



ACCIÓN DE RATING

07 de noviembre, 2019

[Reseña anual de clasificación](#)

RATINGS

Corporación Universidad de Concepción S.A.

Solvencia	A-
Bonos sin garantía	A-
Bonos con garantía	AA-
Tendencia	Estable
Estados financieros	2Q-2019

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

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Andree Palet +56 2 2896 8206
Analista de Corporaciones
apalet@icrchile.cl

Corporación Universidad de Concepción S.A.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría A-/Estable, la solvencia y bonos sin garantías de Corporación Universidad de Concepción S.A. y en categoría AA-/Estable sus bonos con garantía.

La ratificación 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 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, con un aporte significativo al flujo de la corporación. 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 principalmente mediante gratuidad, fondo solidario, pago directo del alumno, Crédito con Aval del Estado (CAE) y becas fiscales.

Un factor relevante de esta compañía es el desapalancamiento que ha mostrado los últimos años y que es consecuencia de una estrategia que se inició el 2013 con su primera colocación de bonos en el mercado local (serie A) y que continuó los años siguientes, materializándose su segunda colocación en 2018 (serie B), mediante un instrumento sin garantías y con una menor tasa de interés.

Dado que mantiene una nueva línea de bonos en proceso de inscripción, podrían materializarse nuevas colocaciones los próximos períodos para contribuir a la extensión del *duration* de la deuda y/o disminuir el costo de fondos.

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 nuestra opinión, permiten un aumento de tres *notches* respecto a su clasificación de solvencia.

Perfil de la empresa

Corporación Universidad de Concepción (UDEC) es 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. Virgilio 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 que autoriza a la UDEC a mantener, realizar y administrar un sistema de sorteos de lotería. Al ser una industria regulada, cuenta 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 y con aporte relevante en términos de flujos.

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 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.

Durante este año se produjo la renuncia de los directores Jorge Quilodrán y Alberto Larraín quienes fueron reemplazados por Marcelo Llanos y Carmen Barra.

Respecto a la administración, durante este año Mariano Campos presentó su renuncia a los cargos de Director Ejecutivo de Finanzas Corporativas y gerente general de Lotería de Concepción. Las funciones del Director Ejecutivo de Finanzas corporativas fueron asignadas al Gerente Corporativo de Empresas y Finanzas, asumiendo este rol Renato Sepúlveda. El cargo de gerente general de Lotería, por su parte, lo asumió interinamente Mario Parada.

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 crecimiento en el número de matrículas de pregrado a lo largo de los últimos años (2005-2019), principalmente en los Institutos Profesionales (CAGR), según información recolectada por el Consejo Nacional de Educación (CNE).

Respecto a las cifras comparativas 2018-2019, se observa un leve decrecimiento en la matrícula total en universidades (-0,98%) y en CFTs (-0,61%), lo que fue contrarrestado casi en su totalidad por el aumento de la matrícula en IPs (+1,86%). Dentro de las universidades que mayor variación negativa tuvieron al 2019 fueron universidades no adscritas a gratuidad como Universidad Inacap, Aconcagua, SEK y Bolivariana, mientras que Universidad Católica de la Santísima Concepción, pese a ser una casa de estudios acreditada y adscrita a gratuidad, disminuyó sus matrículas 13,5%.

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.

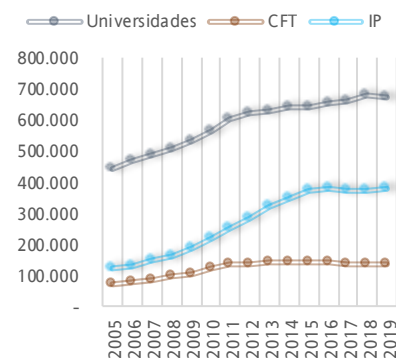
DIRECTORIO

Carlos Saavedra R.	Presidente
Hernán Ascui I.	Director
Daniel González C.	Director
Mario Parada A.	Director
Marcelo Llanos C.	Director
Germán Acuña G.	Director
Claudio Rocuant C.	Director
Hernán Saavedra A.	Director
Alfredo Meneses O.	Director
Carmen Barra J.	Director
Álvaro Ortiz V.	Director

Fuente: Elaboración propia con información de CMF.

Tendencia de matrículas totales en IPs continúa positiva este año, pero disminuyen en CFTs y en universidades

Evolución matrícula total educación superior (N°)



Fuente: Consejo Nacional de Educación

La situación anterior se repitió en IPs y CFTs, reflejando variaciones negativas relevantes en aquellas instituciones no adscritos a gratuidad.

Clasificación de riesgo del negocio: A-

Segmento de educación con altos estándares de calidad

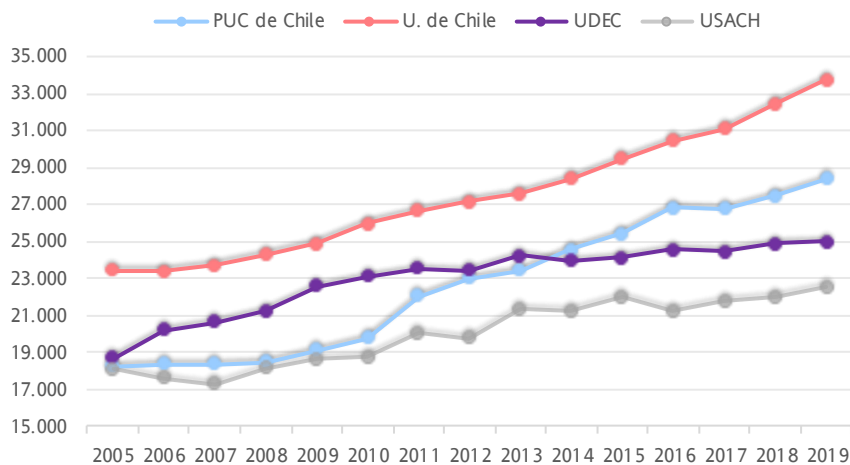
Universidad de Concepción corresponde a una de las instituciones mejor evaluadas en términos de calidad de la educación por la Comisión Nacional de Acreditación (CNA). La casa de estudios es una de las tres universidades chilenas que cuenta con la máxima acreditación posible (siete años), en las cinco 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, siendo muy poco probable observar una disminución en la cantidad de matrículas los siguientes años, conforme esta acreditación continúe siendo relevante para optar a beneficios estudiantiles.

Al observar la evolución de las matrículas de UDEC, se tiene que dentro del período evaluado la cantidad de matrículas totales aumentó 2,1% (CAGR₂₀₀₅₋₂₀₁₉), cifra muy similar al grupo de universidades CRUCH (+2,36% CAGR₂₀₀₅₋₂₀₁₉), pese a la alta base de comparación de la industria producto de la incorporación de dos nuevas universidades (universidades Diego Portales y Alberto Hurtado), sin las cuales el crecimiento del grupo de universidades CRUCH hubiese sido de 1,87% (CAGR₂₀₀₅₋₂₀₁₉).

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

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



Fuente: Consejo Nacional de Educación (CNEDE)

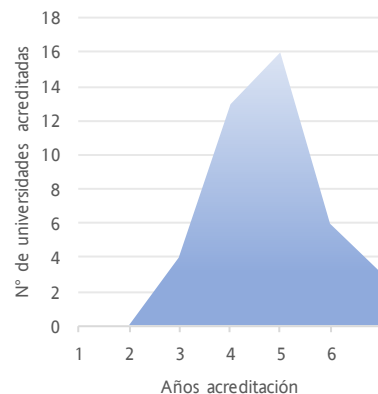
Complementario a lo anterior, indicadores de docencia indican que UDEC se encuentra mejor posicionada que el promedio de las universidades CRUCH.

Pese al bajo crecimiento de matrículas de primer año, UDEC continúa dentro de los líderes en términos de demanda y calidad de los estudiantes matriculados

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*

UDEC dentro de las universidades que lideran en años de acreditación

Número de universidades acreditadas en cada año (incluye 42 instituciones)



Fuente: Comisión Nacional de Acreditación

INDICADORES ACADÉMICOS DE UNIVERSIDADES CON SIETE AÑOS DE ACREDITACIÓN

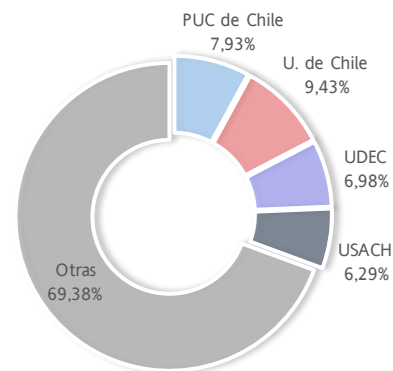
	Horas académico por estudiante	Matrícula total / N° académicos JC	N° acad. Postgrado / N° acad. JC
PUC	2,52	17,50	0,70
U. Chile	2,59	17,00	0,70
UDEC	2,33	18,80	0,80
Promedio	2,13	22,00	0,71

Nota: promedio considera universidades pertenecientes al CRUCH a 2018, excluyendo PUC, U. de Chile y UDEC. JC: Jornada Completa.

Fuente: Elaboración propia con información de CNEDE.

Participación de mercado de UDEC se mantiene alta, pese al escaso incremento en vacantes

Market share 2019, respecto a matrículas totales (%)



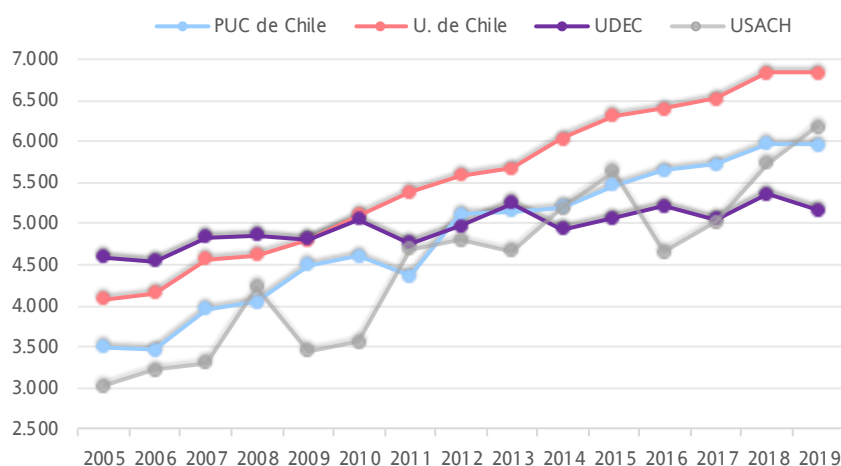
Fuente: Consejo Nacional de Educación (CNEDE)

ha tendido a disminuir parcialmente entre 2005 y 2019 producto principalmente de la baja tasa de crecimiento de sus vacantes respecto al resto de las universidades del CRUCH.

La evolución de las matrículas de pregrado de primer año indica que el número de alumnos de UDEC ha aumentado a una tasa de crecimiento anual compuesto de 0,84% en los últimos 14 años, por debajo del promedio de la industria (+2,62%), debido principalmente al bajo crecimiento en los cupos ofrecidos. En este sentido, dentro de las universidades más demandadas, Pontificia Universidad Católica incrementó su oferta de vacantes a una tasa anual compuesta (2005-2019) de 3,14%, Universidad de Chile lo hizo 4,75% y Universidad de Santiago 3,32%, mientras que UDEC sólo creció 0,54%.

Bajo crecimiento de matrículas de primer año en UDEC

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



Fuente: Consejo Nacional de Educación (CNED)

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.

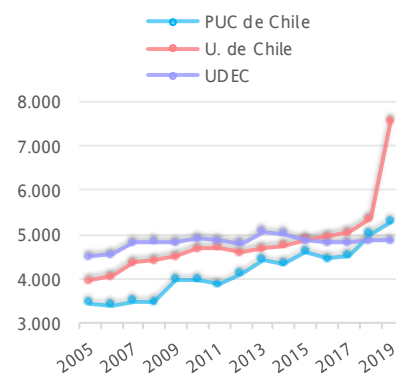
Respecto a los alumnos, UDEC se ubica dentro de las primeras universidades CRUCH con un mayor puntaje promedio de ingreso, por detrás de Pontificia Universidad Católica, Universidad de Chile, y Universidad de Santiago.

Pese al bajo crecimiento en sus matrículas, 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, en opinión de ICR, reflejaría una demanda estable de alumnos para los próximos años.

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

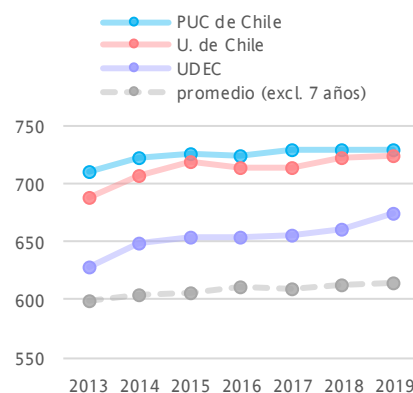
Influye positivamente en la clasificación de riesgo de UDEC la diversificación de sus flujos. Si bien la universidad corresponde al flujo histórico percibido, participa también en educación mediante el Instituto Profesional Dr. Virginio Gómez y el Centro de Formación Técnica Lota-Arauco, por medio de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

Estabilidad en el número de vacantes de UDEC, en contraposición a sus instituciones pares
Evolución de vacantes por universidades con 7 años de acreditación



Fuente: Consejo Nacional de Educación (CNED)

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

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 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 descalces en su flujo por retrasos en los pagos provenientes desde el Ministerio de Hacienda).

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).

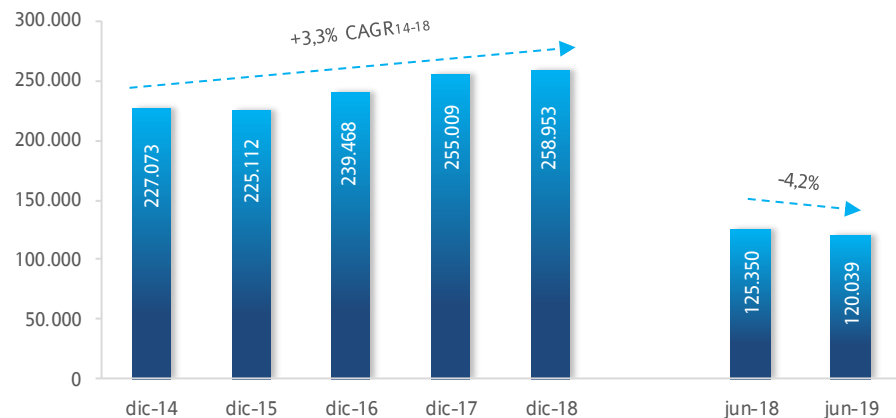
Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

Situación financiera de la corporación se vio desfavorecida por el segmento de loterías, pese al mejor rendimiento operacional de la universidad

A junio de 2019, los ingresos de Corporación Universidad de Concepción disminuyeron 4,2% respecto al mismo período del año anterior, derivado principalmente del menor ingreso proveniente del segmento de lotería (-21,6%), de las matrículas del Instituto Profesional (-8,5%), y del Fondo Solidario de Crédito Universitario (-9,8%). Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por el aumento de las matrículas universitarias (+13,1%).

Ingresos consolidados disminuyeron pese a mayores ingresos provenientes de la universidad

Evolución de ingresos (MM\$)



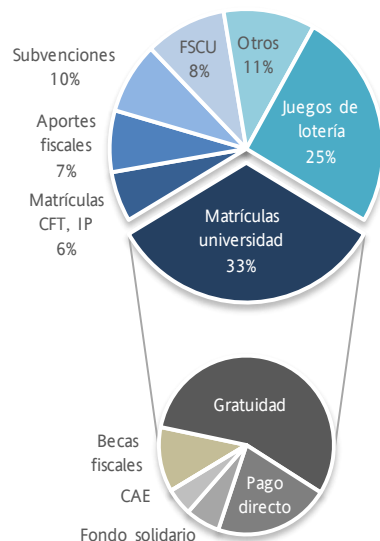
Fuente: Estados financieros

Influyó positivamente en la variación de las matrículas de la universidad, los mayores recursos provenientes de la gratuidad (+27,6%), contrarrestados en parte por la disminución de becas fiscales de pregrado (-9,8%) y del fondo solidario (-19,9%). Por su parte, la disminución de los ingresos de lotería se debió a menores acumulaciones de premios en el periodo.

En términos de EBITDA¹, la compañía tuvo una variación negativa de 16,3% a junio de 2019 respecto al mismo período del año anterior (-25% si se considera el EBITDA

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

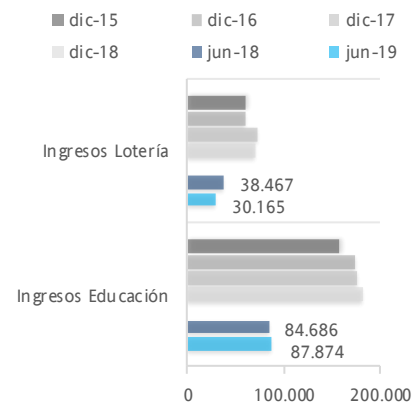
Composición de ingresos a junio de 2019 (%)



FSCU: Fondo solidario de Crédito Universitario
 CFT: Centro de Formación Técnica
 IP: Instituto Profesional
 CAE: Crédito Garantía Estatal
 Fuente: Estados financieros

Disminución de ingresos de juegos de lotería durante el primer semestre de 2019

Evolución de ingresos por segmento (MM\$)



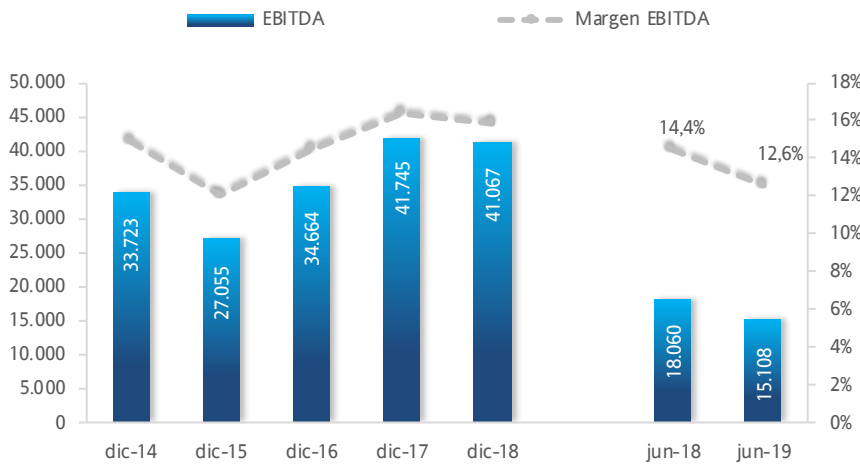
Fuente: Estados financieros

ajustado² del FSCU), influido por los menores ingresos en lotería, y por el aumento en los gastos de administración de Universidad de Concepción.

Lo anterior, no alcanzó a ser contrarrestado por los menores gastos por administración y ventas del segmento de lotería. En esta línea, a junio de 2019, el margen EBITDA³ disminuyó desde 14,4% hasta 7,7%, respecto a junio de 2018, y desde 9,9% hasta 7,7% en los mismos períodos de medición, si considera el margen EBITDA ajustado⁴.

EBITDA disminuyó debido principalmente al bajo rendimiento operacional de lotería durante el primer semestre de 2019

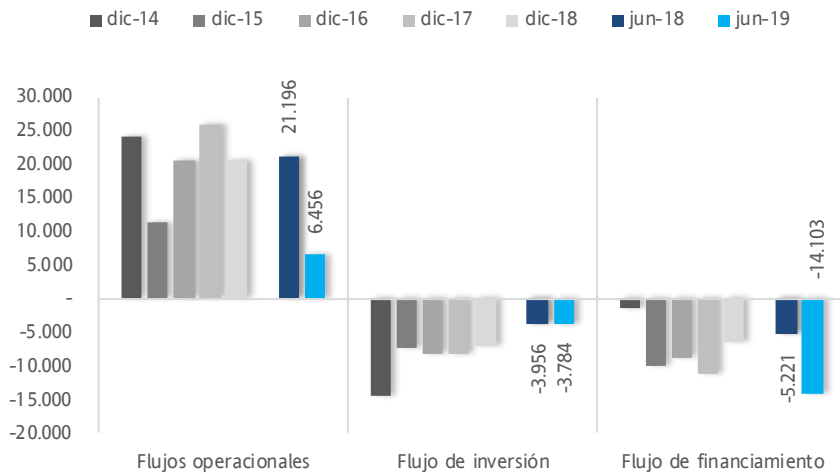
Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



Fuente: Estados financieros

A junio de 2019 el flujo de financiamiento estuvo influido por menores importes de préstamos de largo plazo, y el operacional por menor recaudación

Evolución flujo de efectivo (MM\$)

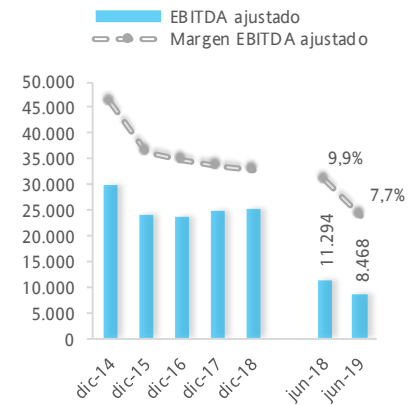


Fuente: Estados financieros

En términos de resultados, la corporación cerró el primer semestre de 2019 con una ganancia de \$1.422 millones, lo que representa una disminución de 75,8% respecto al mismo período del año anterior, explicada principalmente por la menor utilidad del segmento juegos de lotería (-28,8%), y la mayor pérdida en el segmento educación

EBITDA ajustado influido negativamente por el menor rendimiento de Lotería durante el semestre

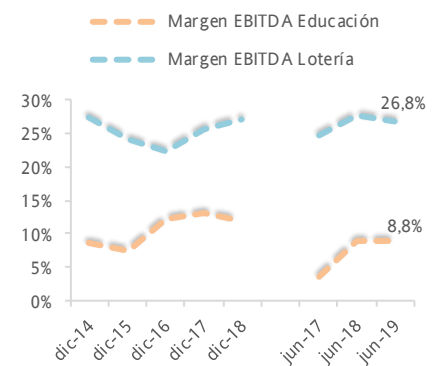
Evolución EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



Fuente: Estados financieros

Margen EBITDA de Lotería significativamente más alto que el margen EBITDA del segmento educación

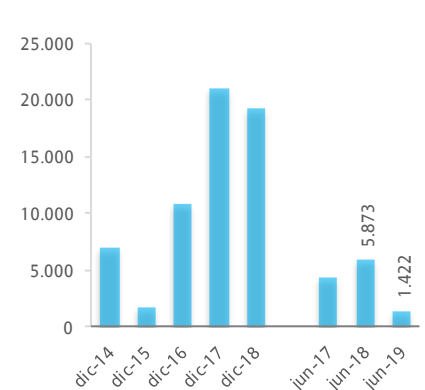
Margen EBITDA por segmento (%)



Fuente: Estados financieros

Utilidad disminuyó 75,8% debido principalmente al menor resultado operacional

Utilidad del ejercicio después de impuestos (MM\$)



Fuente: Estados financieros

(+28,1%). Esta última variación estuvo asociada al aporte sindical realizado por la universidad, resultante del proceso de negociación colectiva.

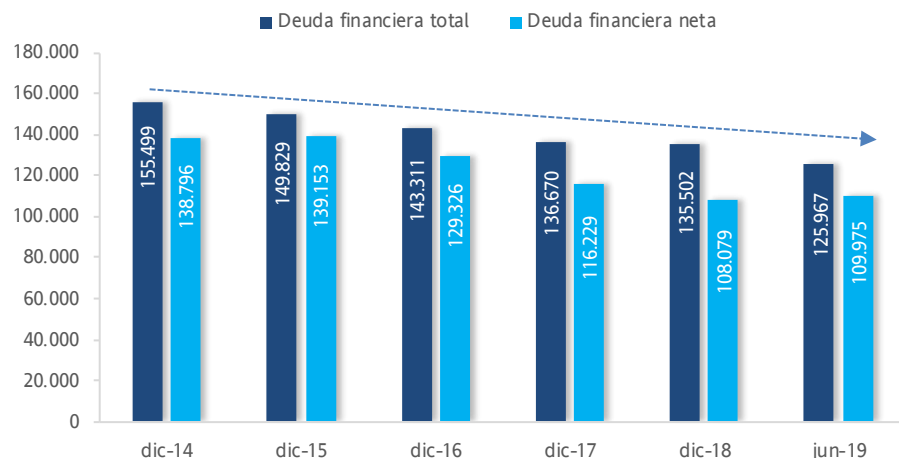
En cuanto al flujo operacional⁵ de la compañía, éste fue de \$6.456 millones durante el primer semestre de este año, cifra inferior en \$14.740 millones respecto al mismo período del año anterior, debido principalmente a menores cobros procedentes de ventas del segmento de lotería.

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 2014 hasta junio de 2019, la compañía disminuyó su deuda financiera desde \$155.499 millones hasta \$125.967 millones, evidenciando claramente su tendencia al desapalancamiento, lo que influyó positivamente en su cambio de clasificación materializado en **octubre de 2017** por parte de ICR.

Disminución relevante del stock de deuda en los últimos años

Evolución deuda financiera total y deuda financiera neta (MM\$)



Fuente: Elaboración propia con información de la CMF

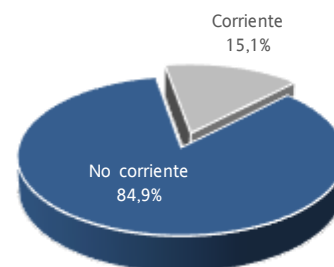
Este desapalancamiento es la consecuencia de la estrategia financiera iniciada por la corporación en 2013 y que durante 2018 se materializó mediante la colocación de un nuevo bono local que, a diferencia de su primer bono, no estipula garantías, según se detalla en el **informe de nuevo instrumento** emitido por ICR en octubre de 2017. 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.

Respecto a este último punto, los gastos financieros han disminuido significativamente desde 2014. A junio de 2019, el gasto financiero anualizado fue de \$10.440 millones (\$13.180 millones en 2014), lo que ha permitido un aumento relevante en la cobertura de sus gastos financieros, pese al menor EBITDA durante los mismos períodos de medición.

La corporación está en proceso de inscripción de una **nueva línea de bonos** que fue clasificada por ICR en octubre de este año, con la cual se podría continuar disminuyendo los gastos financieros o, en su defecto, reorganizar el perfil de amortización de la deuda.

Deuda concentrada al largo plazo, cuya amortización relevante sería el bono serie A en **noviembre de 2021**.

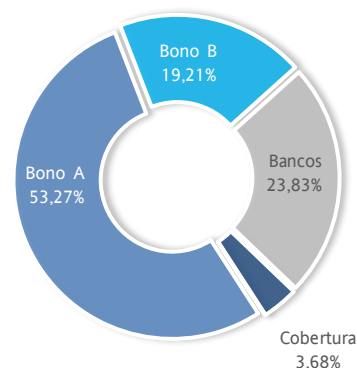
Estructura de la deuda financiera a junio de 2019 (%)



Fuente: Estados financieros

Deuda concentrada mayormente en bonos

Composición de la deuda financiera a junio 2019 (%)



Fuente: Estados financieros

Según las estimaciones de ICR, la corporación cubriría con suficiente holgura sus obligaciones financieras de los siguientes doce meses⁶, pese a la disminución en la generación de flujo al primer semestre de este año.

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación (N° de veces)

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	jun-19
Endeudamiento total ⁷	1,98	1,76	1,47	1,38	1,32	1,35
Endeudamiento financiero ⁸	1,05	0,93	0,71	0,61	0,55	0,52
Endeudamiento financiero neto ⁹	0,94	0,86	0,64	0,52	0,44	0,45
Endeudamiento financiero neto ajustado ¹⁰	1,96	1,72	1,18	1,07	1,01	1,02
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	3,38	2,98	3,87	4,94	5,45	5,56
Cobertura de gastos financieros ajustados ¹²	2,63	2,65	2,70	3,01	3,30	3,06
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹³	4,12	5,14	3,73	2,78	2,63	2,89
Deuda financiera neta ajustada sobre EBITDA ajustado ¹⁴	4,78	5,88	5,64	5,12	5,01	5,22
Razón circulante ¹⁵	1,11	1,08	1,05	1,09	1,11	0,99
Razón ácida ¹⁶	1,09	1,07	1,03	1,07	1,10	0,98
Flujo operacional / gasto financiero neto ¹⁷	1,83	0,97	1,79	2,35	1,89	0,55
Deuda financiera neta / flujo operacional ¹⁸	5,75	12,35	6,32	4,48	5,26	18,98

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 despalancando 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 nuestra opinión ameritan una clasificación de riesgo del instrumento (serie A) distinta a la solvencia del emisor dado que estos resguardos permiten que el instrumento

Principales características línea de bonos vigentes

	Línea 878
Fecha inscripción	21-dic-17
Plazo (años)	10
Monto inscrito	UF 2.000.000
Monto colocado vigente	UF 867.368
Series vigentes	B

cuenta con una muy alta capacidad de pago en los términos y plazos pactados.

Fuente: Elaboración propia con información CMF

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 2.343.158	UF 867.368
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	dic-18	jun-19
Nivel de endeudamiento financiero ¹⁹	<=1,5 veces	1,0	1,0
Pasivos financieros netos / EBITDA ajustado	<ul style="list-style-type: none"> Al 4Q-2018 y 2Q-2019 <= 6,5 veces. Al 4Q-2019 y 2Q-2020 <= 6,0 veces Al 4Q-2020 en adelante <= 5,5 veces (medidos en diciembre y junio). 	5,0	5,1
EBITDA ajustado / gastos financieros	>=1,5 veces	3,31	3,37

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Adicionalmente a estos dos bonos vigentes, la compañía tiene en proceso de inscripción una nueva línea de bonos, sin garantías, según se detalla en [informe de nuevo instrumento](#) de octubre de 2019.

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

Fecha	Clasificación solvencia	Clasificación bono serie A con garantía	Clasificación de Bonos sin garantía	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
10-oct-19	A-	-	A-	Estable	Nuevo instrumento
30-oct-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 menor protección dentro de la categoría.

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

INDICADORES	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	jun-18	jun-19
Activos corrientes	81.315	77.913	87.415	104.086	116.267	108.627	98.603
Activos no corrientes	361.451	368.168	413.128	428.921	452.444	447.258	469.577
Efectivo y equivalentes	442.766	446.082	500.543	533.008	568.711	555.885	568.180
Activos totales	16.703	10.676	13.984	20.441	27.423	32.460	15.992
Otros activos financieros corrientes	28.248	28.279	30.046	28.713	36.317	27.891	33.241
Pasivos corrientes	73.093	71.824	83.332	95.780	104.632	103.548	99.550
Pasivos no corrientes	221.292	212.763	214.728	213.288	219.114	223.834	226.685
Pasivos totales	294.385	284.587	298.060	309.068	323.746	327.382	326.235
Deuda financiera corriente	18.976	17.255	18.962	21.825	24.512	17.749	19.027
Deuda financiera no corriente	136.523	132.574	124.349	114.845	110.990	117.241	106.940
Deuda financiera total	155.499	149.829	143.311	136.670	135.502	134.989	125.967
Deuda financiera neta	138.796	139.153	129.326	116.229	108.079	102.530	109.975
Patrimonio	148.381	161.495	202.483	223.940	244.966	228.502	241.945
Ingresos de explotación	227.073	225.112	239.468	255.009	258.953	125.350	120.039
Gastos financieros netos	9.985	9.088	8.951	8.454	7.537	4.084	3.405
Gastos financieros netos 12 meses	9.985	9.088	8.951	8.454	7.537	8.380	6.858
Resultado después de impuestos	7.075	1.716	10.777	20.957	19.246	5.873	1.422
Costo financiero por obligaciones bancarias y otros préstamos	11.410	9.064	8.847	8.284	7.632	3.994	3.661
Razón circulante (N° de veces)	1,11	1,08	1,05	1,09	1,11	1,05	0,99
Endeudamiento total (N° de veces)	1,98	1,76	1,47	1,38	1,32	1,43	1,35
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,05	0,93	0,71	0,61	0,55	0,59	0,52
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,94	0,86	0,64	0,52	0,44	0,45	0,45
EBITDA	33.723	27.055	34.664	41.745	41.067	18.060	15.108
Margen EBITDA (%)	14,85%	12,02%	14,48%	16,37%	15,86%	14,41%	12,59%
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	3,38	2,98	3,87	4,94	5,45	5,30	5,56
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	4,61	5,54	4,13	3,27	3,30	3,04	3,30
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	4,12	5,14	3,73	2,78	2,63	2,31	2,89
Subtotal para garantizar operaciones de financiamiento	11.936	8.292	8.633	8.892	9.155	9.022	9.296
Pagarés del fondo solidario de crédito universitario corriente	4.259	6.884	8.436	11.246	13.867	8.157	9.301
Pagarés del fondo solidario de crédito universitario no corriente	70.861	72.158	80.322	93.499	105.468	107.219	118.663
EBITDA ajustado	30.015	24.060	23.859	24.937	25.198	11.294	8.468
Provisiones-condonaciones FSCU	19.333	14.125	13.040	4.933	3.850	3.997	3.065
Fondo Solidario de Crédito Universitario	23.041	17.121	23.845	21.741	19.719	10.763	9.706
Deuda financiera neta ajustada / EBITDA ajustado (N° de veces)	4,78	5,88	5,64	5,12	5,01	4,74	5,22
Cobertura de gastos financieros netos ajustados (N° de veces)	2,63	2,65	2,70	3,01	3,30	3,31	3,06
Flujo operacional	24.139	11.271	20.471	25.949	20.533	21.196	6.456
Flujo operacional / gasto financiero neto (N° de veces)	1,83	0,97	1,79	2,35	1,89	3,67	0,55
Deuda financiera neta / flujo operacional (N° de veces)	5,75	12,35	6,32	4,48	5,26	2,50	18,98

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

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

³ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de actividades ordinarias.

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

⁵ Flujo operacional = Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación contenido en el estado de flujo de efectivo.

⁶ Cobertura del servicio de la deuda = (EBITDA + caja – capex – impuestos, proyectados) / obligaciones financieras estructuradas próximos 12 meses (incluye capital e interés).

⁷ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero neto = (otros pasivos corrientes + otros pasivos no corrientes – efectivo y equivalentes) / patrimonio total.

¹⁰ 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).

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (gastos financieros – ingresos financieros, 12 meses).

¹² Cobertura de gastos financieros ajustados = EBITDA ajustado 12 meses / (Costo financiero por obligaciones bancarias y otros préstamos, contenido en la nota de costos y gastos financieros).

¹³ Deuda financiera neta sobre EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / EBITDA 12 meses.

¹⁴ Deuda financiera neta ajustada sobre EBITDA ajustado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – subtotal para garantizar operaciones de financiamiento, contenido en la nota de efectivo y equivalentes) / EBITDA ajustado 12 meses.

¹⁵ Razón circulante = Activo circulante / pasivo circulante.

¹⁶ Razón ácida = (Activo circulante – inventarios) / pasivo circulante.

¹⁷ Flujo operacional / gastos financieros netos = Flujo operacional 12 meses / (gastos financieros – ingresos financieros, 12 meses).

¹⁸ Deuda financiera neta sobre flujo operacional = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / flujo operacional 12 meses.

¹⁹ La medición del indicador de endeudamiento financiero de los *covenants* actuales corresponde a: Pasivos financieros netos / patrimonio ajustado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / (patrimonio total – pagarés del Fondo Solidario de Crédito Universitario corto y largo plazo.)

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.