



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista
Luis Felipe Illanes Z.
Tel. (56) 22433 5200
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana

Junio 2016

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bono Serie F	B
Tendencia	En Observación
EEFF base	31 de marzo de 2016

Características de los bonos en proceso de inscripción	
Serie	F
Monto máximo	\$ 420.900 millones
Tasa de interés	7,000% anual, simple, vencido
Plazo	27 de abril de 2017
Representante de los tenedores de bonos	Banco de Chile
Uso de fondos	No existe uso de fondos para esta emisión, dado que: i) conforme al acuerdo los bonos tienen por objeto instrumentalizar acreencias anteriores al mismo correspondientes a obligaciones reprogramadas mediante el acuerdo y de conformidad a sus términos; y ii) el pago de la colocación de los mismos será hecho en especie, mediante canje de deuda, y no en dinero.
<i>Covenants financieros</i>	<p>a) Cartera neta / deuda neta: i) A junio de 2016, no inferior a 0,90 veces; ii) a septiembre de 2016, no inferior a 0,90 veces; iii) a diciembre de 2016, no inferior a 0,90 veces; iv) para el año 2017, no inferior a 0,95 veces.</p> <p>b) Deuda neta / patrimonio: i) A junio de 2016, no superior a 4,5 veces; ii) a septiembre de 2016, no superior a 4,5 veces; iii) a diciembre de 2016, no superior a 4,5 veces; iv) durante el año 2017, no superior a 4 veces.</p> <p>c) Gasto en provisión: i) A junio de 2016, no superior a 11%; ii) a septiembre de 2016, no superior a 10,5%; iii) a diciembre de 2016, no superior a 7,5%; y iv) para el año 2017 no superior a 6,5%.</p> <p>d) Índice de mora: i) A junio de 2016, no superior a 6,7%; ii) a septiembre de 2016, no superior a 6,1%; iii) a diciembre de 2016, no superior a 5,6%; y iv) para el año 2017 no superior a 4,8%.</p> <p>e) Índices de recaudación: i) A junio de 2016, no inferior a 4,8%; ii) a septiembre de 2016, no inferior a 4,8%; iii) a diciembre de 2016, no inferior a 4,8%; y iv) para el año 2017, no inferior a 5%.</p> <p>f) Índice de eficiencia: i) A junio de 2016, no superior a 72%; ii) a septiembre de 2016, no superior a 72%; iii) a diciembre de 2016, no superior a 72%; y iv) para el año 2017, no superior a 74%.</p>
Amortización anticipada extraordinaria	Contempla
Garantías	i) Las empresas relacionadas constituirán fianza y codeuda solidaria, con condiciones para su liberación en caso de venta o transferencia de éstas a terceros, y ii) se constituirán hipotecas y prendas sobre bienes propios del emisor, a favor del Agente de Garantías, actuando por y en beneficio de los acreedores y a prorrata de sus créditos.

Estado de resultados consolidado (IFRS)						
En Miles de \$ de cada período	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16
Ingresos operacionales	128.601.623	142.901.924	149.988.586	157.442.767	159.746.044	33.050.025
Egresos operacionales (menos)	102.723.344	112.837.457	122.666.596	149.978.029	188.890.416	34.549.267
Resultado operacional	25.878.279	30.064.467	27.321.990	7.464.738	-29.144.372	-1.499.242
Resultado no operacional e impuesto	-21.136.299	-22.043.120	-23.025.419	-3.715.647	-4.792.127	-1.703.133
Utilidad (pérdida) del ejercicio	4.741.980	8.021.347	4.296.571	3.749.091	-33.936.499	-3.202.375

Estado de situación financiera consolidado (IFRS)						
En Miles de \$ de cada período	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16
Total activos corrientes	205.960.361	215.865.547	242.819.264	265.300.982	265.010.411	244.097.357
Total activos no corrientes	296.849.035	308.164.437	336.361.399	364.712.305	342.544.135	320.206.817
Total activos	502.809.666	524.029.984	579.180.663	630.013.287	607.554.546	564.304.174
Total pasivos corrientes	146.213.368	186.038.954	234.738.721	225.381.558	469.545.811	430.619.194
Total pasivos no corrientes	221.665.685	195.518.089	198.815.116	258.012.527	32.452.476	31.346.171
Total patrimonio	134.930.613	142.472.941	145.626.826	146.619.202	105.556.259	102.338.809
Total pasivos y patrimonio	502.809.666	524.029.984	579.180.663	630.013.287	607.554.546	564.304.174

Opinión

Fundamento de la clasificación

Caja de Compensación de Asignación Familiar La Araucana (CCAF Los Araucana), en términos de colocaciones crediticias, es la segunda caja de compensación de asignación familiar de las cinco que operan el país; medido en términos de afiliados, también se ubica dentro de las dos principales. Las cajas de compensación son fiscalizadas por la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESOS)¹ y la Ley las define como corporaciones de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social, pudiendo efectuar todo tipo de actividades que impliquen un beneficio social para sus afiliados.

Los servicios prestados por la institución están dirigidos, exclusivamente, a sus afiliados. La calidad de afiliado, para trabajadores activos, se adquiere mediante la incorporación del empleador como miembro de la CCAF, con acuerdo mayoritario de sus trabajadores. En el caso de los pensionados, la adhesión es individual. A la fecha, la corporación cuenta con diferentes

¹ Actualmente, la corporación también es fiscalizada por la Superintendencia de Valores y Seguros, ya que cuenta con cuatro líneas de bonos inscritas y con emisiones vigentes en los registros de esta institución.

líneas de negocios dentro de las que se destacan los créditos sociales, que representan alrededor del 65% de sus ingresos operacionales².

Al 31 de marzo de 2016, **CCAF Los Araucana** mantenía colocaciones netas por \$ 366.833 millones; pasivos financieros por \$ 427.063 millones y un patrimonio de \$102.339 millones. En el trimestre la empresa obtuvo un resultado final negativo por \$ 3.202 millones.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción del bono serie F por parte de **CCAF La Araucana**, por un monto máximo de colocación de \$ 420.900 millones. No existe uso de fondos para esta emisión, dado que: i) conforme al acuerdo los bonos tienen por objeto instrumentalizar acreencias anteriores al mismo correspondientes a obligaciones reprogramadas mediante el acuerdo y de conformidad a sus términos; y ii) el pago de la colocación de los mismos será hecho en especie, mediante canje de deuda, y no en dinero.

La clasificación del bono serie F de **CCAF La Araucana** en “*Categoría B*” responde al hecho que la entidad, no obstante de caer en cesación de pago durante el año 2015, ha logrado un acuerdo con sus acreedores que, a juicio de la clasificadora y dada la generación de flujos esperados para la institución en un escenario normalizado, es susceptible de ser honrado en los términos especificados en el referido convenio. En paralelo, la nota asignada incorpora la menor flexibilidad con que opera el emisor, dada su situación contingente, y la ausencia de directorio y de un gerente general, roles que hoy lleva a cabo el interventor nominados por la SUCESO. Estos últimos aspectos generan una alta incertidumbre sobre el desarrollo futuro de la Caja, los cuales se espera que sean superados en el corto plazo.

Sin perjuicio de lo anterior, la evaluación reconoce como positivo que la cartera de créditos de **CCAF La Araucana** presenta un nivel de colocaciones aceptable y rentable, con una cartera atomizada que reduce la exposición de su patrimonio a incumplimientos individuales o de un reducido número de créditos³. A marzo de 2016 se tenía un *stock* de colocaciones de \$ 366.833 millones, de un valor promedio aproximado de \$ 900 mil por afiliado, cifra –esta última- que representa el 0,0009% de su patrimonio. Lo anterior se suma a un marco legal que fortalece la posición del emisor en su carácter de acreedor y, producto del mismo marco, a la existencia de un sistema de recaudación de bajo costo comparativo.

La clasificación de riesgo reconoce, también, que el negocio crediticio, en términos de *spread*, tiene un retorno adecuado en relación con el riesgo asumido; que las características propias del

² Incluye otros ingresos por intereses y reajustes, ingresos de actividades ordinarias y otros ingresos.

³ Si bien el dictamen de los auditores externos dice no haberse podido satisfacer “*sobre la razonabilidad de los saldos por cobrar*”, se presume que la contabilización de los mismos no se distancia significativamente de su valor justo, ya que el problema identificado llevó sólo a una salvedad y no a una abstención de opinión (siendo que las cuentas por cobrar representaban el 64% de los activos de la caja).

sector entregan ventajas comparativas en el proceso de recaudación (descuentos por planilla con carácter equivalente a la deducción previsional) y que existe un importante nivel de ingresos provenientes de operaciones de bajo riesgo (por la administración de prestaciones sociales de cargo del Estado, pago de pensiones, recaudación de seguros y servicios y cotización de 1% de pensionados, entre otros).

También se reconoce como positivo el hecho que la caja se ubica como el segundo actor en el mercado de las cajas de compensación, ostentando una participación de mercado, medida como número de afiliados, de 21%, elemento que, bien administrado, podría facilitar la obtención de economías de escala y el acceso al segmento objetivo para la oferta de créditos.

Desde otra perspectiva, además de lo ya mencionado, la clasificación de riesgo se encuentra limitada como consecuencia que el fortalecimiento patrimonial está restringido a la generación de utilidades, por lo que la empresa no cuenta con capacidad de obtener apoyo a través de aumentos de capital (riesgo atenuado, por cuanto actualmente la entidad presenta una adecuada posición patrimonial). Dado ello, la evaluación del nivel de endeudamiento de la entidad, no es directamente comparable con entidades financieras dependientes de grupos controladores susceptibles de llevar a cabo aportes de capital.

Tampoco se desconoce que la Caja, además de sus propias ventajas comparativas como originador de créditos, se ha visto beneficiada por atender un mercado que dispone de bajas alternativas de financiamiento. Sin embargo, el crecimiento económico natural del país debiera incrementar las posibilidades de préstamos para este tipo de clientes. Esta situación, sumado al aumento en la oferta y cobertura de los créditos, debiera a futuro repercutir en un incremento en los niveles de competencia, y por ende, una presión a la baja en los niveles de *spread*. Con todo, se reconoce que la entidad presenta una adecuada posición para enfrentar escenarios más competitivos.

Además, la evaluación recoge la existencia de un gobierno corporativo que no asume riesgos económicos y por ello surge la necesidad que los riesgos crediticios, financieros y operativos tengan controles muy exigentes para el volumen de colocaciones que maneja la institución y que estos se vayan sofisticando en el tiempo. Con todo, se reconocen los avances que se observan en esta materia.

La tendencia de la clasificación se califica "*En Observación*", por cuanto **Humphreys** estima que en caso de aplicarse a la fase dos del acuerdo entre **CCAF La Araucana** y sus acreedores, lo más probable es que la clasificación de los bonos se incremente más de un *notch* (ver comunicado de fecha 31 de marzo de 2016); por el contrario, cualquier situación en contrario podría implicar una reducción del *rating*.

Hechos recientes

Resultados primer trimestre 2016

Entre enero y marzo de 2016 la corporación presentó ingresos de actividades de la operación (ingresos por intereses y reajustes, ingresos por actividades ordinarias y otros ingresos) de \$ 33.050 millones, lo que representó una disminución de 7% respecto de igual período del año anterior, producto de la disminución de ingresos de actividades ordinarias e ingresos por reajustes (en línea con la reestructuración financiera de la caja).

En tanto, el gasto por intereses y reajustes alcanzó los \$ 5.474 millones, lo cual es un 13% mayor a lo registrado a marzo de 2015, por su parte los otros gastos por naturaleza utilizados⁴ sumaron \$ 7.737 millones (31% inferior que el primer trimestre de 2015) y el gasto por beneficios a los empleados fue de \$ 10.979 millones, inferior a los \$ 14.174 gastados a marzo de 2015.

Con todo, la ganancia a marzo de 2016 registró la cifra negativa de \$ 3.202 millones, lo que significa un aumento de \$ 105 millones, respecto al mismo periodo del año anterior.

A marzo de 2016, los activos de **CCAF La Araucana** ascendieron a \$564.304 millones y sus colocaciones crediticias a \$ 366.833 millones, teniendo un pasivo total de \$ 461.965 millones, un pasivo financiero de \$ 427.063 y un patrimonio equivalente a \$ 102.339 millones.

Actualmente la institución se encuentra acogida a un acuerdo judicial en que se reestructuró su deuda financiera con los acreedores financieros y se encuentran en un plan de canje de las emisiones anteriores por nueva serie de bonos.

Definición categoría de riesgo

Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

⁴ Producto de su operación y de los beneficios a sus afiliados

"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."