

Por el incremento en su nivel de endeudamiento

Humphreys deja “En Observación” la tendencia de los bonos de Corporación Universidad de Concepción clasificados en “Categoría BBB+”

Santiago, 30 de septiembre de 2015. **Humphreys** mantiene clasificación de los bonos de **Corporación Universidad de Concepción (UDC)** en “Categoría BBB+”. La perspectiva asignada cambia de “Estable” a “En Observación”.

El cambio en la tendencia se sustenta en el nivel de endeudamiento de la Corporación, lo cual ha significado una reducción en el nivel de holgura respecto al límite del *covenant* de endeudamiento establecido en las líneas de bonos. En efecto, según los estados financieros terminados a junio de 2015, el indicador de “Endeudamiento Financiero”, definido como pasivo financiero neto sobre patrimonio ajustado¹, alcanzó los 2,11 veces, siendo su límite superior 2,5 veces; guarismo que se reducirá a 1,95 en la medición con los estados financieros terminados a diciembre del presente año.

En relación con las expectativas iniciales, que no preveían los resultados negativos que se obtuvieron a junio, el indicador de endeudamiento estuvo particularmente afectado por la pérdida que registró la **UDC** (M\$ 4.591 millones) como consecuencia de las menores ventas en el juego de Lotería, que, al comparar el primer semestre de 2014 y con el de 2015, redujo sus ingresos desde M\$ 35.223 millones a M\$ 26.531. De acuerdo con lo informado por el emisor, esta situación se estaría revirtiendo en el tercer trimestre.

Cabe destacar que **Humphreys** siempre ha identificado como un elemento de riesgo la mayor volatilidad de los resultados de la Lotería en comparación con los flujos generados por la labor educacional.

La clasificación se fundamenta en 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 Octava Región, donde, según datos de la universidad, en los últimos años ha habido, en promedio, cuatro postulantes por vacante 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. Importante es señalar que el programa del actual gobierno contempla modificaciones al sistema de educación superior; no obstante a la fecha 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 que, como la **UDC**, forman parte del Consejo de Rectores. 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 teniendo 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 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 **UDC**.

Otra fortaleza importante es 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 corporación.

¹ El pasivo financiero neto comprende a la suma de los “otros pasivos financieros corrientes” más los “otros pasivos financieros no corriente” menos el “subtotal para garantizar operaciones de financiamiento” (a junio de 2015 totalizaba \$149.916 millones), mientras que el patrimonio ajustado comprende el “patrimonio total” menos la cuenta “pagarés del fondo solidario de crédito universitario” (a junio de 2015 totalizaba \$ 70.915 millones).

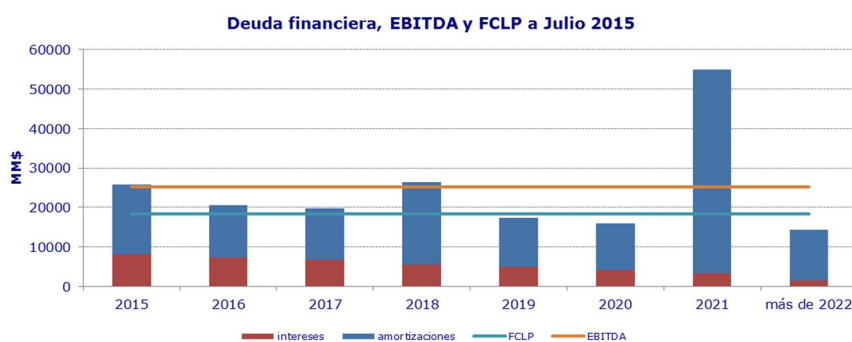
La universidad contaba con aproximadamente 26.500 matrículas al año 2014 (en 2010 era 22.998), con aranceles que se incrementan moderadamente en el tiempo, lo cual refleja la baja variabilidad de sus ingresos en el ámbito educacional. En el caso de los egresos -netos de castigos, provisiones y depreciación- alrededor del 55% 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 \$ 15.263 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 operación de los títulos de deuda 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.

Cabe destacar que la universidad en el año 2014 presenta una relación de 3,6 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 8,6 veces). Asimismo, evaluadores independientes internacionales la han señalado como la tercera universidad del país y la doceava de Latinoamérica.

Para la asignación de la categoría de riesgo, también se han considerado los efectos del 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 (FCLP²) sería del orden de UF 731.187 lo cual, considerando una deuda financiera (DF) de UF 6.194.454 (US\$ 243,4 millones), genera un indicador DF/FCLP de 8,5 veces, valor muy superior a lo exhibido por otras entidades de similar categoría. 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.

De acuerdo con la metodología de **Humphreys** para estimar el flujo de caja de largo plazo del emisor, se tendría un indicador DF/FCLP de 8,5 veces, el cual se vería mejorado levemente al corregirse por el efecto negativo del flujo no operacional "beneficio de rentas vitalicias"³ y por el impacto positivo provocado por la recaudación del Fondo Solidario. Si bien este ratio es superior a lo exhibido por otras entidades de similar categoría, se ve compensado por la estabilidad de los flujos en el largo plazo, dado el bajo riesgo operativo de la institución y por una estructura de gastos e ingresos poco volátil en el mediano plazo.



² 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 2011-2012.

³ El beneficio de la renta vitalicia corresponde al beneficio que la corporación otorga al personal jubilado (con contrato indefinido con anterioridad al año 2002 y que presenten su renuncia de acuerdo a lo estipulado), sólo cuando la pensión de la persona que se jubila resulta inferior a su renta líquida en actividad y cuyo monto es equivalente a esa diferencia, con un tope máximo del 25% de la renta líquida en actividad.

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 **UDC**.

UDC 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 información a junio de 2015, la institución generó ingresos por aproximadamente US\$ 159 millones (UF 4.074.295), con una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 247,2 millones (UF 6.324.459), un nivel de activos de US\$ 700 millones (UF 17.908.137) y un patrimonio de US\$ 233,2 millones⁴ (UF 5.964.921).

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Bonos	BUDC-A	BBB+

Contacto en **Humphreys**:

Luis Felipe Illanes Z.

Teléfono: 56 – 22433 5200

E-mail: luisfelipe.illanes@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".

⁴ 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.