2433 52 00

E-mail: eduardo.valdes@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (562) 2433 5200

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.

² Bajo norma contable IFRS no se considera la valorización que empresas independientes han asignado al negocio de Lotería, la que incrementaría en \$ 80.000 millones el valor de los activos de la corporación.

E-mail: ratings@humphreys.cl
<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".