



## ACCIÓN DE RATING

7 de marzo, 2019

### Reseña Anual de Clasificación

### RATINGS

#### Corporación Universidad de Concepción

Solvencia	A-
Bonos sin garantía	A-
Bonos con garantía	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	3Q-2018

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

### METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

### CONTACTOS

**Francisco Loyola** +56 2 2896 8205  
Gerente de clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

**Fernando Villa** +56 2 2896 8207  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

**Maricela Plaza** +56 2 2896 8215  
Subgerente Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

## Corporación Universidad de Concepción S.A.

### Informe de Clasificación de Riesgo Anual

#### Resumen

La ratificación del rating de solvencia de [Corporación Universidad de Concepción](#) en categoría A-/Estable se sustenta en un perfil académico de alto estándar, reflejado en los siete años de acreditación que recibió la Universidad de Concepción en el último proceso, situándola dentro de las tres universidades con el máximo de acreditación posible (siete años).

Complementa lo anterior el liderazgo de la universidad en términos de demanda y calidad de sus estudiantes. En este sentido, la evolución de las matrículas de pregrado de primer año continúa creciendo, pero a una tasa inferior a la industria, explicado por la baja creación de nuevas vacantes en esta universidad, respecto al resto de las casas de estudio del Consejo de Rectores, lo que permite, además, conservar su alto puntaje promedio de ingreso.

Otro factor relevante en la clasificación es la diversidad de sus flujos, los que son generados no sólo por el segmento educacional, sino que complementados por Lotería de Concepción. Los flujos del segmento educacional, por su parte, están explicados por matrículas de la universidad, centro de formación técnica, Instituto Profesional, subvenciones, aportes fiscales y Fondo Solidario de Crédito Universitario (FSCU), donde las matrículas son cubiertas mediante gratuidad, fondo solidario, pago directo del alumno, Crédito con Aval del Estado (CAE) y becas fiscales.

Respecto a la situación financiera, se evidencia una tendencia favorable los últimos cinco años en términos de EBITDA y reducción de deuda. Para el caso del EBITDA, el incremento está fuertemente explicado por el crecimiento del segmento de Lotería, dado el cambio de mix de productos, permitiendo con ello, disminuir la variabilidad en su generación de flujos. El desapalancamiento, por su parte, es consecuencia de una estrategia que se inició el 2013 con su primera colocación en el mercado local (serie A) y que continuó los años siguientes, materializándose su segunda colocación de bonos en 2018 (serie B), mediante un instrumento sin garantías y con una menor tasa de interés.

Las características del bono serie B no estipulan condiciones tales que ameriten una clasificación de riesgo distinta a la solvencia del emisor (categoría A-). El bono serie A, por su parte, estipula resguardos adicionales para los tenedores, los que en opinión de ICR, permiten un aumento de tres notches respecto a su clasificación de solvencia.

## Perfil de la Empresa

Corporación Universidad de Concepción (UDEC) corresponde a una corporación de derecho privado cuyos principales segmentos de operación corresponden a educación y juegos de azar, con actividades complementarias en investigación, cultura, deporte, comunicaciones y otros.

El segmento de educación e investigación se desarrolla en la región del Bío Bío (Concepción, Chillán, Los Ángeles y Lota), mediante la Universidad de Concepción, el Instituto Profesional Dr. Virginio Gómez y el Centro de Formación Técnica Lota-Arauco. Los juegos de lotería, por su parte, corresponden a una industria regulada por la Ley 18.568, con sólo dos actores participando por más de 80 años en este mercado, por lo que constituye una rama de negocios estable para la corporación.

La corporación está integrada por dos tipos de socios: activos y cooperadores, que en total corresponden a 565 miembros. Es administrada por un directorio presidido por un rector y compuesto por diez directores elegidos por la junta de socios de entre sus miembros. Este directorio no puede conformarse con socios de categoría Académicos ni tener vínculos laborales o comerciales con la corporación. Los directores duran cuatro años en sus funciones y se renuevan por grupos de cinco, cada dos años.

Durante el año 2018 se designó a Carlos Saavedra como rector y presidente del directorio para el período 2018-2022. Adicionalmente se renovó parcialmente el directorio, incorporándose Germán Acuña, Alberto Larraín, Álvaro Ortiz y Hernán Saavedra en reemplazo de Sergio Arévalo, Enrique Dávila, Jaime García y José Miguel Ortiz. Respecto a la administración, durante enero de este año se anunció el nombramiento de Renato Sepúlveda en el cargo de Gerente Corporativo de Empresas y Finanzas, luego de la renuncia de Mariano Campos a su cargo de Director Ejecutivo de Finanzas Corporativas.

## Industria de Educación Superior en Chile

### Crecimiento constante de los alumnos matriculados en educación superior

En Chile, existen instituciones de formación superior representadas principalmente por universidades, institutos profesionales (IPs) y centros de formación técnica (CFTs). Éstas han presentado un constante crecimiento en el número de matrículas de pregrado a lo largo de los últimos años (2005-2018), principalmente en los Institutos Profesionales (CAGR), según información recolectada por el Consejo Nacional de Educación (CNED).

Respecto a las cifras comparativas 2017-2018, se observa un crecimiento en la matrícula total en universidades (+2,1%) y en CFTs (+0,5%), lo que fue contrarrestado parcialmente por la leve disminución de la matrícula en IPs (-0,4%), tal y como se detalla en el informe preparado por ICR ([febrero 2019](#)).

## SOCIOS

**Socios activos:** Pueden ser de dos tipos:

- **Académicos**, de cualquiera de las tres más altas jerarquías de la Universidad de Concepción, que tengan un año o más de servicios en la casa de estudios y con contrato indefinido por media jornada o más.
- **Personas**, sean jurídicas o naturales, que no tengan la calidad de académico ni vínculo laboral con la universidad.

**Socios cooperadores:** Corresponden a personas naturales o jurídicas, a quienes el directorio acepte como miembros en virtud de un aporte significativo a la Universidad.

Fuente: Elaboración propia con información de la compañía.

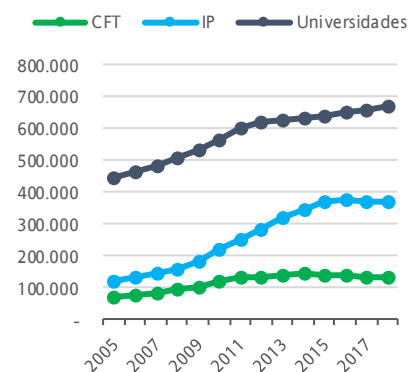
## DIRECTORIO

Carlos Saavedra R.	Presidente
Alberto Larraín P.	Director
Hernán Ascui I.	Director
Daniel González C.	Director
Mario Parada A.	Director
Germán Acuña G.	Director
Jorge Israel Q.	Director
Claudio Rocuant C.	Director
Hernán Saavedra A.	Director
Alfredo Meneses O.	Director
Álvaro Ortiz V.	Director

Fuente: Elaboración propia con información de CMF.

### Tendencia de matrículas totales en CFTs, Universidades e IPs continúa positiva en los últimos 13 años

Evolución matrícula total educación superior (N°)



Fuente: Consejo Nacional de Educación

## Clasificación de riesgo del negocio: A-

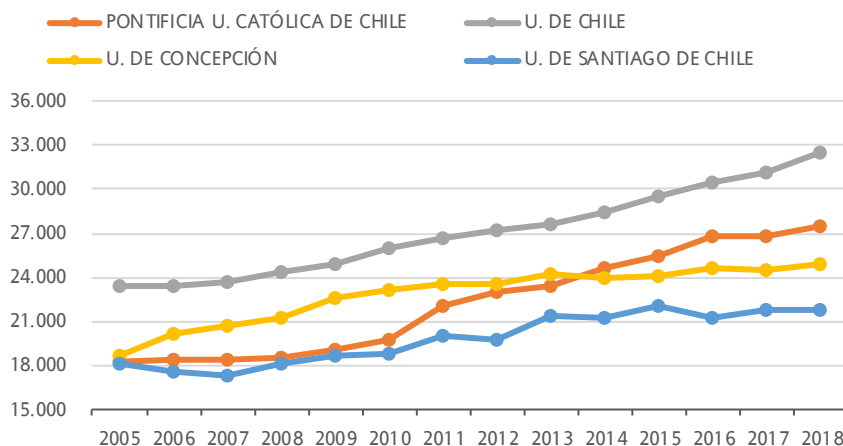
### Segmento educación con altos estándares de calidad

Universidad de Concepción corresponde a una de las instituciones mejor evaluadas en términos de calidad de la educación, lo que se encuentra acreditado por la Comisión Nacional de Acreditación (CNA). La casa de estudios es una de las tres universidades chilenas que cuenta con la máxima acreditación posible (siete años), en las cinco áreas evaluadas: docencia de pregrado, docencia de postgrado, gestión institucional, investigación y vinculación con el medio.

En opinión de ICR, lo anterior asegura la continuidad operacional de la casa de estudios, en el sentido que las matrículas no deberían disminuir significativamente los siguientes años, conforme esta acreditación continúe siendo relevante para optar a beneficios estudiantiles.

### Continúa crecimiento de matrículas totales en UDEC y en instituciones de sobre 20.000 alumnos

Evolución matrículas totales en universidades con sobre 20.000 alumnos (N°)



Fuente: Consejo Nacional de Educación (CNE)

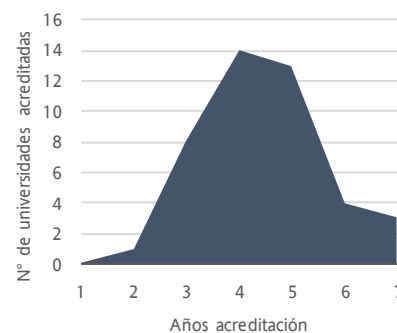
Al observar la evolución de las matrículas de UDEC, se tiene que dentro del período evaluado las matrículas totales crecieron 2,2% (CAGR<sub>2005-2018</sub>), por sobre el grupo de universidades CRUCH (+1,8% CAGR<sub>2005-2018</sub>), pese a la mayor base de comparación de 2018 producto de la creación de dos nuevas universidades (universidades de Aysén y O'Higgins). Complementario a lo anterior, indicadores de docencia indican que UDEC se encuentra mejor posicionada que el promedio de las universidades CRUCH.

### UDEC continúa dentro de los líderes en términos de demanda y calidad de los estudiantes matriculados

La evolución de las matrículas de pregrado de primer año indica que UDEC ha tenido una tasa de crecimiento anual compuesto de 1,2% en los últimos 13 años, levemente por debajo del promedio de la industria (+2,4%), aun cuando UDEC normalmente no incrementa significativamente los cupos disponibles para primer año, en contraposición del resto de sus pares que para ciertas carreras han duplicado los cupos ofrecidos. Así, dentro de las universidades de sobre 20.000 alumnos totales, Pontificia Universidad Católica incrementó sus vacantes 3,0% CAGR<sub>2005-2018</sub>, Universidad de Chile lo hizo 2,4% y Universidad de Santiago 3,8%, mientras que UDEC sólo creció 0,6%.

### UDEC dentro de las universidades que lideran en años de acreditación

Número de universidades acreditadas en cada año (incluye 43 instituciones)



Fuente: Comisión Nacional de Acreditación

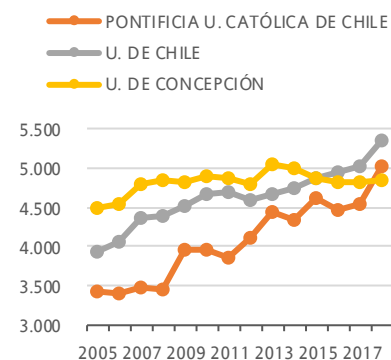
### INDICADORES ACADÉMICOS DE UNIVERSIDADES CON SIETE AÑOS DE ACREDITACIÓN

	Horas académico por estudiante	Matrícula total / N° académicos JC	N° acad. Postgrado / N° acad. JC
PUC	2,52	17,46	0,70
U. Chile	2,59	17,02	0,70
UDEC	2,33	18,85	0,80
Promedio	2,13	21,99	0,71

Nota: promedio excluye PUC, U de Chile y UDEC.  
Fuente: Elaboración propia con información de CNED.

### Estabilidad en el número de vacantes de UDEC, en contraposición a sus instituciones pares

Evolución de vacantes por universidad con 7 años de acreditación

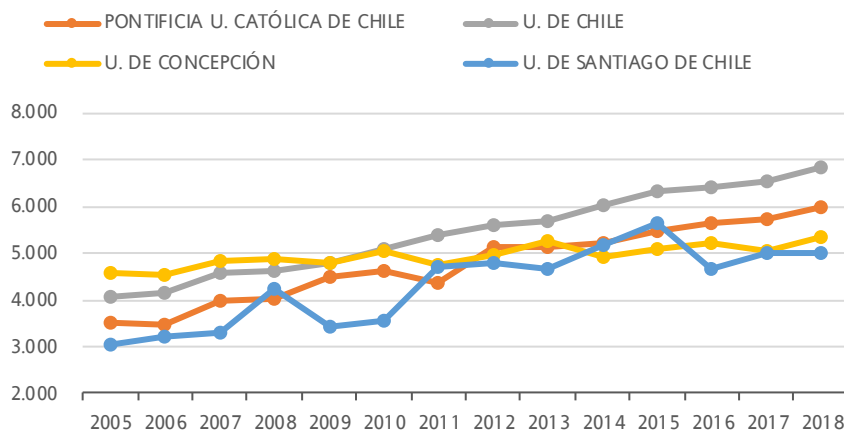


Fuente: Consejo Nacional de Educación

Respecto a los alumnos, UDEC se ubica dentro de las primeras universidades CRUCH con un mayor puntaje promedio de ingreso, por detrás de Pontificia Universidad Católica, de Universidad de Chile, Universidad de Santiago y muy cercana a Universidad de Talca.

**Destaca el continuo crecimiento de matrículas de primer año en UDEC, aun cuando normalmente los cupos totales no se incrementan significativamente año a año**

Evolución matrículas primer año en universidades con sobre 20.000 alumnos (N°)



Fuente: Consejo Nacional de Educación (CNED)

En opinión de esta clasificadora, la universidad mantiene una alta demanda de estudiantes con un puntaje promedio de PSU relativamente alto a nivel nacional y alto dentro del área de influencia, lo que reflejaría una demanda estable de alumnos para los próximos años.

**Tamaño de UDEC se mantiene alto, pese al bajo aumento de sus vacantes**

UDEC es una de las universidades CRUCH con mayor número de matrículas totales y de primer año, siendo la tercera más grande dentro de las universidades a nivel nacional, pero con una participación relevante dentro de su área de afluencia. Este *market share* ha tendido a disminuir parcialmente entre 2005 y 2018 producto de la baja tasa de crecimiento de sus vacantes respecto al resto de las universidades del CRUCH.

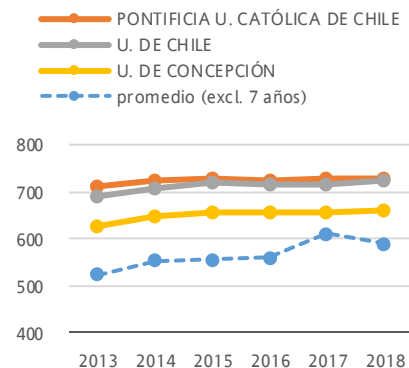
La institución está localizada en las ciudades de Concepción, Chillán y Los Ángeles, principales urbes en el sur de Chile (Región del Bío Bío). Si bien existen otras universidades en la región, UDEC suele tener una gran demanda de postulantes, lo que entrega estabilidad a los flujos de la corporación.

**Flujos altamente diversificados, con matrículas de la universidad provenientes de varias fuentes de financiamiento**

Influye positivamente en la clasificación de riesgo de UDEC la diversificación de sus flujos. Si bien la universidad corresponde al flujo histórico percibido, participa también en educación mediante el Instituto Profesional Dr. Virginio Gómez y el Centro de Formación Técnica Lota-Arauco, por medio de financiamiento de aranceles vía gratuidad, pago de alumnos, fondo solidario, crédito con aval del Estado y becas fiscales.

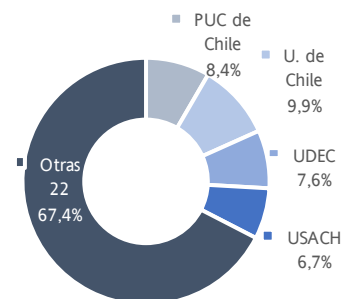
Adicionalmente, la corporación participa en el segmento de juegos de lotería que sirve de apoyo financiero a sus obligaciones y que durante los últimos años ha tenido cambios de estrategia con la finalidad de mitigar variabilidades en los flujos. Este cambio de estrategia, que implica una mayor oferta al cliente en contraposición a la volatilidad que

**UDEC dentro de las universidades que lideran en puntajes promedio de ingreso a la universidad**  
Evolución puntaje promedio por universidad con siete años de acreditación (puntos)



Fuente: Consejo Nacional de Educación

**Participación de mercado de UDEC se mantiene alta, pese al escaso incremento en vacantes**  
*Market share* 2018, respecto a matrículas totales (%)

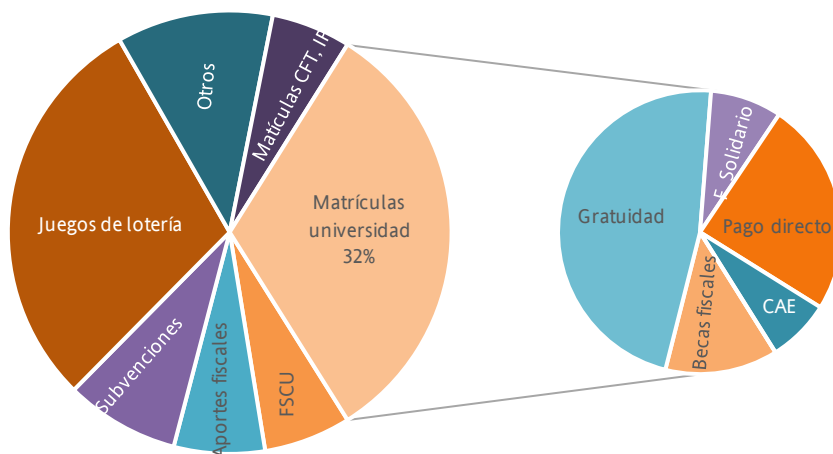


Fuente: Consejo Nacional de Educación

generaba la dependencia exclusiva a un mix específico de juegos, le otorgan cierta liquidez y estabilidad para hacer frente a sus obligaciones financieras y compensar eventuales déficits operacionales que pueda tener la universidad (o descálces en su flujo por retrasos en los pagos provenientes desde el Ministerio de Hacienda).

Alta diversificación de ingresos mitigaría, en parte, la eventual contracción de alguno de sus segmentos de negocio

Composición de ingresos a septiembre 2018



Fuente: Estados financieros Corporación Universidad de Concepción

Finalmente, la corporación cuenta con terrenos prescindibles, destinados (eventualmente) a venta y/o desarrollo de proyectos inmobiliarios. Estas propiedades son calificadas positivamente por ICR, al tratarse de activos prescindibles que podrían otorgarle liquidez adicional, de ser necesario (sin alterar el desarrollo normal de sus operaciones).

### Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

#### Situación financiera continúa fortaleciéndose, pese al cambio de mix en el financiamiento de las matrículas de pregrado

A septiembre de 2018, los ingresos de Corporación Universidad de Concepción aumentaron 5,5% respecto al mismo período del año anterior, derivado principalmente del mayor ingreso proveniente de las matrículas de la universidad (+7,2%) y del FSCU (+71,7%), lo que fue parcialmente contrarrestado por la disminución de las matrículas del Instituto Profesional (-13,5%).

Influyó positivamente en la variación de las matrículas de la universidad, los mayores recursos provenientes de la gratuidad (+21,8%), que no fue contrarrestado del todo por la disminución de becas fiscales de pregrado (-19,8%) y fondo solidario (-19,9%).

En términos de EBITDA<sup>1</sup> éste tuvo una variación positiva de 33,5% a septiembre de 2018 respecto al mismo período del año anterior (+8,2% si se considera el EBITDA ajustado<sup>2</sup> del FSCU), influido tanto por los mayores ingresos operacionales ya mencionados, como por la leve disminución del costo de venta influido por la prescripción de premios en Lotería de Concepción.

Lo anterior, no alcanzó a ser contrarrestado del todo por el aumento en los gastos de administración asociados principalmente a gastos en publicidad y comisiones por venta

### LOTERÍA DE CONCEPCIÓN

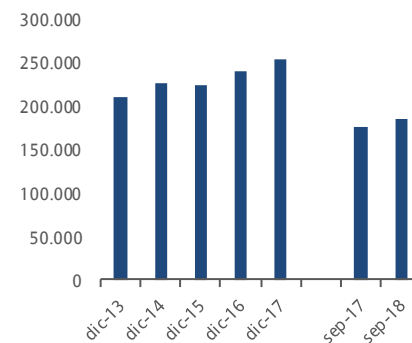
La Lotería de Concepción fue fundada en 1921 como una forma de ayudar económicamente a la Universidad de Concepción en sus primeros años de funcionamiento.

A partir de 1925 se comienza a legislar sobre los sistemas de lotería, siendo a la fecha, la Ley 18.568 la que establece normas sobre la Lotería de Concepción. Esta legislación autoriza a la UDEC a mantener, realizar y administrar un sistema de sorteos de lotería. Del valor total de los boletos que se emitan en cada sorteo debe destinarse el 60% para premios y del 5% del valor total de los boletos vendidos en cada sorteo, se deberá distribuir el 5% a instituciones ya establecidas.

Los juegos de lotería es una industria regulada por ley, con sólo dos actores participando por más de 90 años en este mercado, por lo que constituye una rama de negocios estable para la corporación.

#### Ingresos consolidados crecen, impulsados principalmente por el segmento educación

Evolución ingresos consolidados (MM\$)



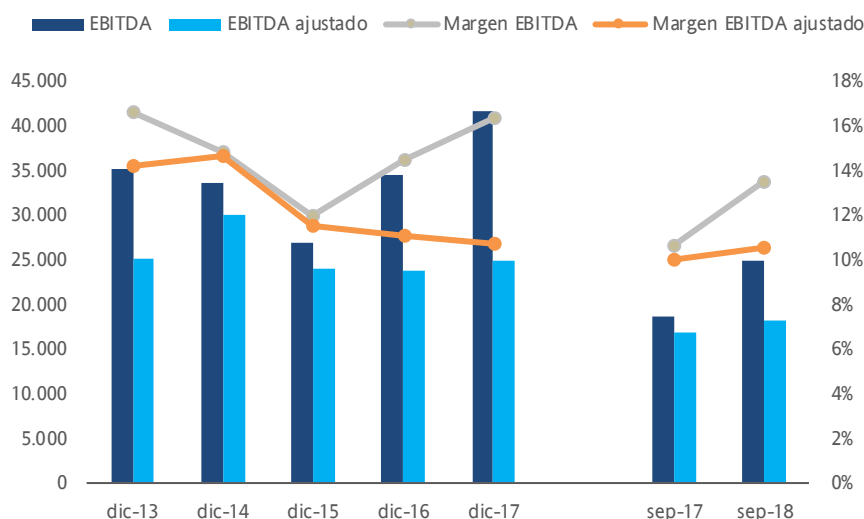
Fuente: Estados financieros septiembre 2018

en el segmento de lotería. Adicionalmente, es relevante mencionar que el año 2017 corresponde a una alta base de comparación en costos y gastos, dado que se incluía un bono por negociación colectiva. Consecuente con lo anterior, el margen EBITDA<sup>3</sup> aumentó desde 10,7% (septiembre de 2017) hasta 13,5% (septiembre de 2018) y desde 10,0% hasta 10,5% en los mismos períodos de medición, si considera el margen EBITDA ajustado<sup>4</sup>.

Este crecimiento de EBITDA estuvo influido por los tres segmentos de negocios declarados por la corporación, donde los dos principales, esto es educación y juegos de lotería, crecieron 89,2% y 10,5%, respectivamente entre septiembre de 2017 y de 2018.

**EBITDA de 2013 creció por sobre 30% a septiembre de 2018 (anualizado)**

Evolución EBITDA, EBITDA ajustado y márgenes



Fuente: Elaboración propia con información de CMF

En términos de resultados, la corporación cerró los primeros nueve meses de 2018 con una ganancia de \$8.998 millones, lo que representa un crecimiento de 141,2% respecto al mismo período del año anterior, explicada principalmente por la menor pérdida de última línea en el segmento educación (+44%) y la mayor utilidad del segmento juegos de lotería (+10,6%), lo que evidencia la relevancia operacional que ha tenido históricamente para UDEC la explotación de juegos de azar.

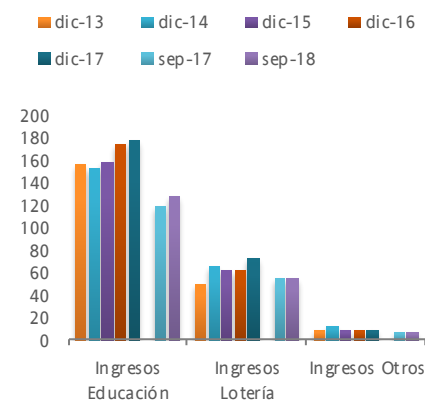
**Iniciativas financieras han permitido quitarle presión al calendario de amortización de corto plazo, reducir el costo de fondos y disminuir el stock de deuda**

Desde diciembre de 2013 hasta septiembre de 2018, la compañía disminuyó su deuda financiera desde \$159.025 millones hasta \$130.396 millones, evidenciando claramente su tendencia al desapalancamiento, lo que influyó positivamente en su cambio de clasificación materializado en **octubre de 2017** por parte de esta clasificadora.

Este desapalancamiento es la consecuencia de la estrategia financiera iniciada por la corporación en 2013 y que durante 2018 se materializó mediante la colocación de un nuevo bono local que, a diferencia de su primer bono, no estipula garantías, según se detalla en el **informe de nuevo instrumento** emitido por ICR. Los fondos recaudados de esta colocación fueron destinados en su totalidad a refinanciamiento de pasivos, de modo tal de levantar ciertas garantías y disminuir su costo promedio de fondos.

**Segmento educación continúa creciendo, pese a bajas tasas de aumento en sus vacantes**

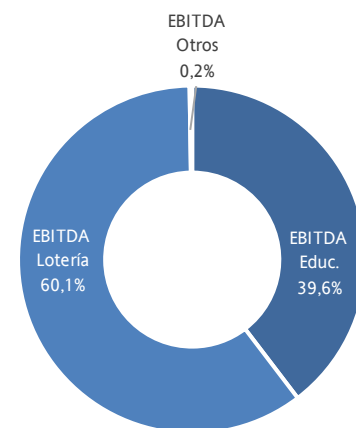
Evolución ingresos por segmentos de negocio (MMM\$)



Fuente: Estados financieros

**Pese a que el segmento educación es el principal aportante de ingresos, Lotería de Concepción aporta con la mayor parte del EBITDA**

Composición EBITDA a septiembre 2018



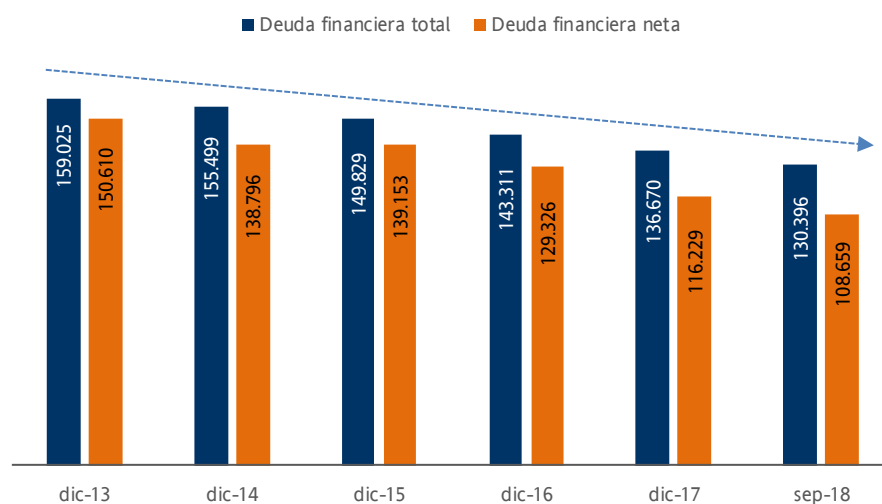
Fuente: Estados financieros septiembre 2018

Respecto a este último punto, los gastos financieros han disminuido significativamente desde 2013, período en el cual la corporación registró gastos financieros por \$20.531 millones, mientras que a septiembre de 2018 los gastos financieros anualizados fueron de \$11.134 millones, lo que, en conjunto con el aumento del EBITDA en los mismos períodos de medición, ha permitido un aumento relevante en la cobertura de sus gastos financieros.

Según las estimaciones de ICR, los gastos financieros durante los próximos períodos deberían continuar disminuyendo conforme la corporación continúe con su estrategia de desapalancamiento y en la medida que se refleje la totalidad del ahorro en gastos financieros como consecuencia de la última colocación de bonos y de los prepagos correspondientes.

**Disminución relevante del stock de deuda en los últimos cinco años**

Evolución deuda financiera (MM\$)



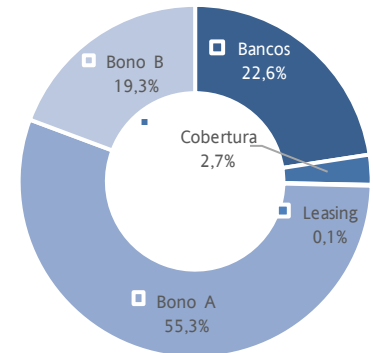
Fuente: Elaboración propia con información de la CMF

Así, esta estrategia financiera que ha seguido la administración permitiría dejar a la corporación en una mejor posición para hacer frente al refinanciamiento de su bono serie A que tiene un vencimiento relevante en noviembre de 2021 y que corresponde al período de mayor presión financiera para esta compañía.

Según las estimaciones de ICR, la corporación cubriría con suficiente holgura sus obligaciones financieras de los siguientes doce meses<sup>5</sup>, como consecuencia tanto del mayor EBITDA generado en el año como de la reestructuración de su deuda, que le quita presión al calendario de pago de corto plazo.

Menor dependencia a bancos le otorga mayor flexibilidad para cubrir eventuales retrasos de los fondos fiscales mediante deuda de corto plazo

Composición deuda financiera (%)



Fuente: Estados financieros septiembre 2018

**Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación**

Indicadores (N° de veces)	2013	2014	2015	2016	2017	Sep-17	Sep-18
Endeudamiento total <sup>6</sup>	1,89	1,98	1,76	1,47	1,38	1,49	1,36
Endeudamiento financiero <sup>7</sup>	1,10	1,05	0,93	0,71	0,61	0,66	0,56
Endeudamiento financiero neto <sup>8</sup>	1,04	0,94	0,86	0,64	0,52	0,59	0,47
Endeudamiento financiero neto ajustado <sup>9</sup>	1,91	1,96	1,72	1,18	1,07	1,13	1,04
Deuda financiera <sup>10</sup> / EBITDA	4,53	4,61	5,54	4,13	3,27	3,98	2,72
Deuda financiera neta <sup>11</sup> / EBITDA	4,29	4,12	5,14	3,73	2,78	3,55	2,26
Deuda financ. ajust. neta <sup>12</sup> / EBITDA ajust.	5,70	4,78	5,88	5,64	5,12	4,69	4,61
Cobertura gastos financieros <sup>13</sup>	1,71	2,56	2,32	3,03	3,77	1,68	2,25
Cobertura gastos financieros netos <sup>14</sup>	1,98	3,38	2,98	3,87	4,94	3,98	6,09
Cobertura gastos financieros ajustados <sup>15</sup>	1,59	2,63	2,65	2,70	3,01	3,19	3,37
Razón circulante <sup>16</sup>	0,79	1,11	1,08	1,05	1,09	0,94	1,07

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

**Perfil de pago, según cifras a septiembre 2018 (MM\$)**

Obligaciones (MM\$)	1año	1-2 años	2-3 años	3-4 años	4-5 años	+5 años	Total
Bancos	5.932	4.631	4.386	4.818	6.695	2.963	29.425
Cobertura	124			2.735		719	3.578
Leasing	109						109
Bono A	8.620	8.397	8.428	46.643			72.088
Bono B	2.020	1.964	1.972	1.979	1.969	15.272	25.176
<b>TOTAL</b>	<b>16.805</b>	<b>14.992</b>	<b>14.786</b>	<b>56.175</b>	<b>8.664</b>	<b>18.954</b>	<b>130.376</b>

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

**Metodología de clasificación**

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.



## Instrumentos clasificados

### Bonos corporativos

La corporación mantiene vigentes dos series de bonos – A y B –, colocadas el 2013 y 2018, respectivamente. Ambos bonos tuvieron como objetivo el refinanciamiento de pasivos financieros, de modo tal de extender la duración de su deuda. De esta manera, se le quitó presión al calendario de amortización de corto plazo y se diversificaron las fuentes de financiamiento, permitiendo ir desapalancando paulatinamente a la compañía.

Dadas las características específicas de ambos instrumentos, su clasificación de riesgo difiere, lo que significa que la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, estipulan condiciones tales, que en opinión de ICR ameritan una clasificación de riesgo del instrumento (serie A) distinta a la solvencia del emisor dado que estos resguardos permiten que el instrumento cuente con una muy alta capacidad de pago en los términos y plazos pactados.

#### Principales características series de bonos vigentes

	Serie A	Serie B
N° de inscripción	770 (monto fijo)	878 (línea)
Fecha inscripción	22-nov-13	12-ene-18
Plazo (años)	7,92	7,83
Monto inscrito	UF 4.200.000	UF 1.000.000
Monto colocado	UF 4.200.000	UF 993.684
Deuda vigente	UF 2.555.368	UF 917.895
Tasa emisión (%)	5,90%	4,0%
Garantía	Contempla	No contempla
Vencimiento	10-nov-21	10-dic-25

Fuente: Elaboración propia con información CMF y LVA Índices

Las emisiones de las series tienen en común los siguientes resguardos, los cuales se ajustan, según escritura, en diciembre de cada año, y son medidos semestralmente.

#### Principales resguardos financieros bonos vigentes

Covenant	Exigencia	Jun-18	Sep-18 <sup>17</sup>
Pasivos financieros netos <sup>18</sup> / patrimonio ajustado <sup>19</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Al 4Q-2017 y 2Q-2018 &lt;= 1,6 veces.</li> <li>Al 4Q-2018 en adelante &lt;= 1,5 veces (medidos en diciembre y junio).</li> </ul>	1,11	1,04
Pasivos financieros netos / EBITDA ajustado	<ul style="list-style-type: none"> <li>Al 4Q-2017 y 2Q-2018 &lt;= 7,0 veces.</li> <li>Al 4Q-2018 y 2Q-2019 &lt;= 6,5 veces.</li> <li>Al 4Q-2019 y 2Q-2020 &lt;= 6,0 veces.</li> <li>Al 4Q-2020 en adelante &lt;= 5,5 veces (medidos en diciembre y junio).</li> </ul>	4,74	4,61
EBITDA ajustado / gastos financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>Al 4Q-2017 y 2Q-2018 &gt;= 1,9 veces.</li> <li>Al 4Q-2018 y 2Q-2019 &gt;= 2,1 veces.</li> <li>Al 4Q-2019 y 2Q-2020 &gt;= 2,3 veces.</li> <li>Al 4Q-2020 en adelante &gt;= 2,5 veces (medidos en diciembre y junio).</li> </ul>	3,31	3,37

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

#### GARANTÍAS BONO SERIE A

**Cuenta reserva y prenda mercantil sobre dineros de la cuenta reserva e inversiones permitidas:** Cuenta especial (contable o de pago) que mantiene la compañía hasta el séptimo año de la fecha de colocación equivalente en pesos a UF 319.000. Estos fondos serán destinados al pago de los cupones sólo en el caso que el banco pagador no reciba los fondos necesarios para el pago del bono de parte del emisor.

**Prenda sin desplazamiento sobre flujos educacionales posteriores a la fecha de colocación:** Los flujos educacionales, provenientes de matrículas y aranceles de pregrado, fondo solidario de crédito universitario y aportes fiscales directos, son recaudados por una institución bancaria establecida para ser destinados al pago de los cupones.

**Prenda sin desplazamiento sobre flujos futuros:** Los flujos futuros, provenientes de Lotería de Concepción quedan prendados hasta el pago íntegro del bono y pueden ser utilizados para el pago del mismo, en caso de incumplimiento por parte del emisor.

**Hipotecas:** El emisor constituyó hipoteca de primer grado, y prohibición de gravar y enajenar, sobre 24 propiedades..

## Evolución de ratings

### Evolución clasificaciones solvencia y bonos

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bono serie A	Clasificación bono serie B	Tendencia	Motivo
30-abr-13	BBB+	A+	-	Estable	Primera clasificación
31-mar-14	BBB+	A+	-	Estable	Reseña anual
31-mar-15	BBB+	A+	-	Estable	Reseña anual
29-feb-16	BBB+	A+	-	Estable	Reseña anual
28-feb-17	BBB+	A+	-	Estable	Reseña anual
13-oct-17	A-	AA-	-	Estable	Cambio de clasificación
19-oct-17	A-	-	A-	Estable	Nuevo instrumento
28-feb-18	A-	AA-	A-	Estable	Reseña anual
28-feb-19	A-	AA-	A-	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

## Definición de categorías

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

La subcategoría “+/-” denota una mayor/menor protección dentro de la categoría.

## ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	sep-17	sep-18
Activos corrientes	75.294	81.315	77.913	87.415	104.086	87.623	98.392
Activos no corrientes	341.270	361.451	368.168	413.128	428.921	426.008	447.254
Activos totales	416.565	442.766	446.082	500.543	533.008	513.631	545.646
Efectivo y equivalentes	8.415	16.703	10.676	13.984	20.441	14.404	21.737
Otros activos financieros corrientes	30.365	28.248	28.279	30.046	28.713	31.204	25.498
Pasivos corrientes	95.011	73.093	71.824	83.332	95.780	93.630	91.998
Pasivos no corrientes	177.227	221.292	212.763	214.728	213.288	213.403	222.115
Pasivos totales	272.238	294.385	284.587	298.060	309.068	307.033	314.113
Deuda financiera corriente	52.077	18.976	17.255	18.962	21.825	18.727	16.806
Deuda financiera no corriente	106.948	136.523	132.574	124.349	114.845	117.237	113.590
Deuda financiera total	159.025	155.499	149.829	143.311	136.670	135.965	130.396
Deuda financiera neta	150.610	138.796	139.153	129.326	116.229	121.560	108.659
Patrimonio	144.326	148.381	161.495	202.483	223.940	206.598	231.533
Ingresos de explotación	210.898	227.073	225.112	239.468	255.009	176.024	185.777
Gastos financieros netos	17.769	9.985	9.088	8.951	8.454	6.131	5.561
Gastos financieros netos 12 meses	17.769	9.985	9.088	8.951	8.454	8.582	7.883
Resultado del ejercicio después de impuestos	6.754	7.075	1.716	10.777	20.957	3.731	8.998
Costo financiero por obligaciones bancarias y otros préstamos	15.779	11.410	9.064	8.847	8.284	6.277	5.808
Razón circulante (N° de veces)	0,79	1,11	1,08	1,05	1,09	0,94	1,07
Endeudamiento total (N° de veces)	1,89	1,98	1,76	1,47	1,38	1,49	1,36
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,10	1,05	0,93	0,71	0,61	0,66	0,56
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	1,04	0,94	0,86	0,64	0,52	0,59	0,47
EBITDA	35.134	33.723	27.055	34.664	41.745	18.748	25.027
Margen EBITDA (%)	16,7%	14,9%	12,0%	14,5%	16,4%	10,7%	13,5%
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	1,98	3,38	2,98	3,87	4,94	3,98	6,09
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	4,53	4,61	5,54	4,13	3,27	3,98	2,72
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	4,29	4,12	5,14	3,73	2,78	3,55	2,26
Subtotal para garantizar operaciones de financiamiento	15.863	11.936	8.292	8.633	8.892	8.828	9.085
Pasivos financieros netos	143.163	143.563	141.537	134.678	127.778	127.136	121.311
Pagarés del fondo solidario de crédito universitario corriente	5.213	4.259	6.884	8.436	11.246	3.679	7.302
Pagarés del fondo solidario de crédito universitario no corriente	64.004	70.861	72.158	80.322	93.499	90.877	107.441
Patrimonio ajustado	75.110	73.262	82.454	113.724	119.195	112.042	116.790
Pasivo financiero neto / patrimonio ajustado (N° de veces)	1,91	1,96	1,72	1,18	1,07	1,13	1,04
EBITDA ajustado	25.113	30.015	24.060	23.859	24.937	16.912	18.291
Provisiones-condonaciones FSCU	24.181	19.333	14.125	13.040	4.933	5.040	5.073
Fondo Solidario de Crédito Universitario	34.202	23.041	17.121	23.845	21.741	6.876	11.809
Deuda financiera neta ajustada / EBITDA ajustado (N° de veces)	5,70	4,78	5,88	5,64	5,12	4,69	4,61
Cobertura de gastos financieros ajustados (N° de veces)	1,59	2,63	2,65	2,70	3,01	3,19	3,37

<sup>1</sup> EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración y ventas + depreciación y amortización.

<sup>2</sup> EBITDA ajustado = EBITDA + provisiones/condonaciones Fondo Solidario de Crédito Universitario – ingreso correspondiente a Fondo Solidario de Crédito Universitario.

<sup>3</sup> Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de actividades ordinarias.

<sup>4</sup> Margen EBITDA ajustado = EBITDA ajustado / ingresos de actividades ordinarias sin Fondo Solidario de Crédito Universitario.

<sup>5</sup> Cobertura del servicio de la deuda = (EBITDA + caja – capex – impuestos, proyectados) / obligaciones financieras próximos 12 meses (incluye capital e interés).

<sup>6</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

<sup>7</sup> Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / patrimonio total.

<sup>8</sup> Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / patrimonio total.

<sup>9</sup> Endeudamiento financiero neto ajustado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – subtotal para garantizar operaciones de financiamiento, contenido en la nota de efectivo y equivalentes) / (patrimonio total – pagarés del Fondo Solidario de Crédito Universitario corto y largo plazo, contenidos en la nota de administración de riesgos que surgen de instrumentos financieros).

<sup>10</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

<sup>11</sup> Deuda financiera neta = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes.

<sup>12</sup> Deuda financiera neta ajustada = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – subtotal para garantizar operaciones de financiamiento, contenido en la nota de efectivo y equivalentes.

<sup>13</sup> Cobertura de gastos financieros = costos financieros anualizados / EBITDA anualizado.

<sup>14</sup> Cobertura de gastos financieros netos = (costos financieros – ingresos financieros, anualizados) / EBITDA anualizado.

<sup>15</sup> Cobertura de gastos financieros ajustados = (Costo financiero por obligaciones bancarias y otros préstamos, contenido en la nota de costos y gastos financieros) / EBITDA ajustado.

<sup>16</sup> Razón circulante = activo circulante / pasivo circulante.

<sup>17</sup> Mediciones a septiembre de 2018 sólo se presentan a modo de referencia, dado que las mediciones formales son sólo a junio y diciembre de cada año.

<sup>18</sup> Pasivos financieros netos = definición según nota 11 de este informe.

<sup>19</sup> Patrimonio ajustado = patrimonio total – pagarés del Fondo Solidario de Crédito Universitario corto y largo plazo, contenidos en la nota de administración de riesgos que surgen de instrumentos financieros.

*La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntaria-mente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.*