



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analistas

Felipe Guerra T.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

felipe.guerra@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Corporación Universidad de Concepción

Octubre 2017

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	A-
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	
Bonos	A-
Estados Financieros	30 de junio de 2017

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	UF 2.000.000
Moneda de emisión	UF o pesos
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos de corto y largo plazo.
Garantías	No contempla

Estado de resultados consolidado IFRS						
M\$ de cada año	2013	2014	2015	2016	ene-jun 2016	ene-jun 2017
Ingresos	210.453.926	227.072.522	225.112.439	239.468.450	110.011.306	120.983.617
Costo de Ventas	-141.171.900	-149.452.302	-149.690.102	-157.094.972	-68.170.330	-80.524.902
Ganancia bruta	69.282.026	77.620.220	75.422.337	82.373.478	41.840.976	40.458.715
Gastos de adm. y otros por función	-45.155.830	-57.548.501	-62.477.481	-60.316.194	-26.575.733	-28.896.413
Resultado operacional	24.126.196	20.071.719	12.944.856	22.057.284	15.265.243	11.562.302
Costos financieros	-20.530.796	-13.180.426	-11.657.741	-11.424.519	-5.693.164	-5.426.621
Ganancia	6.398.114	7.074.731	1.715.723	10.776.973	6.203.447	4.320.008
EBITDA ajustado anualizado ¹	24.369.273	28.839.286	24.059.966	23.858.958	8.615.095	9.664.310

¹ EBITDA Ajustado Anualizado: Para efectos de cumplimiento de *covenants*, el EBITDA no considera el aporte generado por el Fondo Solidario de Crédito Universitario. Fue propuesto por la Corporación para no vincular variables que no dependan de su gestión. Está definido como la suma de los rubros "Ganancia Bruta", "Provisiones-condonaciones FSCU", "Depreciación" y "Amortización de intangibles", menos "Gastos de administración" e ingresos por "Fondo Solidario de Crédito Universitario". Para el periodo ene-jun 2016 y ene-jun 2017 el EBITDA no es anualizado, sino que corresponde al periodo señalado.

Estado de situación consolidado IFRS

M\$ de cada año	2013	2014	2015	2016	junio 2017
Total activos corrientes	75.294.245	81.315.458	77.713.293	87.415.072	82.355.109
Total activos no corrientes	337.316.917	361.451.021	368.168.396	413.128.196	431.915.770
Total de activos	412.611.162	442.766.479	445.881.689	503.543.268	514.270.879
Total pasivos corrientes	95.858.421	73.093.020	71.623.528	82.644.174	91.645.206
Total pasivos no corrientes	175.802.059	221.292.011	212.763.405	215.416.314	214.503.638
Total pasivos	271.660.480	294.385.031	284.386.933	298.060.488	306.148.844
Total patrimonio	140.950.682	148.381.448	161.494.756	202.482.780	208.122.035
Total pasivos y patrimonio	412.611.162	442.766.479	445.881.689	500.543.268	514.270.879
Deuda financiera total	159.025.492	155.499.133	149.828.710	143.310.805	140.734.022

Opinión

Fundamento de la clasificación

La **Corporación Universidad de Concepción (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.

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 Virginio 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 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.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de una línea de bonos a diez años por un monto de UF 2 millones. El uso de los fondos será refinanciar deuda actualmente vigente, tanto de corto como de largo plazo. Las tasas de interés respectivas así como las condiciones de rescate se encontrarán en las escrituras complementarias.

Según datos a diciembre de 2016, la institución genera ingresos por aproximadamente US\$ 358 millones anuales (UF 9.088.683), de los cuales aproximadamente un 47% y un 25% fueron aportados por

Universidad de Concepción y la Lotería, respectivamente. El EBITDA ajustado de la entidad fue de US\$ 35,8 millones (UF 905.533) y su pasivo financiero alcanzó US\$ 214,76 millones (UF 5.439.041). En tanto, durante el primer semestre de 2017, la Corporación generó ingresos por US\$ 182,1 millones (UF 4.537.153), con una deuda financiera que alcanzaba los US\$ 212 millones (UF 5.277.837), un nivel de activos de US\$ 774,7 millones (UF 19.286.298) y un patrimonio de US\$ 313,3 millones (UF 7.805.037).

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**.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de la línea de bonos de **UDC** en "Categoría A-" se ha considerado el bajo riesgo operativo de la universidad, sustentado tanto en las características propias del servicio entregado y en el sólido posicionamiento y prestigio de la institución dentro de sistema educacional chileno, además de su área de influencia, la Región del Biobío, donde, según datos de la universidad, en los últimos años ha habido, en promedio 4,4 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 siete años de la institución por parte de la Comisión Nacional de Acreditación (CNA), hasta el año 2023, posterior a la fecha de vencimiento de su bono en 2021. Esta acreditación convierte a UDEC en una de las tres universidades en el país en contar con esta acreditación, lo que le permite acceder a una mayor cantidad de recursos por parte del Estado.

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 **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.

Ha mejorado el 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 1.066.061, lo cual, considerando una deuda financiera (DF) de UF 5.424.419 (US\$ 216,69 millones), genera un indicador DF/FCLP de 5,09 veces lo cual se ha reducido en un 19% con respecto al mismo periodo del año anterior, valor muy parecido 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. 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 ha considerado 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.

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

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 2011-2017.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Bajo riesgo operativo y estabilidad de los flujos de la Universidad.
- Liderazgo consolidado a nivel nacional y regional. Liderazgo en América Latina.

Fortalezas complementarias

- Elevado nivel de apoyo estatal a sus alumnos.

Fortalezas de apoyo

- Alto nivel de activos prescindibles, susceptibles de dejar en garantía o vender.

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 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.

Hechos recientes

Resultados 2016

Durante el año 2016, la corporación obtuvo ingresos de explotación por \$ 239,4 mil millones, mientras que al cierre del ejercicio anterior alcanzó \$ 225,1 mil millones.

Los gastos de administración y otros por función³, en tanto, ascendieron a \$ 60.316 millones, con una disminución de 3,45% respecto a 2015. Como consecuencia, el resultado operacional de la universidad durante el ejercicio 2016 ascendió a \$ 20.960 millones, lo que significa un aumento de 61,92% respecto a 2015, cuando llegó a \$ 12.944 millones. Por su parte el resultado fuera de explotación alcanzó una cifra negativa de \$ 11.212 millones, pérdida superior en solo 0,02% debido a menores ingresos financieros y diferencias de cambio negativas con respecto al período anterior.

El resultado final de la corporación alcanzó \$ 10.776 millones durante 2016, aumentando en un 528,13% respecto a 2015, cuando alcanzó \$ 1.715 millones. Esto está relacionado principalmente al aumento de ingresos por concepto de matrícula llegando a un monto de \$ 88.253 millones lo que equivale a un aumento del 7,59% con respecto al año 2015 además de un menor aumento en el costo de venta en comparación a los ingresos, lo que da como resultado una ganancia bruta de \$ 82.373 millones en 2016 frente a los \$ 75.422 millones del 2015.

³ Incluye "Otros ingresos por función", "Gastos de administración" y "Otros gastos por función".

Resultados primer semestre de 2017

Durante el primer semestre de 2017, los ingresos de la Corporación alcanzaron \$ 120.983 millones, siendo 9,97% superiores al mismo periodo del año anterior, debido principalmente a mayores ingresos por ventas de juegos de Lotería, que en ese período se incrementaron en 20,57% además de un aumento en los ingresos por matrículas de la Universidad en un 7,94%. Los costos de ventas aumentaron en un 18% debido a un aumento tanto de las remuneraciones como de las Provisiones-condonaciones FSCU (15,9% y 573,8% respectivamente). Esto derivó en un menor margen bruto por -3,3% registrado en ese período, que alcanzó los \$ 40.458 millones.

Dado lo anterior, la corporación alcanzó una utilidad de \$ 4.320 millones, equivalente a una disminución del 30% respecto a igual semestre de 2016, período que sumó \$ 6.203 millones.

Al cierre del primer semestre de 2017, la estructura de balance de la institución presentaba activos por \$ 514.270 millones, los cuales se concentran principalmente en activos fijos. Por otro lado, el pasivo exigible de la universidad alcanzó \$ 306.148 millones, con un nivel patrimonial de \$ 208.122 millones

Definición categoría 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.

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

Características de la emisión de bonos por línea de títulos de deuda

El emisor corresponde a la **Corporación Universidad de Concepción** mientras que el representante de los tenedores de bono es el Banco de Chile. Estos bonos serán desmaterializados, expresados en unidades de fomento (UF) o pesos, y depositados en el Deposito Central de Valores. El monto máximo de la emisión corresponde a la suma equivalente en pesos a UF 2.000.000. Estos bonos se podrán emitir en una o más series, que a su vez podrían dividirse en sub-series. La línea tiene un plazo máximo de diez años contado desde su fecha de inscripción en el registro de valores. En las escrituras complementarias se definirá la tasa de interés a pagar, que será sobre el saldo insoluto, y si se podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los bonos de cualquiera de la series, señalando las condiciones respectivas. Esta emisión no contempla garantías salvo el derecho de prenda general sobre los bienes del emisor.

Los fondos de la emisión del bono se utilizarán para el refinanciamiento de pasivos del emisor tanto corrientes como no corrientes cambiando su perfil de deuda. El uso específico se indicara en la escritura complementaria.

Se han establecido ciertas obligaciones, limitaciones y prohibiciones dentro de las cuales se encuentran el no realizar factoring de facturas que representen obligaciones para con la corporación y que hayan sido emitidos con posterioridad a la colocación. Tampoco se permite llevar a cabo ninguna securitización mientras se encuentre vigente la emisión, salvo que dicha securitización tenga por objeto prepagar la totalidad de los bonos.

Los *covenants* financieros según escritura del contrato de emisión de bonos son:

Nivel de endeudamiento

Inferior a	Período
1,60 veces	31-dic-2017 y 30-jun-2018
1,50 veces	Desde el 31-dic-2018 en adelante

Pasivo financieros netos/EBITDA ajustado

Inferior a	Período
7,0 veces	31-dic-2017 y 30-jun-2018
6,5 veces	31-dic-2018 y 30-jun-2019
6,0 veces	31-dic-2019 y 30-jun-2020
5,5 veces	Desde el 31-dic-2020 en adelante

EBITDA ajustado/Gastos financieros

Superior a	Período
1,9 veces	31-dic-2017 y 30-jun-2018
2,1 veces	31-dic-2018 y 30-jun-2019
2,3 veces	31-dic-2019 y 30-jun-2020
2,5 veces	Desde el 31-dic-2020 en adelante

Definiciones

Nivel de endeudamiento

Corresponde a la relación de Endeudamiento medido como cociente entre Pasivos Financieros netos y Patrimonio Ajustado.

Pasivos financieros netos

Corresponde a la suma de las cuentas denominadas "Otros pasivos financieros, corrientes" y "Otros pasivos financieros, no corrientes" de los Estados Financieros, menos el rubro "Subtotal para garantizar operaciones de financiamiento" contenido en la nota "Efectivo y equivalentes al efectivo" de los Estados Financieros.

Patrimonio ajustado

Corresponde a la cuenta denominada "Patrimonio total" de los Estados Financieros, menos los rubros "Pagarés del Fondo Solidario de Crédito Universitario, corriente y "Pagarés del Fondo Solidario de Crédito Universitario, no corriente" contenidos en la nota "Administración de riesgos que surgen de Instrumentos financieros" de los Estados Financieros.

EBITDA ajustado

Corresponde a la suma de los rubros "Ganancia bruta" más (i) "Provisiones-condonaciones FSCU" y "Depreciación" y "Amortización de Intangibles" contenidos en los costos de explotación en la nota "Apertura de Resultados Integrales" de los Estados Financieros; y, (ii) "Depreciación" y "Amortización de Intangibles" contenidos en los "Gastos de administración" en la nota "Apertura de resultados Integrales" de los Estados Financieros, menos los rubros "Gastos de Administración y "Fondo Solidario de Crédito Universitario" contenido en la nota de "Ingresos Ordinarios" de los Estados Financieros, todos referidos al periodo de los últimos doce meses.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl en la sección Corporaciones – Bonos.

"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 aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."