



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Confirmación

A n a l i s t a

Margarita Andrade P.

Tel. (56) 22 433 5213

margarita.andrade@humphreys.cl

Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroes

Mayo 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
Línea de bonos y bonos	A Nivel 1/A Estable
Líneas de efectos de comercio	
Tendencia	
Estados Financieros	31 diciembre 2015

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 708 de 07.03.2012
Serie A (BHER-A1212)	21.03.2013
Serie C (BHER-C0413)	11.06.2013
Serie E (BHER-E0813)	02.09.2013
Serie G (BHER-G0914)	12.09.2014
Serie H (BHER-H0914) ¹	12.09.2014
Línea de efectos de comercio	Nº 034 de 12.09.2008
Línea de efectos de comercio	Nº 080 de 18.11.2010

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos operacionales	132.078.225	131.215.874	124.817.274	122.583.654	122.560.785
Egresos operacionales ²	-107.880.018	-110.965.308	-125.221.774	-120.133.511	-121.989.637
Resultado operacional	24.198.207	20.250.566	-404.500	2.450.143	571.148
Resultado no operacional	-17.644.467	-18.956.816	3.016.809	1.059.798	1.036.582
Utilidad neta	6.477.378	1.205.068	2.549.667	3.517.465	1.578.893

Estado de situación financiera consolidado IFRS					
M\$ de cada año	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015
Activos corrientes	170.653.926	185.279.818	192.027.354	193.359.607	202.637.877
Activos no corrientes	303.982.643	264.637.510	230.611.696	228.275.273	227.970.430
Total activos	474.636.569	449.917.328	422.639.050	421.634.880	430.608.307
Pasivos corrientes	134.132.458	163.897.055	127.417.334	130.236.717	150.014.341
Pasivos no corrientes	216.429.495	156.026.570	162.679.797	150.689.812	137.373.513
Total pasivos	350.561.953	319.923.625	290.097.131	280.926.529	287.387.854
Patrimonio	124.074.616	129.993.703	132.541.919	140.708.351	144.220.453
Total pasivos y patrimonio	474.636.569	449.917.328	422.639.050	421.634.880	430.608.307

¹ Emisión inscrita y no colocada, plazo de colocación de 36 meses desde 12.09.2014. De acuerdo a la escritura complementaria el emisor solo podría colocar bonos por un valor máximo de hasta UF 1.400.000 considerando tanto los bonos serie G y bonos serie H. El valor colocado de la serie G es por UF 1.200.000.

² Desde 2013 se presenta detalle de las cuentas: Gastos por intereses y reajustes; y Deterioro por riesgo de crédito, antes incluidas en Costos Financieros.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Caja de Compensación de Asignación Familiar Los Héroes (CCAF Los Héroes) es una de las cinco Cajas de Compensación de Asignación Familiar que actualmente participan en el mercado nacional, las cuales se encuentran fiscalizadas por la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO). La ley las define como corporaciones de derecho privado, sin fines de lucro y cuyo objetivo es la administración de prestaciones de seguridad social, pudiendo efectuar todo tipo de actividades que impliquen un beneficio social para sus afiliados (trabajadores y pensionados), incluyendo el otorgamiento de créditos.

Actualmente, **CCAF Los Héroes** se ha consolidado como uno de los tres actores principales en el mercado, ostentando una participación de un 14% en el total de afiliados al sistema de Cajas de Compensación de Asignación Familiar³. El negocio de **CCAF Los Héroes** se ha concentrado principalmente en operaciones de crédito social, las cuales generaron el 57% de los ingresos de la institución de 2015. Según datos al 31 de diciembre de 2015, las colocaciones netas ascendieron a los US\$ 466 millones, que representaban el 77% de sus activos. A nivel de pasivos, su deuda financiera y patrimonio ascendían a US\$ 328 millones y US\$ 202 millones, respectivamente.

La clasificación de los títulos de deuda de **CCAF Los Héroes**, "*Categoría Nivel 1/A*", se fundamenta principalmente en la tenencia de una cartera crediticia de bajo riesgo y altos niveles de atomización que se inserta en un marco legal que la fortalece en su calidad de acreedor, favoreciendo los niveles de recuperación de los préstamos otorgados. La categoría de riesgo también refleja la buena capacidad de la corporación para responder a las obligaciones financieras asumidas, incluyendo cambios en el entorno que implicaran, dentro de parámetros razonables, menor disposición de los bancos para otorgar préstamos a las entidades que conforman el sistema de cajas de compensación.

En forma complementaria, la clasificación de riesgo reconoce que el negocio crediticio tiene un retorno adecuado en relación con el riesgo asumido; que las características propias del sector entregan ventajas comparativas en el proceso de recaudación (descuentos por planillas 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).

La clasificación recoge además, el hecho que un porcentaje importante de sus deudores presentan un bajo perfil de riesgo (pensionados, que representan aproximadamente el 40% de las colocaciones, con los respectivos seguros de desgravamen para los deudores) y que desde mayo de 2011, a través de una licitación, **CCAF Los Héroes** está habilitado para entregar el pago de

³ A diciembre de 2015.

pensiones otorgadas por el Instituto de Previsión Social (IPS), a través de sus sucursales y puntos móviles.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo asignada se encuentra contraída, ya que el fortalecimiento patrimonial de la institución está restringido sólo a la generación de utilidades, no existiendo la posibilidad de aportes de capital significativos para apoyar el crecimiento de **CCAF Los Héroes** o de incrementar su liquidez en casos de estrechez financiera. Esta situación toma mayor relevancia en un escenario de limitación de financiamiento por parte del sistema bancario, que representa a diciembre de 2015 el 57% del apalancamiento financiero de la Caja.

Además, la evaluación de **CCAF Los Héroes** indica 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 adecuados para el volumen de colocaciones que maneja la institución y que estos se vayan consolidando en el tiempo. Con todo, se reconocen los avances que se observan en esta materia en los últimos años.

Asimismo, la clasificación de riesgo no desconoce que **CCAF Los Héroes**, 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 podría incrementar las posibilidades de préstamos para este tipo de clientes (aumento de la bancarización). Este escenario, sumado al aumento en la oferta y cobertura de los créditos, debiera repercutir a futuro en los niveles de competencia, estrechando la capacidad del crecimiento en las colocaciones y presionando los márgenes del negocio.

La tendencia de la clasificación se califica como *Estable* debido a que no se observan elementos que en el mediano plazo puedan incidir positiva o negativamente en la clasificación asignada.

Con el reciente el acuerdo firmado con los bancos⁴, si bien asegura la liquidez del emisor para los próximos años, a su vez, en opinión de esta clasificadora, limita su acceso al financiamiento y a la flexibilidad del mismo, variables relevantes para una institución cuya principal generación de flujos son los créditos otorgados a sus afiliados. En los hechos, las restricciones al “fondeo” no son inocuas para el crecimiento del negocio financiero. Con todo, cabe señalar que a juicio de la entidad emisora, el acuerdo alcanzado con los bancos mejora su posición por cuanto reduce la presión sobre la caja de la compañía que existía previamente.

El acuerdo implica que todos los bancos, paralelamente y en la misma proporción, van a ir disminuyendo la exposición en **CCAF Los Héroes** en un 20% respecto a lo exhibido antes de la firma, condicionando el refinanciamiento, al cabo de dos años, a la aprobación de un plan que debe presentar el deudor. Junto con el menor acceso de financiamiento (disminución de líneas), en los hechos el acuerdo se asimila a operar con una sola entidad y no con un conjunto de bancos independientes (menor flexibilidad). No obstante, no existe ningún impedimento para que **CCAF Los**

⁴ Cuyo detalle se presenta en el apartado Eventos recientes.

Héroes contrate nuevos créditos con otros operadores financieros; tampoco hubo entrega de garantías a los bancos, situación que facilita una posible operación de securitización, si la administración lo estimare adecuado.

El referido acuerdo, además, restringe la autonomía en la gestión de la institución al requerir la autorización de los acreedores para la creación de filiales, vehículo usualmente utilizado por estas entidades para cumplir parte de su objeto social. Sin perjuicio de ello, la administración de la Caja comunicó a **Humphreys** que dicha cláusula en nada afecta su operación por cuanto, independiente del acuerdo alcanzado con los bancos, la entidad ha manifestado que su estrategia no contempla constituir nuevas filiales.

Adicionalmente, se han establecido diversos *covenant*⁵, entre otros de morosidad, que si bien muestran holgura a la fecha, ante una eventual recesión y/o aumento significativo del desempleo, es posible un incremento sustancial en la morosidad de los préstamos lo cual no, necesariamente, coloca en riesgo la viabilidad de la institución. El alza en la mora es connatural al negocio financiero en ciclos adversos de la economía; desde esa perspectiva, se percibe como riesgoso el resguardo financiero (pero atenuado por el porcentaje exigido como máximo).

Dado lo anterior, al parecer de esta clasificadora, los desafíos de la entidad están en ampliar las alternativas de financiamiento en orden a reducir su exposición a la banca, en particular al observar los términos del acuerdo alcanzado en la actualidad con los bancos, pese que el balance de **CCAF Los Héroes** muestra un bajo endeudamiento, una elevada cobertura de su deuda financiera y niveles de mora dentro de rangos esperables. Dado este precedente, se eleva el riesgo de refinanciamiento con el sistema bancario si en dos años más, cuando corresponda renegociar las condiciones, la entidad deteriorase su situación financiera.

Humphreys tiene conocimiento que el emisor está analizando alternativas de financiamiento; de concretarse alguna de ellas, la clasificación podría ser revisada, dependiendo de las características y términos de la operación.

En el mediano plazo, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la institución logre incrementar su escala relativa siempre en un contexto que implique reforzamiento permanente en materias de control interno con un nivel de deuda compatible con su tamaño y con los riesgos asumidos.

De igual forma, para que esta clasificación se mantenga, es necesario que el crecimiento esperado para la institución no conlleve cambios relevantes en el perfil de riesgo de su cartera de crédito y no afecte los niveles de incobrabilidad de las deudas, ello manteniendo un marco legal que no deteriore su posición competitiva.

⁵ Ver apartado Eventos recientes.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Cartera crediticia de bajo riesgo y altos niveles de atomización.

Fortalezas complementarias

- Ingresos de bajo riesgo (los asociados a pagos del Estado).
- Sistema de recaudación favorecido por legislación.

Fortalezas de apoyo

- Adecuado retorno respecto al riesgo.
- Porcentaje importante de sus deudores presentan un bajo perfil de riesgo (pensionados).
- Acceso a su segmento objetivo.

Riesgos considerados

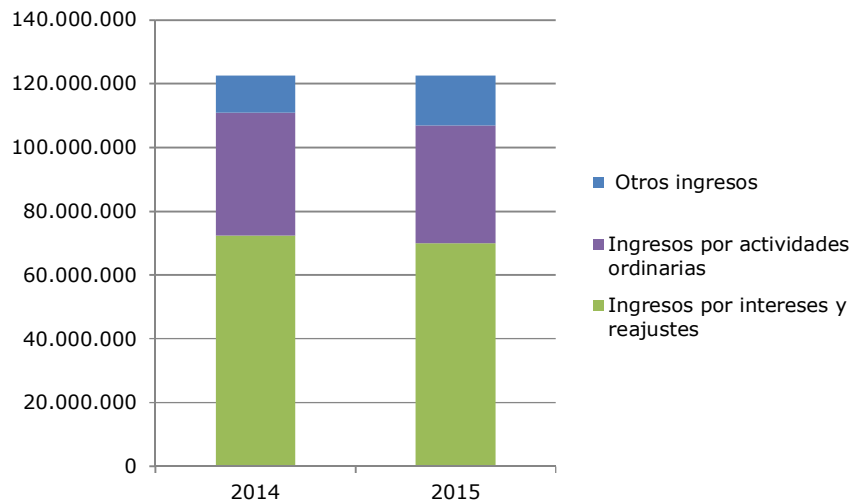
- Aumentos de patrimonio sujeto a generación de utilidades (riesgo atenuado por la actual situación financiera).
- Potenciales cambios en el entorno competitivo (riesgo bajo en el corto plazo).
- Mercado objetivo riesgoso que cuenta con clientes poco bancarizados (riesgo atenuado por el descuento por planilla).
- Cambios legales que impidan el descuento por planilla (de baja probabilidad, pero de impacto muy severo).
- Gastos de administración y venta elevados en comparación al resto de las cajas de compensación.

Hechos recientes

Enero-diciembre 2015

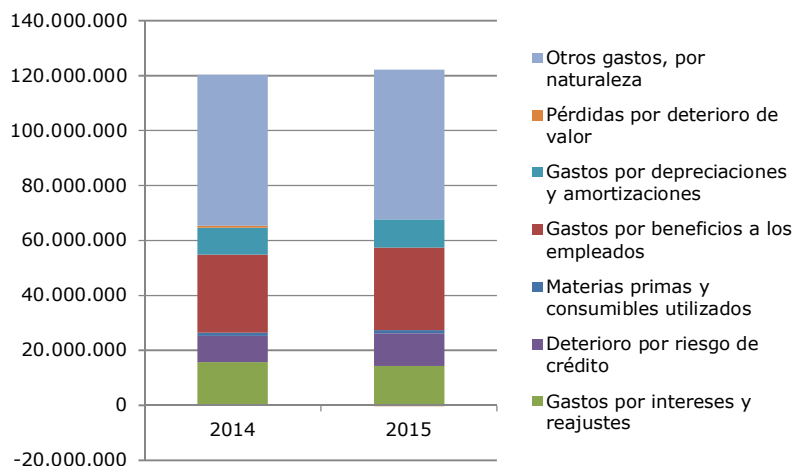
Durante 2015, **CCAF Los Héroes** presentó ingresos operacionales (ingresos por intereses y reajustes, ingresos por actividades ordinarias y otros ingresos) por \$ 122.561 millones, lo que representó una disminución de 0,02% respecto del año anterior. Esto se explica por una caída en los ingresos percibidos por concepto de intereses de crédito social de \$ 2.320 millones -debido principalmente a la disminución en la tasa de interés promedio de la cartera del segmento pensionados- y por la disminución en los ingresos de actividades ordinarias de \$ 1.764 millones - producto fundamentalmente de la caída de las comisiones recibidas por los servicios de atención y pago de beneficios de seguridad social a los pensionados-, lo que fue compensado por el importante crecimiento de otros ingresos (aumentó en \$ 4.061 millones).

Desglose ingresos operacionales 2014-2015, M\$



En tanto el gasto por intereses y reajustes alcanzó los \$ 14.244 millones, lo cual es un 9,8% menor a lo registrado el 2014, por su parte el gasto por beneficios a los empleados fue de \$ 29.968 millones (superior a los \$ 28.237 gastados el 2014), deterioro por riesgo de crédito aumentó en M\$ 2.366 millones, llegando a M\$ 11.910 millones, y otros gastos por naturaleza alcanzaron \$ 54.570 millones (0,4% menor a los del año anterior).

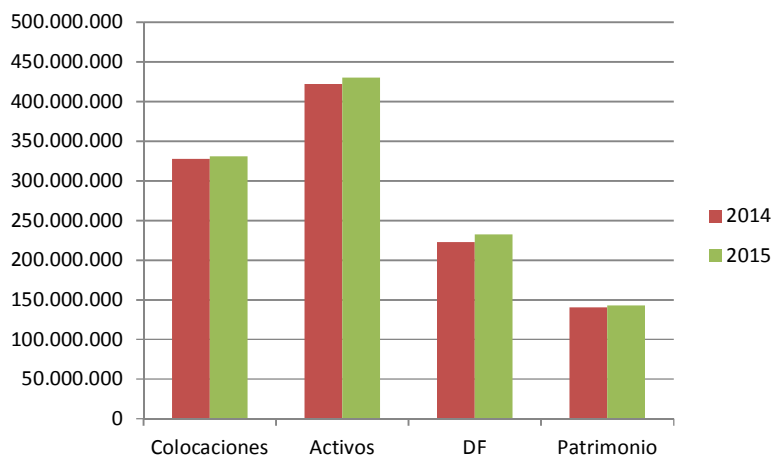
Desglose egresos operacionales 2014-2015, M\$



Con todo, la ganancia de 2015 alcanzó los \$ 1.579 millones, lo que significó una disminución de 55,1%, respecto al año anterior.

Los activos de **CCAF Los Héroes** ascendieron a \$ 430.608 millones y sus colocaciones a \$ 330.874 millones, teniendo un pasivo total de \$ 287.388 millones, un pasivo financiero de \$ 232.654 millones y un patrimonio equivalente a \$ 144.220 millones.

**Principales cuentas de balance
2014-2015, M\$**



Eventos recientes

-El 22 de abril de 2016 se suscribió el Contrato de Prestación de Servicios de Atención y Pago de Beneficios de Seguridad Social con el IPS, el cual regirá por dos años, entre el 1° de mayo de 2016 y el 30 de abril de 2018. Esto implica el pago presencial de las pensiones y otros beneficios que entrega el Estado en las sucursales y puntos de pago rurales de **CCAF Los Héroes**, con un total estimado de 2 millones de transacciones mensuales. Las tarifas pactadas por transacción son de UF 0,05657 y UF 0,13352 de la red de sucursales y de la red rural, respectivamente. Como garantía de fiel y oportuno cumplimiento del contrato, **CCAF Los Héroes** entregó al IPS una póliza de seguro de garantía por UF 136.197, con vigencia por 30 meses (a contar del 22 de abril de 2016). Se estima que los ingresos derivados por este contrato ascenderían a \$ 24 mil millones (2016), \$ 36 mil millones (2017) y \$ 12 mil millones (2018).

-El 26 de abril de 2016 se publicó en la prensa nacional un artículo en el cual se mencionan irregularidades que ocurrirían en **CCAF Los Héroes**, sobre las cuales la SUSESO inició una investigación. Dichas denuncias se encontraban en conocimiento de esta clasificadora, a raíz de la demanda laboral interpuesta por la señora Sara Narbona Ossandón contra **CCAF Los Héroes**. En la referida demanda, junto con las indemnizaciones solicitadas, la demandante alude a eventuales situaciones operativas internas de la Caja que podrían ser asociadas con debilidades en los controles internos y/o en el gobierno corporativo de la entidad. Como se mencionó en el informe de enero de 2016, analizados los aspectos citados por la demandante, relativos a las prácticas de **CCAF Los Héroes**, en opinión de la clasificadora, no existirían elementos o variables -financieras u operativas-

que impliquen riesgos incompatibles con la categoría asignada a los bonos emitidos por la Caja. Para efectos de evaluar los aspectos mencionados en la demanda **Humphreys**, entre otras acciones, accedió a las cartas de control interno, hizo consultas a la unidad de auditoría interna, solicitó información cuantitativa *ad hoc* y se reunió con la administración superior de la emisora.

-El 10 de mayo de 2016 se celebró con Banco de Chile, Itaú, Corpbanca, Scotiabank Chile, Banco Santander-Chile, Banco del Estado de Chile, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile y Banco de Crédito e Inversiones, un contrato sindicado de refinanciamiento y de reprogramación de créditos, en virtud del cual acordaron reprogramar los créditos vigentes con **CCAF Los Héroes** por un monto de \$ 123.885.713.230, modificando tanto las fechas de pago de capital e intereses como la tasa de interés aplicable (la que se fijó en TAB + 1,4% anual). Esta reprogramación contempla el pago de capital a cada banco en cuatro cuotas semestrales, las tres primeras por el equivalente al 4,167% del capital original de los créditos reprogramados y la cuarta cuota por el 87,499% restante, entre el 29 de septiembre de 2016 y el 30 de marzo de 2018. Este contrato no contempla la constitución de garantías sobre activos de la Caja.

Las obligaciones financieras contempladas en el contrato son: i) cartera neta sobre deuda financiera neta mayor o igual a 1,4 veces (a la fecha del orden de 1,7 veces), ii) patrimonio no inferior a \$ 100 mil millones (sobre \$ 143 mil millones a fines de 2015), iii) endeudamiento neto sobre patrimonio igual o inferior a 3,5 veces (a diciembre de 2015 alcanza 1,5 veces), y iv) mora de cartera entre 91 y 360 días promedio de 12 meses móviles, no superior a 6,5% del total de la cartera (a la fecha del orden del 2%).

Definición categorías de riesgo

Categoría A (títulos de largo plazo)

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

Categoría Nivel 1 (N-1) (títulos de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo de Noviembre de 2015 en www.humphreys.cl

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