



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Confirmación

Analista

Margarita Andrade P.

Tel. (56) 22 433 5213

margarita.andrade@humphreys.cl

Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroe

Enero 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos	A+
Líneas de efectos de comercio	Nivel 1/A+
Tendencia	Estable
Estados Financieros	30 septiembre 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 708 de 07.03.2012
Serie A (BHER-A1212)	21.03.2013
Serie C (BHER-C0413)	11.06.2013
Serie E (BHER-E0813)	02.09.2013
Serie G (BHER-G0914)	12.09.2014
Serie H (BHER-H0914) ¹	12.09.2014
Línea de efectos de comercio	Nº 034 de 12.09.2008
Línea de efectos de comercio	Nº 080 de 18.11.2010

Estado de resultados consolidado IFRS

M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	Sep 2015
Ingresos operacionales	132.078.225	131.215.874	124.817.274	122.583.654	90.849.141
Egresos operacionales ²	-107.880.018	-110.965.308	-125.221.774	-120.133.511	-89.199.830
Resultado operacional	24.198.207	20.250.566	-404.500	2.450.143	1.649.311
Resultado no operacional	-17.644.467	-18.956.816	3.016.809	1.059.798	895.284
Utilidad neta	6.477.378	1.205.068	2.549.667	3.517.465	2.521.810

Estado de situación financiera consolidado IFRS

M\$ de cada año	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Sep 2015
Activos corrientes	170.653.926	185.279.818	192.027.354	193.359.607	213.557.754
Activos no corrientes	303.982.643	264.637.510	230.611.696	228.275.273	217.373.971
Total activos	474.636.569	449.917.328	422.639.050	421.634.880	430.931.725
Pasivos corrientes	134.132.458	163.897.055	127.417.334	130.236.717	130.013.183
Pasivos no corrientes	216.429.495	156.026.570	162.679.797	150.689.812	156.353.064
Total pasivos	350.561.953	319.923.625	290.097.131	280.926.529	286.366.247
Patrimonio	124.074.616	129.993.703	132.541.919	140.708.351	144.565.478
Total pasivos y patrimonio	474.636.569	449.917.328	422.639.050	421.634.880	430.931.725

¹ Emisión inscrita y no colocada, plazo de colocación de 36 meses desde 12.09.2014. De acuerdo a la escritura complementaria el emisor solo podría colocar bonos por un valor máximo de hasta UF 1.400.000 considerando tanto los bonos serie G y bonos serie H. El valor colocado de la serie G es por UF 1.200.000.

² Desde 2013 se presenta detalle de las cuentas: Gastos por intereses y reajustes; y Deterioro por riesgo de crédito, antes incluidas en Costos Financieros.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroes (CCAF Los Héroes) es una de las cinco Cajas de Compensación de Asignación Familiar que actualmente participan en el mercado nacional, las cuales se encuentran fiscalizadas por la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO). La ley las define como corporaciones de derecho privado, sin fines de lucro y cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social, pudiendo efectuar todo tipo de actividades que impliquen un beneficio social para sus afiliados (trabajadores y pensionados), incluyendo el otorgamiento de créditos.

Actualmente, **CCAF Los Héroes** se ha consolidado como uno de los tres actores principales en el mercado, ostentando una participación de un 14% en el total de afiliados al sistema de Cajas de Compensación de Asignación Familiar³. El negocio de **CCAF Los Héroes** se ha concentrado principalmente en operaciones de crédito social, las cuales generaron el 58% de los ingresos de la institución de los nueve primeros meses de 2015. Según datos al 30 de septiembre de 2015, las colocaciones netas de la institución ascendieron a los US\$ 457 millones, que representaban el 74% de sus activos. A nivel de pasivos, su deuda financiera y patrimonio ascendían a US\$ 341 millones y US\$ 207 millones, respectivamente.

La clasificación de los títulos de deuda de **CCAF Los Héroes**, "*Categoría Nivel 1/A+*", se fundamenta principalmente en la tenencia de una cartera crediticia de bajo riesgo y altos niveles de atomización que se inserta en un marco legal que la fortalece en su calidad de acreedor, favoreciendo los niveles de recuperación de los préstamos otorgados. La categoría de riesgo también refleja la buena capacidad de la corporación para responder a las obligaciones financieras asumidas, incluyendo cambios en el entorno que implicaran, dentro de parámetros razonables, menor disposición de los bancos para otorgar préstamos a las entidades que conforman el sistema de cajas de compensación.

En forma complementaria, la clasificación de riesgo reconoce que el negocio crediticio tiene un retorno adecuado en relación con el riesgo asumido; que las características propias del sector entregan ventajas comparativas en el proceso de recaudación (descuentos por planillas con carácter equivalente a la deducción previsional) y que existe un importante nivel de ingresos provenientes de operaciones de bajo riesgo (por la administración de prestaciones sociales de cargo del Estado, pago de pensiones, recaudación de seguros y servicios y cotización de 1% de pensionados, entre otros).

La clasificación recoge además, el hecho que un porcentaje importante de sus deudores presentan un bajo perfil de riesgo (pensionados) y que desde mayo de 2011, a través de una licitación, **CCAF Los Héroes** está habilitado para entregar el pago de pensiones otorgadas por el Instituto de Previsión Social (IPS), a través de sus sucursales y puntos móviles.

³ A octubre de 2015.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída, ya que el fortalecimiento patrimonial de la institución está restringido sólo a la generación de utilidades, no existiendo la posibilidad de aportes de capital significativos para apoyar el crecimiento de **CCAF Los Héroes** o de incrementar su liquidez en casos de estrechez financiera. Esta situación toma mayor relevancia en un escenario de limitación de financiamiento por parte del sistema bancario, que representa a septiembre de 2015 el 58% del apalancamiento financiero de la Caja.

Además, la evaluación de **CCAF Los Héroes** indica la existencia de un gobierno corporativo que no asume riesgos económicos y por ello surge la necesidad que los riesgos crediticios, financieros y operativos tengan controles adecuados para el volumen de colocaciones que maneja la institución y que estos se vayan consolidando en el tiempo. Con todo, se reconocen los avances que se observan en esta materia en los últimos años.

Asimismo, la clasificación de riesgo no desconoce que **CCAF Los Héroes**, además de sus propias ventajas comparativas como originador de créditos, se ha visto beneficiada por atender un mercado que dispone de bajas alternativas de financiamiento. Sin embargo, el crecimiento económico natural del país podría incrementar las posibilidades de préstamos para este tipo de clientes (aumento de la bancarización). Este escenario, sumado al aumento en la oferta y cobertura de los créditos, debiera repercutir a futuro en los niveles de competencia, estrechando la capacidad del crecimiento en las colocaciones y presionando los márgenes del negocio.

La tendencia de la clasificación se califica como *Estable* debido a que no se observan elementos que en el mediano plazo puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada.

Es importante señalar que durante el presente año dos cajas de compensación han tenido complicaciones financieras, incumpliendo el pago de sus obligaciones financieras. Esta situación ha conllevado al mercado a tener una visión más crítica y cautelosa del sistema y, por ende, a asignarle un mayor riesgo a este tipo de instituciones, escenario que no ha sido ajeno para **CCAF Los Héroes**. Con todo, no hay ningún tipo de antecedente objetivo de **CCAF Los Héroes** que refleje cambios en la estructura de riesgo del emisor, salvo por la percepción del mercado ya mencionada, que en la práctica se debiera traducir en un menor acceso a las fuentes de financiamiento y en un alza en su costo de financiamiento.

En el contexto anterior, cabe considerar que durante 2016 **CCAF Los Héroes** tiene vencimientos por \$ 86,2 mil millones, de los cuales \$ 61,4 mil millones corresponden a líneas bancarias y \$ 17,6 mil millones⁴ al vencimiento mensual más elevado para el horizonte de análisis. En contraposición, la compañía dispone de efectivo y equivalentes, descontadas las cuentas por pagar de corto plazo, por \$ 33,4 mil millones⁵ y se espera un EBITDA⁶ cercano a \$ 12 mil millones durante el período. Adicionalmente, dado el volumen y *duration* de las colocaciones, mensualmente se recaudan

⁴ Considerando bonos y bancos.

⁵ Según datos al 30 de septiembre de 2015.

⁶ Resultado operacional más depreciación y amortización.

aproximadamente \$ 17 mil millones por créditos sociales. En síntesis, se estima que el emisor presenta condiciones para enfrentar escenarios adversos en cuanto a fuentes de financiamiento, en el entendido que el sistema bancario, al reconocer la viabilidad de largo plazo de la institución, podría ajustar las líneas de créditos, pero no actuar en conjunto para hacer exigible toda la deuda (cabe considerar que según estados financieros al 30 de septiembre, **CCAF Los Héroes**, mantiene créditos sociales netos por \$ 303,6 mil millones, créditos sociales brutos por \$ 321,4 mil millones y pasivos financieros por \$ 238,0 mil millones).

Junto con lo anterior, es preciso señalar que la unidad de auditoría interna de **CCAF Los Héroes**, así como otros ejecutivos de la entidad, han informado a esta clasificadora que se han efectuado procesos de revisión a las cuentas por cobrar y que, a su juicio, producto de los resultados de dichas verificaciones, estiman que el valor de los activos reflejan adecuada y razonablemente su valor de mercado.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la institución logre incrementar su escala relativa siempre en un contexto que implique reforzamiento permanente en materias de control interno con un nivel de deuda compatible con su tamaño y con los riesgos asumidos.

De igual forma, para que esta clasificación se mantenga, es necesario que el crecimiento esperado para la institución no conlleve cambios relevantes en el perfil de riesgo de su cartera de crédito y no afecte los niveles de incobrabilidad de las deudas, ello manteniendo un marco legal que no deteriore su posición competitiva.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Cartera crediticia de bajo riesgo y altos niveles de atomización.

Fortalezas complementarias

- Ingresos de bajo riesgo (los asociados a pagos del Estado).
- Sistema de recaudación favorecido por legislación.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado retorno respecto al riesgo.
- Porcentaje importante de sus deudores presentan un bajo perfil de riesgo (pensionados).
- Acceso a su segmento objetivo.
- Buen acceso al sistema financiero chileno (limitado en períodos de estrés).

Riesgos considerados

- Aumentos de patrimonio sujeto a generación de utilidades (riesgo atenuado por la actual situación financiera).
- Potenciales cambios en el entorno competitivo (riesgo bajo en el corto plazo).
- Mercado objetivo riesgoso que cuenta con clientes poco bancarizados (riesgo atenuado por el descuento por planilla).
- Cambios legales que impidan el descuento por planilla (de baja probabilidad, pero de impacto muy severo).
- Gastos de administración y venta elevados en comparación al resto de las cajas de compensación.

Hechos recientes

Durante los nueve primeros meses de 2015, **CCAF Los Héroes** presentó ingresos operacionales (ingresos por intereses y reajustes, ingresos por actividades ordinarias y otros ingresos) por \$ 90.849 millones, lo que representó una disminución de 1,2% respecto de igual período del año anterior, explicado por una caída en los ingresos percibidos por concepto de intereses de crédito social -debido principalmente a la disminución en la tasa de interés promedio de la cartera respecto a igual período del año anterior- y por la disminución en los ingresos de actividades ordinarias - producto fundamentalmente de la caída de las comisiones recibidas por los servicios de atención y pago de beneficios de seguridad social a los pensionados-.

En tanto el gasto por intereses y reajustes alcanzó los \$ 10.755 millones, lo cual es un 8,8% menor a lo registrado a septiembre de 2014, por su parte el gasto por beneficios a los empleados fue de \$ 21.221 millones (superior a los \$ 20.561 gastados a septiembre de 2014) y otros gastos por naturaleza alcanzaron \$ 39.383 millones (1,0% menor a los de igual período del año anterior).

Con todo, la ganancia a septiembre de 2015 alcanzó los \$ 2.522 millones, lo que significó una disminución de 42,2%, respecto al mismo periodo del año anterior.

Los activos de **CCAF Los Héroes** ascendieron a \$ 430.932 millones y sus colocaciones a \$ 319.370 millones, teniendo un pasivo total de \$ 286.366 millones, un pasivo financiero de \$ 238.025 millones y un patrimonio equivalente a \$ 144.565 millones.

Por otro lado, en noviembre de 2015, un ex ejecutivo, por haber estimado que se lesionaban sus derechos fundamentales, interpuso una demanda laboral contra **CCAF Los Héroes**. En la referida demanda, junto con las indemnizaciones solicitadas, la demandante alude a eventuales situaciones operativas internas de la Caja que podrían ser asociadas con debilidades en los controles internos y/o en el gobierno corporativo de la entidad. Analizados los aspectos citados por la demandante, relativos a las prácticas de **CCAF Los Héroes**, en opinión de la clasificadora, no existen elementos o variables -financieras u operativas- que impliquen riesgos incompatibles con la "Categoría A+" asignada a los bonos emitidos por la Caja. Para efectos de evaluar los aspectos mencionados en la demanda **Humphreys**, entre otras acciones, accedió a las cartas de control interno, hizo consultas a la unidad de auditoría interna, solicitó información cuantitativa *ad hoc* y se reunió con la administración superior de la emisora.

Definición categorías de riesgo

Categoría A (títulos de largo plazo)

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 deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo de Noviembre de 2015 en www.humphreys.cl

“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 Superintendencia de Valores y Seguros y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”