



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Primera Clasificación del
Emisor y sus Valores**

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56-2) 2433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Corporación Universidad de Concepción

Septiembre 2013
(incluye modificaciones al contrato de emisión)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos	BBB+
Tendencia	Estable
Otros instrumentos	No tiene
Estados Financieros	31 de marzo de 2013

Características de los bonos en proceso de inscripción	
Serie	A
Monto máximo	UF 4.200.000
Vencimiento	01 de mayo de 2021
Tasa de interés	5,9% anual
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos financieros
<i>Covenants</i> financieros ¹	<p>Nivel de endeudamiento inferior a: 0,9 veces : Entre el 31-dic-2013 y el 30-jun-2014 0,8 veces : Entre el 31-dic-14 y el 30-jun-2015 0,7 veces : Entre el 31-dic-15 y el 30-jun-2016 0,6 veces : Desde el 31-dic-16 en adelante</p> <p>Pasivo exigible/EBITDA inferior a: 8,0 veces : Entre el 31-dic-13 y el 30-jun-2014 7,5 veces : Entre el 31-dic-14 y el 30-jun-2015 7,0 veces : Entre el 31-dic-15 y el 30-jun-2016 6,5 veces : Entre el 31-dic-16 y el 30-jun-2017 6,0 veces : Entre el 31-dic-17 y el 30-jun-2018 5,5 veces : Entre el 31-dic-18 y el 30-jun-2019 5,0 veces : Desde el 31-dic-19 en adelante</p> <p>EBITDA/Gastos financieros superior a: 1,3 veces : Entre el 31-dic-13 y el 30-jun-2014 1,8 veces : Entre el 31-dic-14 y el 30-jun-2015 2,0 veces : Entre el 31-dic-15 y el 30-jun-2016 2,2 veces : Entre el 31-dic-16 y el 30-jun-2017 2,4 veces : Entre el 31-dic-17 y el 30-jun-2018 2,6 veces : Entre el 31-dic-18 y el 30-jun-2019 2,8 veces : Desde el 31-dic-19 en adelante</p>
Prepago	A partir del quinto año.
Garantías	<ul style="list-style-type: none"> • Cuenta de Reserva y Prenda Mercantil sobre dineros de la Cuenta de Reserva e Inversiones Permitidas. • Prenda sin desplazamiento sobre flujos educacionales posteriores a la fecha de colocación. • Prenda sin desplazamiento sobre flujos futuros. • Prenda sobre la cuenta de reserva. • Constituir hipoteca de primer grado y prohibición de gravar y enajenar sobre propiedades individualizadas.

¹ *Covenants* vigentes al primer trimestre de 2013, antes de su modificación hecha el 30 de septiembre de 2013. Los resguardos vigentes a contar de esa fecha se presentan en el Anexo N°1.

Estado de resultados consolidado IFRS				
M\$ de cada año	2011	2012	Marzo 2012	Marzo 2013
Ingresos	193.843.532	209.053.755	57.262.230	51.584.308
Costo de Ventas	-135.006.172	-138.195.034	-37.602.079	-31.705.195
Ganancia bruta	58.837.360	70.858.721	19.660.151	19.879.113
Gastos de adm. y otros por función	-47.934.515	-54.205.784	-14.505.944	-12.999.703
Resultado operacional	10.902.845	16.652.937	5.154.207	6.879.410
Costos financieros	-14.331.522	-17.474.461	-4.156.443	-4.885.152
Ganancia	784.485	3.126.231	1.636.744	1.680.985
EBITDA Ajustado ²	22.610.849	21.763.325	10.215.786	4.770.633

Balance general consolidado IFRS			
M\$ de cada año	31-dic-11	31-dic-12	31-mar-13
Total activos corrientes	53.550.141	52.397.063	66.790.944
Total activos no corrientes	309.647.599	325.030.495	327.865.660
Total de activos	363.197.740	377.427.558	394.656.604
Total pasivos corrientes	112.128.729	129.060.083	137.408.141
Total pasivos no corrientes	118.501.246	112.321.083	118.864.932
Total pasivos	230.629.975	241.381.166	256.273.073
Total patrimonio	132.567.765	136.046.392	138.383.531
Total pasivos y patrimonio	363.197.740	377.427.558	394.656.604
Deuda financiera total	131.450.373	131.336.204	147.633.007

² EBITDA Ajustado: 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" y "Fondo Solidario de Crédito Universitario".

Estado de resultados consolidado PCGA					
M\$ marzo 2013	2007	2008	2009	2010	2011
Ingreso operacional	168.766.354	161.246.827	173.102.732	169.031.386	176.160.825
Costo de explotación	-117.545.664	-112.894.321	-116.796.984	-112.632.193	-115.726.467
Gasto de administración y ventas	-43.161.296	-40.007.969	-40.652.905	-41.615.372	-42.349.682
Resultado operacional	8.059.393	8.344.538	15.652.843	14.783.820	18.084.677
Resultado no operacional	-5.776.511	-10.592.977	-17.706.377	-12.818.399	-15.021.017
Gastos financieros	-7.747.425	-9.332.794	-13.303.774	-9.923.487	-10.026.348
Utilidad neta	1.876.231	-2.248.059	-2.169.356	-1.349.018	3.063.057
EBITDA	17.078.448	17.551.045	25.598.578	25.012.328	28.009.541

Balance general consolidado PCGA					
M\$ marzo 2013	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11
Activo circulante	47.814.799	39.389.765	44.583.488	45.495.317	58.495.741
Activo fijo	135.629.367	149.634.311	154.346.042	151.921.507	150.137.675
Otros activos	29.271.132	30.427.114	40.125.269	43.263.901	44.743.092
Total activos	212.715.298	219.451.190	239.054.800	240.680.725	253.376.508
Pasivos circulantes	81.388.193	79.323.179	83.414.903	95.639.467	110.932.139
Pasivo largo plazo	53.146.900	66.025.194	84.769.715	76.628.477	73.762.379
Total pasivo exigible	134.535.093	145.348.374	168.184.618	172.267.943	184.694.519
Interés minoritario	1.863.390	1.513.719	1.140.141	744.792	0
Patrimonio	76.316.814	72.589.097	69.730.040	67.667.990	68.681.989
Total pasivo y patrimonio	212.715.298	219.451.190	239.054.800	240.680.725	253.376.508
Deuda financiera	58.860.752	84.079.508	105.989.115	105.570.682	105.445.689

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 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.

Según datos a diciembre de 2012, la institución genera ingresos por aproximadamente US\$ 435,6 millones anuales (UF 9.152.666), de los cuales aproximadamente un 52,3% y un 30,4% fueron aportados por **Universidad de Concepción** y la Lotería, respectivamente. El EBITDA de la entidad fue de US\$ 45,3 millones (UF 952.829) y su pasivo financiero alcanzó US\$ 274 millones (UF 5.750.083). En tanto, durante el primer trimestre de 2013, la Corporación generó ingresos por 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 millones (UF 6.051.040).

Los títulos de deuda motivo de la clasificación tienen como objeto refinanciar pasivos por UF 4.200.000 (casi US\$ 200 millones), situación que de concretarse implicaría una reducción significativa en los gastos financieros de la **UDC** y, por ende, una descomprensión a los flujos de la corporación.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos de **UDC** en "*Categoría BBB+*" 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 Octava Región, 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, e incluyendo aquellos por concepto de matrículas y los recibido como 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 **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 compañía.

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 (FCLP³) 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 el valor de la deuda financiera se incrementa transitoriamente por 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 deberían ser enterados durante el año, lo cual significaría una reducción del indicador DF/FCLP. Dado esto, se espera que la deuda financiera definitiva sea del orden de los 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 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 9,0 veces en el año 2021⁴. 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 tiene un bajo riesgo operativo y 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**. 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

³ 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.

⁴ Considerando la deuda financiera a junio de 2013, cercana a UF 6.950.000. Ahora, si se considera un pasivo financiero de UF 5.750.000, la relación DF/FCLP sería de 7,5 veces.

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.

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.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Elevado nivel de apoyo estatal a sus alumnos.

Fortalezas de apoyo

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

Riesgos considerados

- Elevado nivel de endeudamiento.
- Ingresos provenientes de Lotería, que pese a tener bajos niveles de riesgo, siguen siendo mayores a los niveles de la Universidad.
- Marco regulador de los juegos de Lotería, aunque con baja probabilidad de incidencia.
- Riesgo de refinanciamiento.

Definición categoría de riesgo

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente 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.

Hechos recientes

Resultados 2012

Durante el año 2012, la universidad obtuvo ingresos de explotación por \$ 209.054 millones, presentando un aumento de 7,8% en relación a 2011, cuando alcanzó \$193.844 millones. Este aumento se explica principalmente por los mayores ingresos generados en venta de juegos de Lotería, Fondo Solidario de crédito universitario y matrícula de actividad universitaria, que aumentaron un 17,3%, 11,4% y 4,4% respectivamente, totalizando \$ 14.293 millones. Los gastos de administración y otros por función, en tanto, ascendieron \$ 54.206 millones, con un alza de 13,1% respecto a 2011, principalmente por mayores gastos por provisiones y honorarios, que en su conjunto totalizan un alza de \$ 5.549 millones. Como consecuencia, el resultado operacional de la universidad durante el ejercicio 2012 ascendió a \$ 16.653 millones, lo que significa un incremento de 52,7% respecto a 2011, cuando llegó a \$ 10.903 millones. Por su parte el resultado fuera de explotación alcanzó una cifra negativa de \$ 13.202 millones, un 30,9% inferior a lo alcanzado en 2011, cuando se registró un valor negativo de \$ 10.086 millones, principalmente por un alza de 21,9% en los costos financieros.

Con todo, la universidad obtuvo una utilidad de \$ 3.126 millones durante 2012, casi cuatro veces lo alcanzado en 2011, cuando registró un resultado final de \$ 784 millones.

Primer trimestre de 2013

Durante el primer trimestre de 2012, los ingresos de la Corporación alcanzaron \$ 51.584 millones, siendo un 9,9% inferior a igual trimestre de 2012, debido principalmente a una disminución de \$ 11.312 millones en la venta de los juegos de Lotería (disminución de 48,4%) que no logró compensar el aumento de 88,9% por concepto de fondo solidario de crédito universitario. Los gastos de administración y otros por función fueron un 10,4% inferiores a los registrados en el mismo período del año anterior, y se deben, en su mayoría a menores gastos por servicios (6% inferior a igual período 2012). Lo anterior derivó en un mayor resultado operacional de 33,4% en ese período, alcanzando \$ 6.879 millones. Por su parte, el resultado fuera de explotación disminuyó en 48% alcanzando una cifra negativa de \$ 5.194 millones (-\$ 3.510 millones en marzo de 2012), principalmente por un menor resultado por unidades de reajuste y mayores costos financieros.

El resultado final de la corporación fue una utilidad de \$ 1.681 millones, muy parecido a lo alcanzado en marzo de 2012, cuando alcanzó \$ 1.637 millones.

Al cierre del ejercicio del primer trimestre de 2013, la estructura del balance de la institución presentaba activos por un monto de \$ 394.657 millones, los cuales se concentran principalmente en activos fijos. Por otro lado, el pasivo exigible de la universidad alcanzaba los \$ 256.073 millones y un nivel de patrimonio de \$ 138.384 millones.

Oportunidades y fortalezas

Bajo riesgo operativo: Considerando el componente de bien público que tiene la educación, sumado al estatus de la **UDC**, tanto a nivel nacional como local, permiten presumir que un bajo rendimiento financiero no sería óbice para que la institución continuara prestando los servicios que le son propios y, por ende, mantuviera su nivel ingresos por matrícula y los aportes estatales; asimismo, se le asigna mayor probabilidad que las autoridades regionales o nacionales contribuyan a dar solución a un eventual problema financiero.

Prestigio y estatus de la UDC y posicionamiento en la VIII región: Distintos parámetros de medición ubican a la **Universidad de Concepción** entre las tres principales del país, y claramente como la más importante de la Octava Región. Cabe mencionar que la agencia QS, especializada en *ranking* de universidades, ubicó en noveno lugar a la **UDC** a nivel latinoamericano, siendo superada sólo por dos entidades chilenas, ambas ubicadas en la región Metropolitana. Otro indicador que da cuenta de su importancia en el ámbito universitario es su tercer lugar a nivel nacional, y primera en la región, en cuanto a los aportes de Fondecyt.

Por otra parte, la **UDC** presenta 93 años de historia, fuertemente ligado a la ciudad de Concepción, capital de la Octava Región. Sus labores de extensión en el área cultura, tales como colección de artes, coro y orquesta, entre otras, la transforman en una institución enraizada en la entidad de la zona.

Estabilidad de sus flujos: Los ingresos en el ámbito educacional están determinados, básicamente, por el número de alumnos y el valor de los aranceles, más, en el caso de una entidad como la **UDC**, por el Aporte Fiscal Directo (AFD). Prueba de la estabilidad de los ingresos, es que en los años 2010, 2011 y 2012 el número de matrículas ascendió a 22.998, 23.424 y 23.468 respectivamente, y los aranceles han exhibido un crecimiento muy moderado (entre 2005 y 2012 los aranceles promedio del sistema universitario aumentaron en 2,28%). Por su parte, el AFD se ha situado en torno los \$ 12.000 millones anuales. En el caso de los egresos -netos de castigos, provisiones y depreciación- alrededor del 64% corresponden a remuneraciones de académicos y personal en general.

Fortaleza de la demanda: 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 postulación efectiva y cupo asciende a 9 veces). Por otra parte, el rol subsidiario del Estado en la demanda por educación se traduce, en el caso de la **UDC**, que entre el 75% a 80% de los estudiantes financian sus estudios con mecanismos de apoyo gubernamental.

Estructura de la operación y nivel activos prescindibles: la operación está estructurada de manera tal que posibilita que los flujos provenientes del aporte fiscal directo y del cobro de matrículas y aranceles, se destinen como primera opción al servicio de pago de los bonos; además, se obliga al emisor a mantener una cuenta de reserva para cubrir el pago de los títulos de deuda para los siguientes doce meses. A su vez, la emisión cuenta con activos prescindibles entregados en garantía a

los bonistas por UF 849.746, a los que se adicionan activos de libre disposición valorizados en UF 1.719.514.

Fuerte competitividad en su área de influencia: La universidad presenta un robusto nivel de infraestructura destinado al área educacional, situación que reduce la competencia en aquellas áreas con alto nivel de inversión y lenta maduración (por ejemplo, odontología, medicina y las distintas ingenierías, por mencionar algunas). Por otra parte, pese a ser por lejos la institución de mayor prestigio en la zona, sus aranceles son iguales o inferiores a los cobrados por otras entidades en carreras equivalentes. También, cabe agregar que el solo hecho de pertenecer al consejo de rectores (universidades tradicionales), constituye una ventaja competitiva.

Factores de riesgo

Dependencia de los ingresos de Lotería: Los ingresos provenientes de Lotería representaron un 30,4% de los ingresos totales de la Corporación en 2012, situación que la hace dependiente del comportamiento futuro de este negocio el cual, en opinión de la clasificadora, pese a tener un reducido nivel de riesgo, no presenta el bajo nivel de riesgo que se puede asignar a la universidad propiamente tal. La importancia de Lotería en el pago de la deuda queda de manifiesto en el hecho que esta unidad representa el principal generador de EBITDA de la corporación, ya que fue concebida para estos efectos.

Riesgo regulación Lotería: Si bien los cambios legales 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. Aun cuando *Humphreys* asigna una baja probabilidad a este tipo de riesgo, su eventual ocurrencia podría resultar de un elevado impacto en la capacidad de pago del emisor.

Marco regulador universidad: Parte importante de los ingresos de las universidades tradicionales proviene de los aportes fiscales directos, los cuales podrían verse resentidos, por ejemplo, en beneficio de los aportes fiscales indirectos, recursos a los que tiene acceso todo el sistema de educación superior. Con todo, a este riesgo *Humphreys* asigna baja probabilidad de ocurrencia.

Estructura de financiamiento: La estructura del bono contempla un vencimiento por UF 2.184.219 en el año 2021, situación que incorpora el riesgo de refinanciamiento. Esta situación debe analizarse con el hecho que, según los resguardos del bono, a esa fecha la Corporación podría presentar una relación entre pasivo exigible y EBITDA de 6,0 veces, sin por ello incumplir los compromisos asumidos en cuanto a cumplimiento de indicadores.

Patrimonio sostenido sólo en base a utilidades retenidas: Considerando la estructura legal de la compañía y al hecho que es una corporación sin fines de lucro, se presume una muy baja probabilidad a posibles aumentos de capital futuros.

Carreras de baja inversión: Dentro del amplio universo de carreras impartidas por la universidad, existen carreras que demandan una baja inversión en infraestructura y docencia, lo que es fácil de imitar por otras instituciones de educación superior de la región y con ello aumentar la competencia. No obstante, la normativa exige la acreditación obligatoria de carreras ligadas a salud y educación, y voluntaria para el resto de carreras, lo que atenúa el impacto de una baja necesidad de inversión. Sin embargo, el fuerte posicionamiento y alta demanda de la universidad también está presente para este tipo de carreras.

Antecedentes generales

Historia

La **Universidad de Concepción** es una institución de educación superior, organizada como corporación de derecho privado sin fines de lucro. Fue constituida en 1919, convirtiéndose en la tercera universidad más antigua del país. En la actualidad cuenta con más de 23.000 alumnos de pregrado, y más de 2.160 alumnos de postgrado. Imparte 91 carreras en sus tres campus ubicados en las ciudades de Concepción, Chillán y Los Ángeles.

Estructura organizacional

La Corporación es administrada por un Directorio integrado por el Rector que lo preside, con el título de presidente, y por diez Directores elegidos por la Junta de Socios, de entre sus miembros que pertenezcan a la Categoría de Socio No Académico, que no tengan negocios pendientes u otros vínculos contractuales con la Corporación, salvo Profesores Eméritos, aun cuando tengan dicho vínculo laboral con ésta. Para ser elegido se requiere tener entre 30 y 75 años de edad.

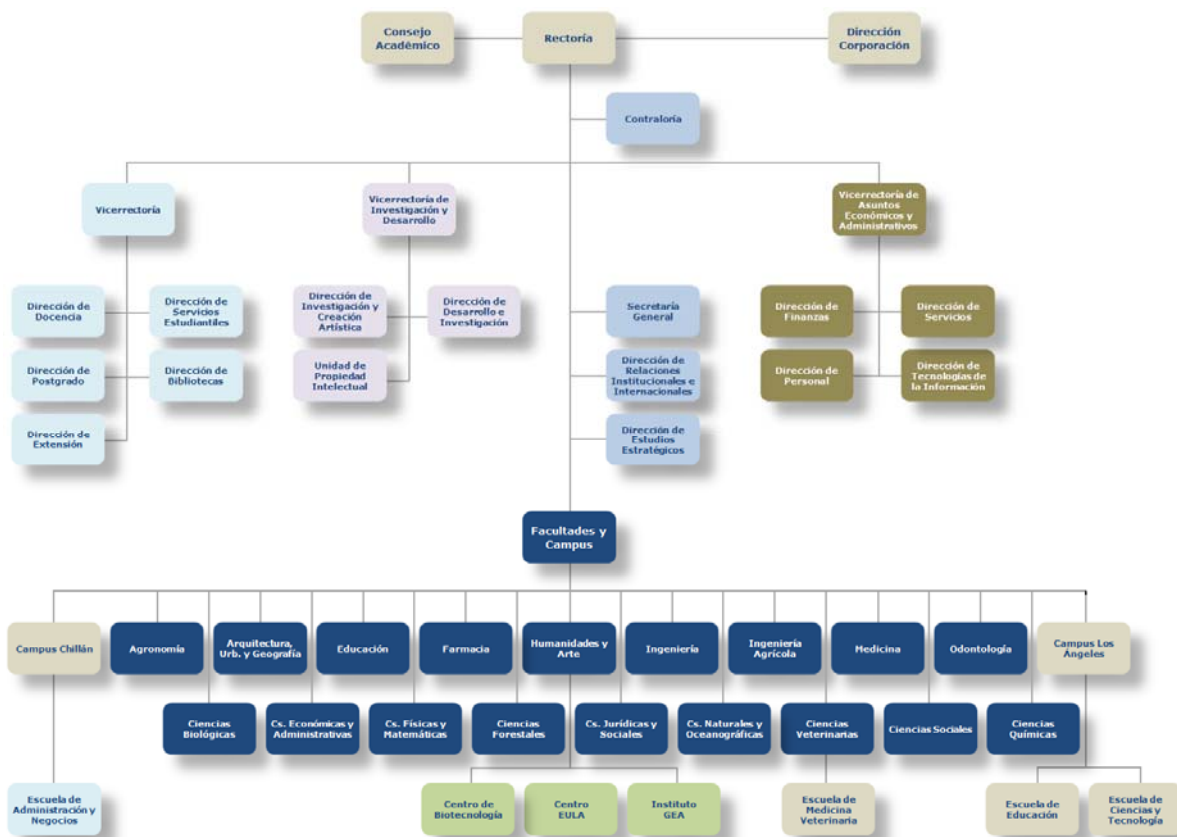
Las autoridades de la universidad son las siguientes:

CONSEJO ACADÉMICO		DIRECTORES	
Cargo	Nombre	Rectoría	
Rector	Sergio Lavanchy Merino	Rel. Institucionales e Internacionales	Iván Araya G.
Vicerrector	Ernesto Figueroa Huidobro	Campus Chillán	José Reyes A.
Vicerrector Asuntos Ecs. y Adm.	Alberto Larrain Prat	Campus Los Ángeles	Luis Hauenstein D.
Vicerrector de Inv. y Desarrollo	Bernabé Rivas Quiroz	Centro de Biotecnología	Jaime Rodríguez G.
Secretario General	Rodolfo Walter Díaz	Centro EULA	Ricardo Barra Ríos
DECANOS		Estudios Estratégicos	Arturo Mora C.
Agronomía	Raúl Cerda G.	Instituto GEA	Sonia Helle Jara
Arq. Urbanismo y Geografía	Bernardo Suazo Peña	Vicerrectoría	
Ciencias Biológicas	Nelson Carvajal B.	Biblioteca	Olga Mora M.
Cs. Económicas y Administrativas	Juan Saavedra G.	Docencia	José Sánchez H.
Cs. Físicas y Matemáticas	Rodolfo Araya D.	Extensión	María Nieves Alonso M.
Ciencias Forestales	Manuel Sánchez Olate	Postgrado	Ximena García C.
Ciencias Jurídicas y Sociales	José Luis Diez Schwerter	Servicios Estudiantiles	Sara Mendoza Parra
Cs. Naturales y Oceanográficas	Franklin Carrasco V.	Vicerrectoría Asuntos Económicos y Administrativos	
Ciencias Químicas	Adelio Ricardo Matamala V.	Finanzas	Jorge Porter T.
Ciencias Sociales	Jorge Rojas H.	Personal	Christian Chavarría J.
Ciencias Veterinarias	Alejandro Santa María S.	Servicios	Franz Dechent A.
Educación	Abelardo Castro H.	Tecnologías de Información	César González C.
Farmacia	Carlos Calvo M.	Otras Direcciones	
Humanidades y Arte	Patricio Oyaneder J.	Contralor	Marcelo San Martín C.
Ingeniería	Joel Zambrano V.	Jefe de Gabinete del Rector	Luis Alarcón L.
Ingeniería Agrícola	José Luis Arumi R.	Prosecretario General	Marco Mosso H.
Medicina	Raúl González R.		
Odontología	Alex Bustos L.		

Los Directores duran cuatro años en sus funciones y se renuevan por grupos de cinco, cada dos años. Este cuerpo colegiado superior dispone de un reglamento para su funcionamiento.

Por su parte, el Consejo Académico Superior es el organismo encargado de formular y evaluar la política universitaria en lo académico y de velar por su cumplimiento. Está integrado por el Rector, el Vicerrector, los Decanos y un representante estudiantil, con derecho a voto. El Secretario General de la Universidad es quien actúa como ministro de fe.

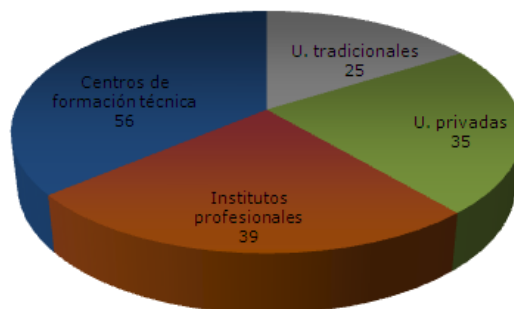
A marzo de 2013, la estructura orgánica de la universidad está conformada de la siguiente manera:



Antecedentes del sistema de educación superior

El sistema de educación superior chileno se compone de universidades tradicionales⁵, universidades privadas, institutos profesionales (IP) y centros de formación técnica (CFT), lo que puede apreciarse en el gráfico siguiente:

Instituciones Educación Superior 2012



⁵ Nombre que usualmente se nomina a aquellas universidades que forman parte del consejo de rectores; en contraposición a la que no pertenecen y que se les denomina informalmente como "universidades privadas".

El sistema de educación superior, junto con mostrar un fuerte crecimiento en el número de matrículas en todos sus niveles, ha evidenciado una tendencia a una mayor concentración por centros de estudios, aun cuando persiste un número elevado de ellos, en particular en lo que se refiere a universidades. El siguiente cuadro muestra la evolución del sistema en ese período⁶:

	N° instituciones		Total matriculados		N° alumnos por institución (promedio)	
	1990	2012	1990	2012	1990	2012
Universidades	60	59	131.702	619.681	2.195	10.503
Institutos Profesionales	81	43	40.006	282.436	494	6.568
Centros de Formación Técnica	161	69	77.774	131.769	483	1.910
Total	302	171	249.482	1.033.886	3.172	18.981

Dentro del apoyo estatal al ámbito universitario, existen diversos aportes, directos o indirectos, desde el Estado a los establecimientos de educación superior; entre ellos destaca el Aporte Fiscal Directo (AFD), recursos que son entregados exclusivamente a universidades que, como la Universidad de Concepción, pertenecen al Consejo de Rectores. También existe el Aporte Fiscal Indirecto, el cual está disponible para todo el sistema educacional y está asociado al número de matriculados con mayores puntajes en la Prueba de Selección Universitaria; asimismo, existen los créditos con aval del Estado y fondos concursables para investigación.

A continuación se presenta la participación de las universidades tradicionales, tanto en AFD como en AFI:

Universidad	AFD 2011 ⁷ Total M\$	Participación AFD año 2011	AFI 2012 Total M\$	Participación AFI año 2012
U. de Chile	30.989.044	19,9%	4.622.892	20,5%
P.U. Católica de Chile	19.630.139	12,6%	4.020.009	17,9%
U. de Concepción	11.592.521	7,4%	1.450.934	6,4%
P.U. Católica de Valparaíso	8.732.890	5,6%	809.354	3,6%
U. Técnica Federico Sta. Maria	8.407.747	5,4%	1.655.437	7,4%
U. de Santiago	9.918.417	6,4%	1.430.864	6,4%
U. Austral	7.629.863	4,9%	376.212	1,7%
U. Católica del Norte	7.434.969	4,8%	331.743	1,5%
U. de Valparaíso	3.175.249	2,0%	548.839	2,4%
U. de Antofagasta	3.057.998	2,0%	151.114	0,7%
U. de la Serena	3.205.390	2,1%	130.651	0,6%
U. de Bio Bio	3.482.769	2,2%	132.225	0,6%
U. de la Frontera	3.904.277	2,5%	397.462	1,8%
U. de Magallanes	1.601.988	1,0%	18.889	0,1%
U. de Talca	9.441.670	6,1%	283.995	1,3%
U. de Atacama	1.443.491	0,9%	26.235	0,1%
U. de Tarapacá	6.173.739	4,0%	45.649	0,2%
U. Arturo Prat	2.083.464	1,3%	19.152	0,1%
U. Metropolitana	3.770.223	2,4%	213.423	0,9%
U. de Playa Ancha	1.819.618	1,2%	28.596	0,1%
U. Tecnológica Metropolitana	2.707.027	1,7%	61.653	0,3%
U. de Los Lagos	2.210.833	1,4%	8.526	0,0%
U. Católica de Maule	1.450.349	0,9%	184.826	0,8%
U. Católica de Temuco	876.562	0,6%	44.075	0,2%
U. C. de la Santísima Concepción	1.029.107	0,7%	145.998	0,6%
Total	155.769.342	100,0%	17.138.754	76,2%

⁶ Según datos del Ministerio de Educación.

⁷ Última información disponible, según información entregada por la corporación, durante 2012 la universidad recibió AFD equivalentes a \$ 12.435 millones.

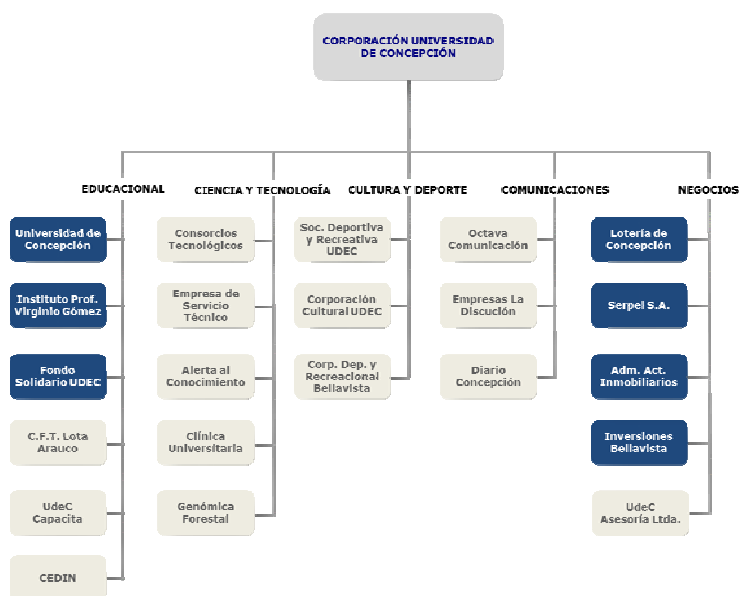
La **Universidad de Concepción** tiene 25.759 alumnos matriculados durante 2012, distribuidos tanto en carreras de pregrado como de postgrado (91,1% y 8,9% del total de matrículas respectivamente). A nivel de pregrado, durante 2012 concentró el 3,8% del total de matrículas universitarias del país (cifra que sube a 8,5% si se considera solo las matrículas de las universidades tradicionales). A nivel de programas de postgrado, la universidad concentra un 4,6% de las matrículas por ese concepto en Chile.

Las matrículas de la universidad han aumentado a una tasa anual promedio en torno al 2,6% durante el período 2008 - 2012, inferior al crecimiento de 5,1% experimentado por el sistema universitario en ese mismo período. Sin embargo, el incremento de sus matrículas ha sido superior al resto de universidades pertenecientes al Consejo de Rectores, que aumentaron su nivel de matrículas en un 2,3% en ese período.

Como se estableció más arriba, el aporte fiscal directo corresponde a una asignación que entrega el Estado, basada principalmente en el aporte histórico, modificándose ligeramente año a año en función de resultados de gestión de la institución. Dado que **Universidad de Concepción** es una de las instituciones más antiguas y tradicionales del país, es una de las que más aportes recibe del Estado, situación que se repite si se considera el aporte fiscal indirecto, lo que da cuenta de la capacidad de la institución de atraer estudiantes destacados y de su posicionamiento en el país y la región.

Antecedentes de la institución

La **Corporación Universidad de Concepción** es propietaria, además de la universidad, de una serie de filiales, dentro de las que se pueden mencionar Lotería de Concepción, Instituto Profesional Virginio Gómez y Centro de Formación Técnica Lota – Arauco, entre otras, las que se pueden ver en el siguiente cuadro:



Las sociedades destacadas en azul, representan más del 95% de los ingresos y activos de la corporación, y son 100% propiedad de esta.

Lotería de Concepción

La Lotería de Concepción fue fundada en 1921 con el fin de generar fondos y sostener la **Universidad de Concepción**. Actualmente comercializa los siguientes productos: KINO tradicional y Mákina, IMÁN cartón y Mákina, Kino5, Raspes, BOLETO Lotería y Tarjetas de Prepago para jugar en www.loteria.cl.

La universidad está autorizada por ley para mantener, realizar y administrar un sistema de sorteos. Bajo este contexto, el derecho otorgado a la universidad no puede ser revocado por la vía administrativa y sólo podría ser caducado o rescindido mediante una ley especial de *quorum* calificado que por su carácter expropiatorio implicaría indemnizar a la universidad por el daño patrimonial causado.

Instituto Profesional Virginio Gómez

El Instituto Profesional Virginio Gómez es una Institución de Educación Superior Autónoma, privada y acreditada. Fue creada en 1989, en honor al doctor Virginio Gómez, uno de los creadores de **Universidad de Concepción**, con el objetivo de preparar profesionales para las áreas de ingeniería en ejecución y tecnologías en construcción.

Actualmente cuenta con más de 10.000 alumnos, distribuidos en más de 40 carreras, en tres sedes ubicadas en Concepción, Chillán y Los Ángeles.

Antecedentes de la Universidad

La universidad cuenta con tres campus, ubicados en las ciudades de Concepción, Chillán y Los Ángeles en los que alberga más de 25.700 alumnos, distribuidos en 91 carreras de pregrado, 55 programas de magister, 22 programas de doctorado y 32 especialidades en el área salud. Durante 2012 se matricularon cerca de 5.000 alumnos dentro de los programas de pregrado, y cerca de 730 alumnos en postgrado.

Los alumnos de pregrado matriculados en 2012 alcanzaron un puntaje promedio de 600,0⁸ puntos en la PSU (607,5 en los últimos cinco años). La mayoría de sus alumnos cursa carreras relacionadas con el área tecnología (19,1%), salud (17,2%) y educación (16,6%). El 70% del alumnado tiene algún tipo de ayuda económica, ya sea a través de becas o créditos (solidario, y con aval del estado).

Por su parte, en 2012, **Universidad de Concepción** contó con una planta de 1.216 académicos dedicación normal equivalente, de los cuales un 73% cuenta con estudios de postgrado.

A continuación se presenta una tabla resumen con aspectos relacionados con la universidad durante el año 2012:

⁸ Promedio ponderado de acuerdo al número de alumnos por carrera.

Área	Matriculas	
	Pregrado	Postgrado
Administración y Comercio	6,9%	7,2%
Arte y Arquitectura	3,3%	0,0%
Ciencias	10,1%	19,4%
Ciencias Sociales	8,8%	10,4%
Derecho	4,8%	2,9%
Educación	16,6%	4,1%
Humanidades	3,4%	8,2%
Recursos Naturales	9,6%	8,6%
Salud	17,2%	19,8%
Tecnología	19,1%	19,2%
Totales	100,0%	100,0%

Zona de influencia

La Región del Bio Bio, donde se encuentra la universidad, cuenta con una superficie de 36.068,7 km², donde residen 1.971.998 habitantes, que representan el 11,9% de la población del país, convirtiéndola en la segunda región más poblada de Chile. Está dividida en cuatro provincias (Arauco, Bio Bio, Concepción y Ñuble), siendo la Provincia de Concepción la más importante⁹.

En 2012, la educación superior en la Región del Bio Bio estaba compuesta por diez centros de formación técnica, quince institutos profesionales, y catorce universidades, que totalizaban más de 136.700 alumnos¹⁰, según se observa en el siguiente cuadro:

⁹ Instituto Nacional de Estadísticas: Resultados Censo de Población y Vivienda 2012.

¹⁰ Datos de 2012 del Consejo Nacional de Educación.

Universidad	Matrícula Total	Instituto Profesional	Matrícula Total	Centro de Formación Técnica	Matrícula Total
Adventista de Chile	1.459	Adventista	99	Alexander Von Humboldt	183
Andrés Bello	3.200	AIEP	5.056	Barros Arana	138
Bolivariana	1.113	C.C.S.	68	CEDUC – UCN	445
U.C. de la Santísima Concepción	10.540	De Los Ángeles	665	CRECIC	209
De Aconcagua	192	De Los Lagos	697	Diego Portales	281
De Concepción	23.468	Del Valle Central	3.669	INACAP	6.807
De Las Américas	4.511	Diego Portales	1.283	Lota-Arauco	1.583
Del Bio Bio	10.792	Duoc UC	4.699	Manpower	52
Del Desarrollo	4.728	Guillermo Subercaseaux	166	Santo Tomás	4.562
Pedro de Valdivia	3.013	INACAP	3.488	SOEDUC Aconcagua	227
San Sebastián	10.139	IPEGE	1.421		
Santo Tomás	3.900	La Araucana	1.569		
Técnica Federico Santa María	2.485	Providencia	3.181		
Tecnológica de Chile INACAP	3.836	Santo Tomás	2.642		
		Virginio Gómez	10.145		
Total Universidades	83.376	Total I.P.	38.848	Total C.F.T.	14.487

Como se puede apreciar, la Corporación concentra el 25,7% de las matrículas de educación superior de la región, y tanto **Universidad de Concepción**, como el Instituto Profesional Virginio Gómez son líderes en cada uno de los formatos en que opera, concentrando el 28% y 26% de las matrículas de la región respectivamente. Esto sin considerar que CFT Lota-Arauco es el tercer centro de formación técnica de la región en cuanto a número de alumnos. También, cabe señalar que en la zona estas instituciones destacan por el prestigio y trayectoria de su propuesta educativa.

La **Universidad de Concepción** está enfocada en programas relacionados con las áreas de tecnología, salud y educación principalmente, que representan la mayor parte de sus matrículas y del sistema de educación superior de la región.

Área	Nivel nacional		Región del Bio Bio		
	Total Educ. Superior	Total Universidades	Total Educ. Superior	Total Universidades	Total UDC
Administración y Comercio	16,7%	12,6%	11,5%	8,7%	6,9%
Arte y Arquitectura	5,2%	4,8%	3,3%	3,0%	3,3%
Ciencias	1,7%	2,8%	2,3%	3,7%	10,1%
Ciencias Sociales	7,9%	9,7%	7,8%	9,0%	8,8%
Derecho	4,0%	6,0%	3,2%	4,9%	4,8%
Educación	13,6%	15,7%	16,9%	18,2%	16,6%
FFAA, Orden y Seguridad	0,5%	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%
Humanidades	1,3%	1,9%	1,2%	1,9%	3,4%
Recursos Naturales	3,0%	3,7%	2,9%	4,1%	9,6%
Salud	19,6%	22,4%	22,7%	25,5%	17,2%
Tecnología	26,5%	20,4%	27,7%	20,9%	19,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

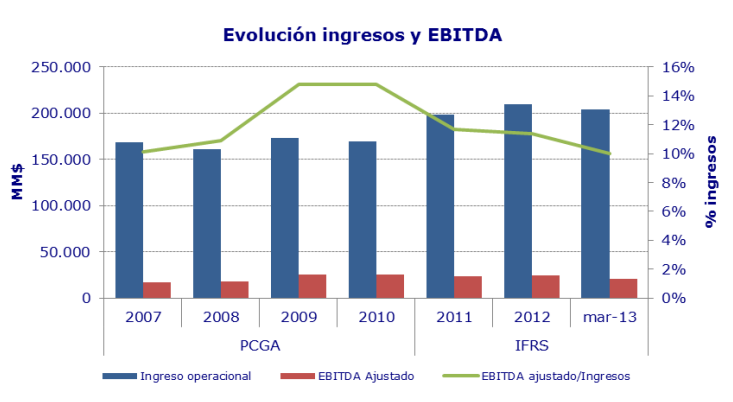
Evolución financiera

A contar del año 2012, **Universidad de Concepción** muestra sus estados financieros bajo normativa contable IFRS, con cifras comparables al período 2011. La información presentada en el siguiente análisis se encuentra con valores actualizados a marzo de 2013, con datos anualizados.

Evolución ingresos

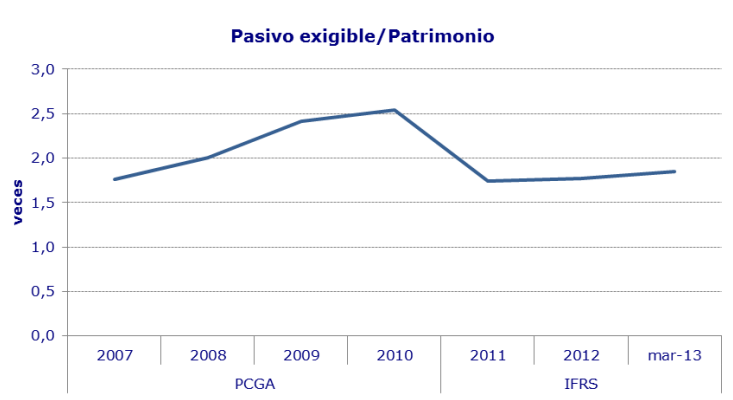
Los ingresos de la universidad se han mantenido relativamente estables, con un fuerte incremento en 2011, aun cuando no son directamente comparables con aquellos registrados en 2010, a consecuencia del cambio en la presentación de estados financieros. Durante el primer trimestre de 2013, los ingresos de la corporación disminuyeron un 20,5% respecto al mismo período del año anterior, lo que se debe principalmente a una menor venta de juegos de Lotería. El EBITDA¹¹ en tanto, alcanzó \$ 23.950 millones, un 3,6% superior respecto al período anterior, lo que se debe básicamente por gastos de administración más elevados, impulsados por un mayor nivel de provisiones y honorarios.

¹¹ Considerando la metodología de cálculo de EBITDA ajustado utilizada por la corporación, corregido a marzo de 2013.



Endeudamiento y liquidez

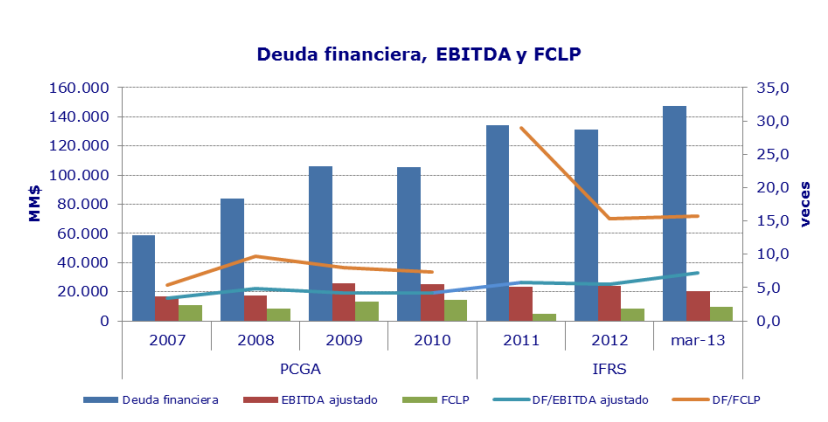
El nivel de endeudamiento -medido como pasivo exigible sobre patrimonio- se mantuvo constante, alcanzando 1,9 veces entre marzo de 2012 y 2013. La disminución en el endeudamiento relativo registrado en 2011 se debe al cambio en la normativa contable de presentación de los estados financieros a IFRS que se tradujo en un fuerte aumento en el valor del patrimonio de la corporación, al cambiar su valoración desde valor histórico a valor justo.



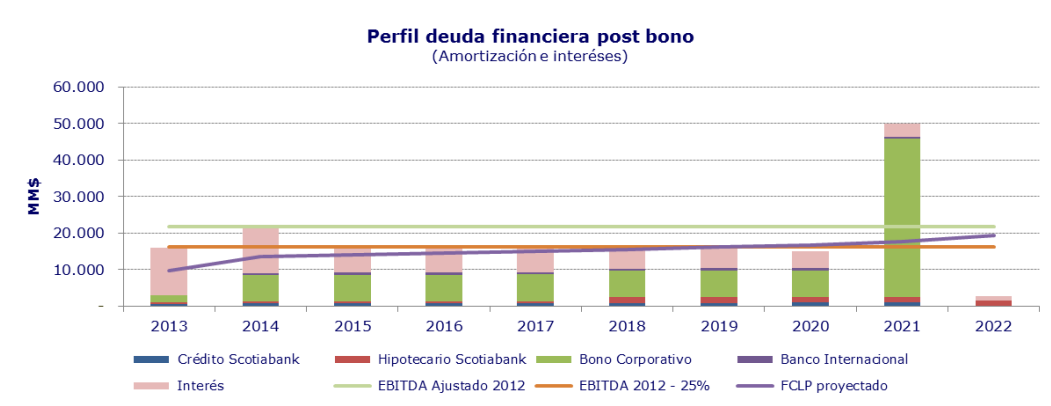
El endeudamiento de la universidad –medido como la relación entre su deuda financiera y el EBITDA– se mantuvo en promedio en 4,1 veces en el período 2007-2010 bajo norma PCGA, aumentando a 5,8 veces en 2011 cuando , como consecuencia del cambio en la normativa contable a IFRS, otras cuentas se clasificaron como deuda financiera. En marzo de 2013, esta razón alcanzó las 7,2 veces, muy superior a las 5,5 veces registradas en diciembre de 2012, y se deben a un aumento de 12,3% en la deuda financiera, producto de un crédito comercial suscrito en enero de 2013 por US\$ 21,8 millones, con vencimiento en enero de 2018.

En cuanto al indicador **Humphreys** -deuda financiera sobre flujo de caja de largo plazo (FCLP, que considera el promedio del flujo de caja disponible antes de inversiones, en función de los niveles de

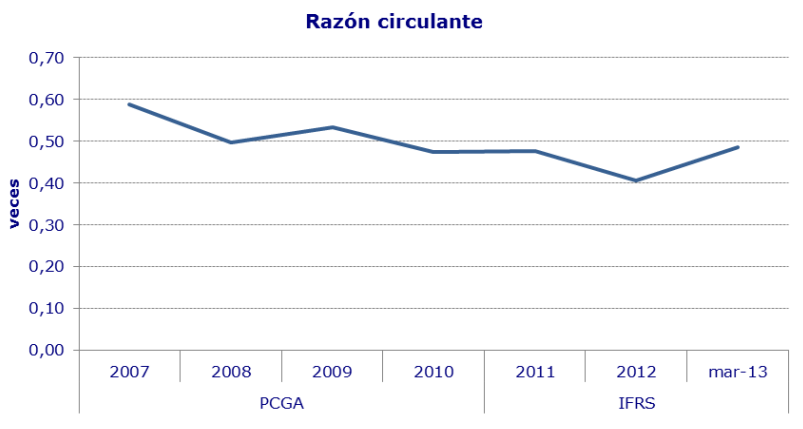
rentabilidad alcanzados históricamente por la universidad) se ubicó en 15,7 veces durante el año terminado en marzo de 2013, superior a las 15,3 veces registradas en 2012.



En el largo plazo, con posterioridad a la colocación del bono por UF 4.200.000, la deuda financiera de **Universidad de Concepción** estará estructurada, en sus siete primeros años, con pagos aceptables en relación su nivel de EBITDA (77% del EBITDA generado por la Corporación en 2012); no obstante, lo más probable es que deberá refinanciar el último vencimiento.

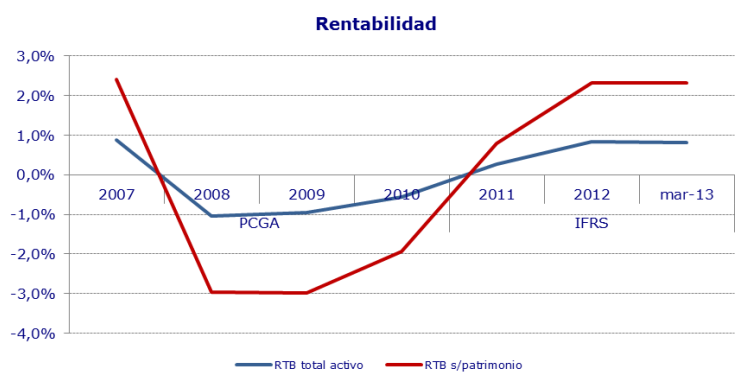


La liquidez de la compañía medida como activo circulante sobre pasivo circulante, ha ido disminuyendo levemente, desde 0,6 a 0,4 veces entre 2007 y 2012, con un leve aumento en los primeros tres meses de 2013 (0,5 veces), producto del crédito comercial mencionado anteriormente, que elevó los niveles de activo circulante en 27,4%.



Rentabilidad

Entre los años 2008 y 2010, la **Universidad de Concepción** arrojó resultados negativos que se tradujeron en índices negativos de rentabilidad total del activo¹² y del patrimonio¹³, llegando a alcanzar niveles de -1,0% y -3,0% de su resultado final en 2008. Desde esa fecha, los resultados de la corporación han mejorado, exhibiendo resultados positivos desde 2011. Ese mismo año, y producto del cambio en la presentación de los estados financieros, la valorización de los activos se incrementó en un 75% (como se mencionó anteriormente, por cambio en la normativa contable a IFRS, desde 2011 se empezó a contabilizar el activo fijo de la compañía a valor justo, a diferencia de la contabilización a valor histórico), lo que impactó negativamente en los niveles de rentabilidad, ya que la aplicación de la nueva normativa hizo disminuir la rentabilidad de los activos desde 2,4% a 0,3% veces, y la rentabilidad sobre el patrimonio de 4,5% a 0,8% en el año 2011. En marzo de 2013, la rentabilidad de los activos alcanzó 0,8%, mientras que la rentabilidad sobre patrimonio fue de 2,3%, casi sin variación respecto al cierre del ejercicio del año anterior. Durante el período analizado, los resultados de la universidad alcanzaron \$ 3.176 millones, un 07% superior respecto a 2012.



¹² Rentabilidad total del activo: Utilidad neta / Activos totales promedio

¹³ Rentabilidad sobre el patrimonio: Utilidad neta / Patrimonio promedio + Interés minoritario promedio

“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.”

Anexo N° 1

Covenants Financieros UDC según Segunda Escritura Rectificatoria al contrato de emisión de Bonos

Nivel de endeudamiento inferior a:

2,45 veces	: Entre el 31-dic-2013 y el 30-jun-2014
2,25 veces	: Entre el 31-dic-2014 y el 30-jun-2015
1,95 veces	: Entre el 31-dic-2015 y el 30-jun-2016
1,75 veces	: Entre el 31-dic-2016 y el 30-jun-2017
1,60 veces	: Entre el 31-dic-2017 y el 30-jun-2018
1,50 veces	: Desde el 31-dic-2018 en adelante

Pasivo financieros netos/EBITDA ajustado inferior a:

9,5 veces	: Entre el 31-dic-2013 y el 30-jun-2014
9,0 veces	: Entre el 31-dic-2014 y el 30-jun-2015
8,0 veces	: Entre el 31-dic-2015 y el 30-jun-2016
7,5 veces	: Entre el 31-dic-2016 y el 30-jun-2017
7,0 veces	: Entre el 31-dic-2017 y el 30-jun-2018
6,0 veces	: Entre el 31-dic-2018 y el 30-jun-2019
5,5 veces	: Entre el 31-dic-2019 y el 30-jun-2020
5,0 veces	: Desde el 31-dic-2020 en adelante

EBITDA ajustado/Gastos financieros superior a:

1,1 veces	: Entre el 31-dic-2013 y el 30-jun-2014
1,5 veces	: Entre el 31-dic-2014 y el 30-jun-2015
1,6 veces	: Entre el 31-dic-2015 y el 30-jun-2016
1,8 veces	: Entre el 31-dic-2016 y el 30-jun-2017
1,9 veces	: Entre el 31-dic-2017 y el 30-jun-2018
2,1 veces	: Entre el 31-dic-2018 y el 30-jun-2019
2,3 veces	: Entre el 31-dic-2019 y el 30-jun-2020
2,5 veces	: Desde el 31-dic-2020 en adelante