



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Banchile Securitizadora S.A. Decimoctavo Patrimonio Separado

Abril 2018

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
Bonos securitizados:	
Serie 18A	AA
Serie 18B	C
Serie 18C	AA
Serie 18D	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre 2017
Clasificaciones asociadas:	
Administrador primario	CA3 ¹
Solvencia Coagra	BBB+

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N°18 BCHIS-P18
Activos de Respaldo	Derechos sobre flujos de pago
Originador/Administrador	Coagra S.A.
Administrador Maestro	Acfin
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander Chile
Características de los activos	Derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en las ventas realizadas por Coagra S.A.

Características de las Series de Bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal inscrito (M\$)	Valor Par (ene-18)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente (\$)	20.000.000	20.202.175	6,0%	mar.-22
B	Subordinada (\$)	2.500	2.500	0,0%	jun.-22
C	Preferente (UF)	800	0	3,0%	mar.-22
D	Subordinada (UF)	0,1	0	0,0%	jun.-22

¹ Clasificación que mide la habilidad de la empresa para llevar a cabo la gestión de cobranza. CA3 refleja una posición similar al promedio del mercado. Más antecedentes se pueden consultar en www.humphreys.cl o en ratings@humphreys.cl.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Humphreys mantuvo la “*Categoría AA*” para los bonos serie A y serie C (ambos preferentes) emitidos o inscritos por el **Décimo Octavo Patrimonio Separado de Banchile Securitizadora** y clasificó en “*Categoría C*” los títulos de la serie B y serie D (ambas subordinadas).

El presente patrimonio, en lo que respecta a los activos que respaldan la transacción, está conformado por una cartera compuesta por facturas en cobranza emitidas por Coagra S.A. Tanto el interés como el capital de los bonos serán pagados con los flujos de caja generados por los activos que conforman el patrimonio separado. La operación sólo considera facturas asociadas a la venta de productos propios del giro del originador y a clientes ubicados dentro del territorio nacional.

Según la última información disponible, al 31 de enero de 2018, el saldo insoluto del bono preferente ascendía a \$ 20.000 millones y la cartera de activos de respaldo estaba valorizada en \$ 46.278 millones.

La clasificación de la serie preferente responde a la fortaleza de la estructura financiera de la transacción, la que ha sido concebida para responder al pago de los títulos de deuda aun en la eventualidad que se interrumpieran las operaciones de Coagra S.A. y, además, dentro de ciertos límites, disminuyera significativamente el valor de las cuentas por cobrar (facturas) traspasadas al patrimonio separado, ya sea por una disminución en los niveles de recuperación, un aumento en los plazos de cobranza o un alza en los porcentajes de dilución (negocios reversados). También se debe considerar el adecuado aislamiento del riesgo que se está transfiriendo a los bonistas, eliminando o atenuando en forma significativa los riesgos circundantes.

Específicamente, la capacidad de pago del patrimonio separado se sostiene en las reservas de activos iniciales equivalente al 11,7% para cubrir eventuales incumplimientos de los responsables del pago de las facturas, así como también reservas por dilución para cubrir posibles anulaciones de transacciones de compra, las que inicialmente ascendían a 5,1%. Además, existen mecanismos que incrementan las reservas por dilución y por *default* en la medida que el comportamiento futuro de la cartera de respaldo se deteriorare en relación con los promedios históricos (reservas dinámicas), así como también permite disminuir las reservas si la cartera presenta indicadores bajo lo estimado inicialmente. Por otro lado, el patrimonio separado establece eventos de aceleración en el pago del bono, los cuales resultan ser oportunos en cuanto a anticipar situaciones que pueden debilitar su capacidad de pago.

Los bonos serie B y D, en tanto, han sido clasificados en “*Categoría C*” dada su calidad de subordinados y a la mayor probabilidad de pérdida que puedan sufrir los tenedores de estos títulos.

No existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas para la evaluación del patrimonio separado. Bajo este contexto, se califican las perspectivas de la clasificación como “Estables”.

Definición categorías de riesgo

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.

Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Característica de la operación

El activo que conforma el presente patrimonio separado está compuesto por las cuentas por cobrar adquiridas a Coagra S.A. (originador), que jurídicamente comprende todos los derechos sobre los flujos de pago que tienen su origen en dichas cuentas por cobrar, y que están asociadas a las ventas propias del giro del originador. Las señaladas ventas están acreditadas por facturas con constancia de recepción de la mercadería o de la prestación del servicio por parte del deudor de la factura, ya sea en la misma factura o en una guía de despacho asociada. El flujo de estos activos son los responsables del pago del servicio de la deuda securitizada, sin perjuicio de utilizar los recursos disponibles en los distintos fondos constituidos, según lo establecido en la escritura de emisión.

Esquema operativo de la transacción

En términos sucintos, las cuentas por cobrar originadas por venta de Coagra S.A. a clientes previamente definidos son traspasadas al patrimonio separado. Los recursos captados por la cobranza son propiedad del patrimonio separado. Una vez colocado el bono y efectuada la primera compra de cuentas por cobrar, el mecanismo de la operación es el siguiente (proceso de *revolving*):

- Los recursos captados al recaudar las cuentas por cobrar son utilizados por el patrimonio separado para comprar nuevas facturas originadas por Coagra por las ventas efectuadas a clientes previamente definidos (criterios de elegibilidad)

- En caso que las cuentas por cobrar de los clientes previamente definidos fuesen insuficientes para completar la cartera mínima exigida, Coagra debe incorporar facturas de nuevos clientes. A partir de dicho momento, todas las futuras facturas de los nuevos clientes son traspasadas al patrimonio separado.
- En caso que los recursos del patrimonio separado fuesen insuficientes para cubrir el precio de compra de las facturas, se origina una cuenta por pagar de éste a favor de Coagra S.A., que se salda en la medida que la operación genere excedentes. En el evento de prepago acelerado, este pasivo está subordinado al pago de los bonos.
- Si el originador no tuviese para traspasar las facturas necesarias para completar la cartera de respaldo mínima exigida, se forma un fondo líquido en reemplazo de las cuentas por cobrar (si este fondo se prolonga en el tiempo, se “gatilla” un evento de prepago acelerado).

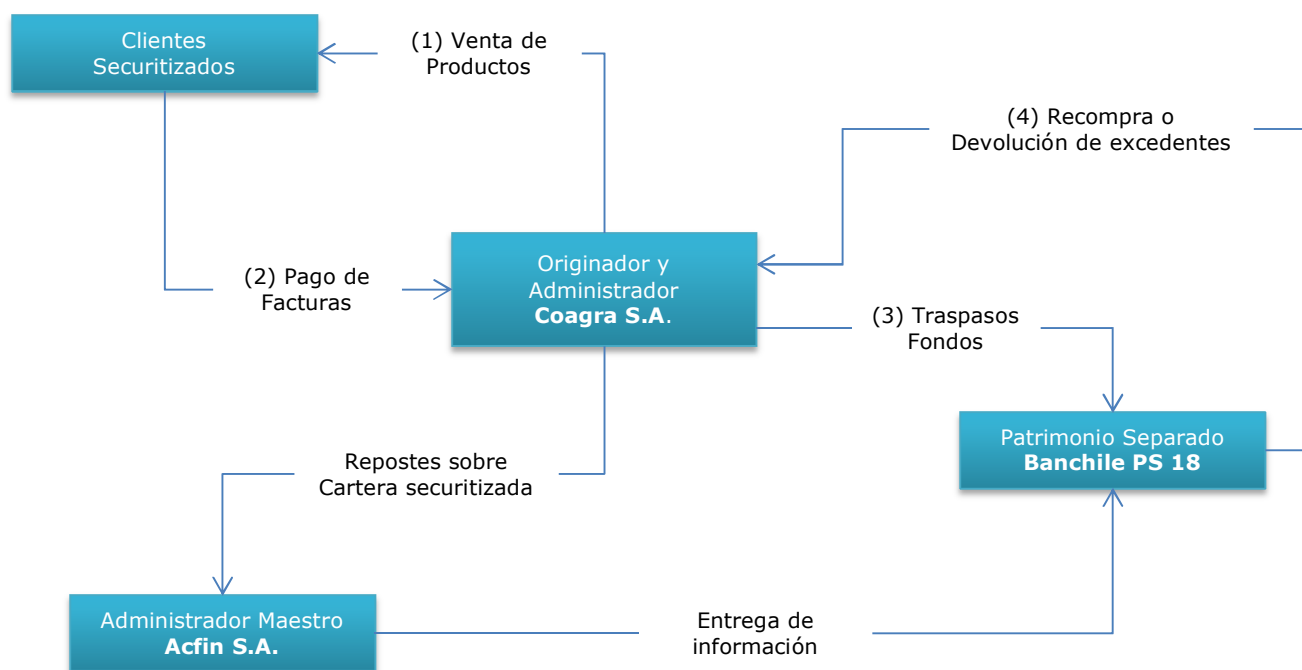


Ilustración 1: Esquema operativo del patrimonio separado

Reservas exigidas

Las reservas exigidas –reservas de sobrecolateral– tienen como objeto mantener un nivel de cuentas por cobrar superior al valor nominal de los bonos, de tal manera que éstos puedan ser pagados oportunamente, incluso si los flujos esperados de la cartera de respaldo se vieran disminuidos en relación con sus comportamiento histórico.

Entre los riesgos que cubre la reserva de sobrecolateral, se consideran:

- Aumento en el nivel de incumplimiento por parte de los deudores (riesgo de *default*).

- ii) Incremento de operaciones o facturas anuladas o reversadas (riesgo de dilución).
- iii) Incapacidad del originador de aportar nuevas facturas o aumento de gastos, producto de una gestión distinta a la esperada (riesgo de déficit en fondo de gastos y en fondo de interés).
- iv) Incapacidad para hacer llegar al patrimonio separado la totalidad de la recaudación de las cuentas por cobrar al patrimonio separado (riesgo de entrapamiento de recursos). Este riesgo puede ser cubierto con un fondo de liquidez.

Todos los riesgos son cubiertos por reservas específicas cuyos valores fueron calculados asumiendo un fuerte deterioro en el comportamiento de la cartera de activos, situación que debiera darse en caso que el originador interrumpiera sus operaciones comerciales. En este sentido, las reservas exigidas, además de ser compatible con una “*Categoría AA*”, asumen la ausencia de Coagra S.A. en el proceso de cobranza.

Pago adelantado de los títulos de deuda

Los títulos de deuda, particularmente los preferentes, podrán ser pagados en una fecha anterior a su vencimiento, ya sea por decisión del emisor (prepago anticipado) o por sucesos o eventos indicativos de “alerta temprana” de un posible debilitamiento de la estructura financiera (prepago acelerado).

El emisor podrá realizar prepagos anticipados parciales, por un monto mínimo del 20% del valor de la cartera cuando los recursos abonados al fondo de reposición han superado por más de seis meses seguidos dicho porcentaje.

En cuanto a los prepagos acelerados, el emisor procederá a llevarlos a efecto ante la ocurrencia de cualquier evento de aceleración (*triggers*), relacionado tanto con el patrimonio como con el originador. Estos *triggers*² tienen como propósito dar por término a la operación y así proteger a los bonistas, en caso de ocurrencia de sucesos que pudieran disminuir la capacidad de pago del patrimonio separado.

Seguimientos de *triggers*

Tamaño de la cartera

El valor de la cartera no puede ser inferior al límite que se establece de la relación entre el monto del bono preferente y uno menos el sobrecolateral exigido por las reservas de *default*, dilución, gastos e intereses. El patrimonio separado inicialmente parte con una cartera mínima de \$ 25.873,2 millones, los que a enero de 2018 se incrementan a \$ 30.458 millones. El patrimonio separado cumple con su cartera mínima en todo momento hasta la fecha de cierre. La evolución de ésta se presenta en la Ilustración 2.

² Más información al respecto se puede encontrar en el ápice Otros antecedentes.

Morosidad

Este *trigger* indica que el patrimonio separado no puede contar con más de dos meses seguidos con una cartera morosa para el tramo de más de 90 días y hasta 120 por sobre 2,50% al cierre de cada mes. El patrimonio separado sobrepasó este límite una vez en agosto de 2016 al registrar una mora de 2,57%, la que corrigió al mes siguiente. La evolución de la morosidad se presenta en la Ilustración 3.

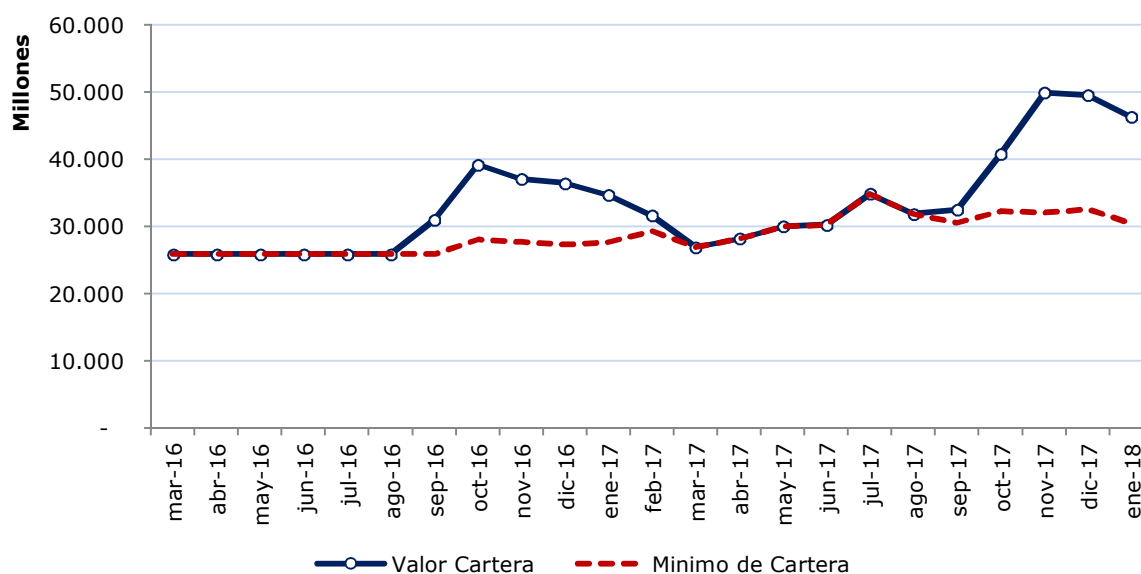


Ilustración 2: Evolución del valor de la cartera



Ilustración 3: Evolución morosidad 91 - 120 días

Tasa de pago

Si durante dos meses consecutivos el promedio móvil de la tasa de pago de la cartera es inferior al 18% se aceleraría el pago de la deuda del patrimonio separado. Este indicador se encuentra por sobre el límite establecido y no lo ha traspasado desde el comienzo de la operación. La Ilustración 4 presenta la evolución de la tasa de pago promedio móvil.

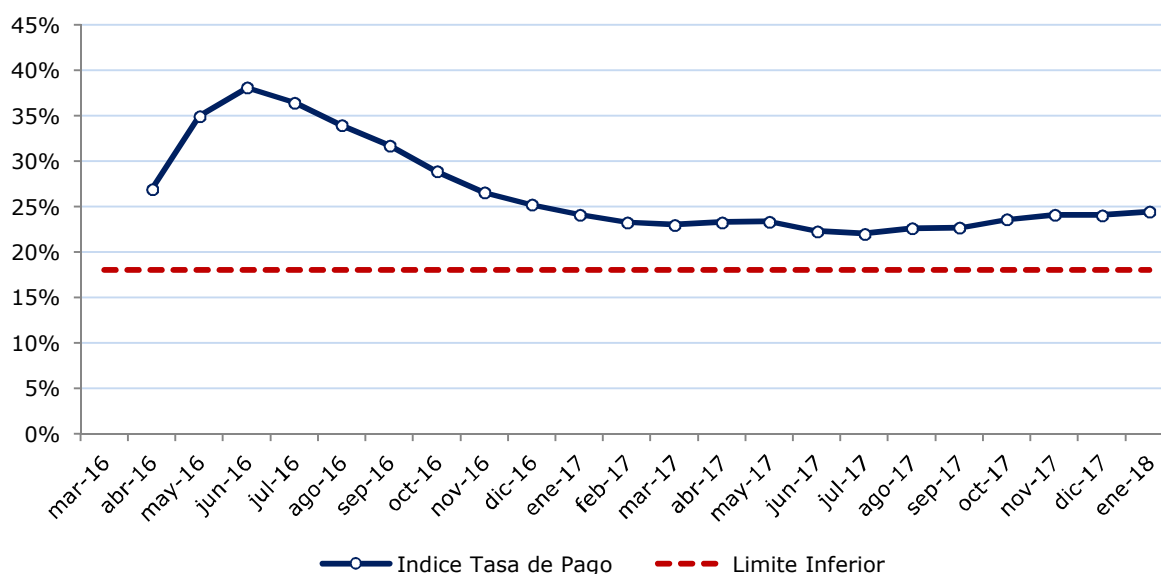


Ilustración 4: Evolución tasa de pago

Plazo

En cuanto al plazo de las facturas, el promedio móvil de éstas no debiese superar los siete meses y medio, límite que ha logrado cumplir el patrimonio separado, llegando a su máximo en septiembre de 2016, tal como se presenta en la Ilustración 5.

Dilución

La dilución de las facturas con que cuenta el patrimonio separado no puede exceder al 4,0% de la cartera por más de tres meses seguidos. El patrimonio separado, tal como lo muestra la Ilustración 6, no ha excedido ese guarismo desde sus inicios.

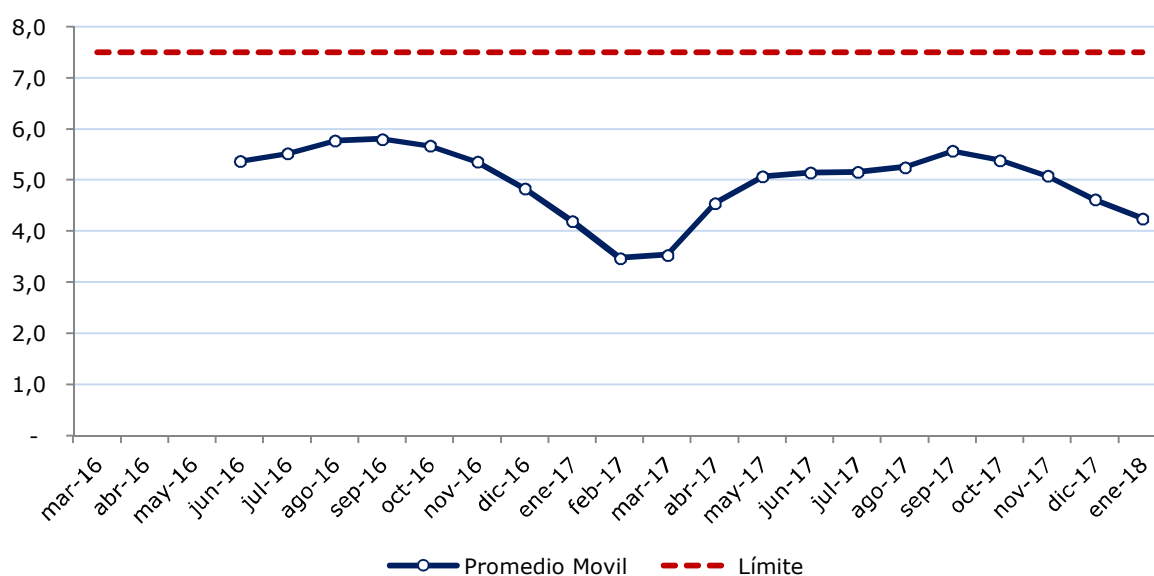


Ilustración 5: Evolución plazo de facturas mensuales

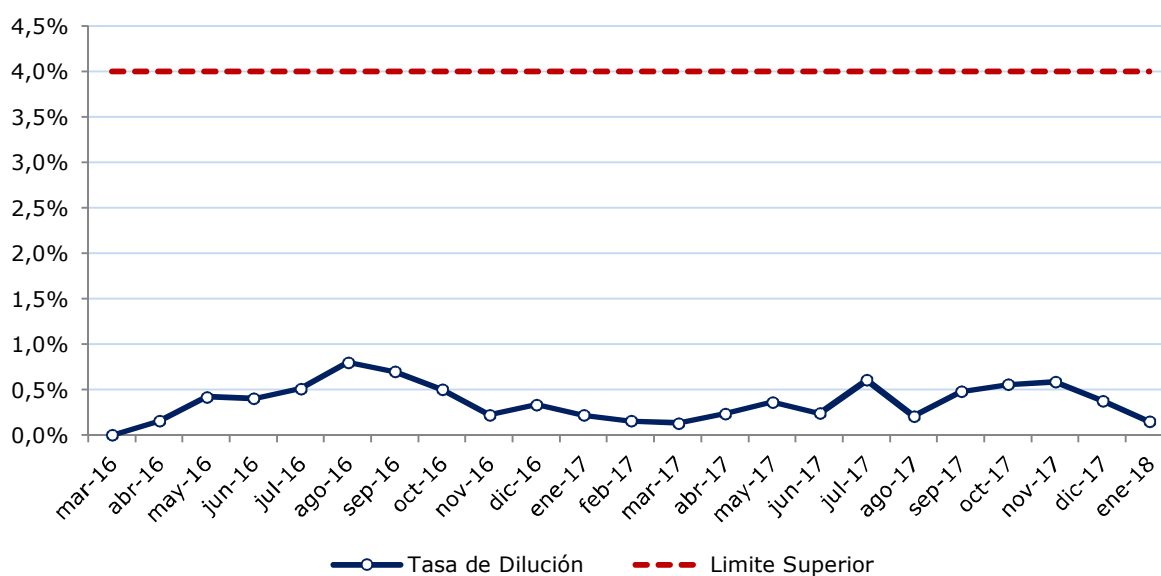


Ilustración 6: Evolución tasa de dilución de las facturas

Otros antecedentes

En el informe de Primera Clasificación del Emisor y sus valores de **Decimoctavo Patrimonio Separado** de Banchile Securitizadora³ se puede encontrar la lista extensa de todos los eventos de aceleración con los que cuenta el patrimonio separado así como también los fondos que se constituyeron para su funcionamiento.

"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."

³ Que se puede encontrar en la página web de la clasificadora en <http://www.humphreys.cl>