



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Tipo reseña:
**Anual y Cambio de
Tendencia de Clasificación**

Analista
Luis Felipe Illanes Z.
Tel. (56-2) 2433 5200
Luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Securizadora Sudamericana S.A.

Segundo Patrimonio Separado

Septiembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie A	AA
Serie B	C
Tendencia	Serie A: Desfavorable ¹ / Serie C : Estable
Estados Financieros	Junio de 2013

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BINTS-BA
Inscripción Registro de Valores	Nº 383, 21 de Septiembre de 2004
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional y Mutuos Hipotecarios
Originador	BBVA Sociedad de Leasing Inmobiliario S.A. BBVA, Chile
Administrador Primario	BBVA Sociedad de Leasing Inmobiliario S.A.
Administrador Maestro	Acfin S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco del Estado de Chile

Resumen características cartera securitizada					
Tipo de activo	Saldo insoluto UF	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	206.693	389	9,71%	69,29%	859
Mutuos hipotecarios	121.539	138	8,17%	52,07%	2.129
TOTAL	328.233	527	9,14%	62,91%	1328

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a junio de 2013.

El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.

Características de las series de bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor nominal actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	1.250.000	424.558	4,5%	Oct-2026
B	Subordinada	161.000	278.058	6,0%	Nov-2026

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de junio de 2013

¹ Tendencia anterior: En Observación.

Opinión

Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a los bonos serie A, preferente, emitidos por el segundo patrimonio separado de **Securizadora Sudamericana S.A.** se basa en los niveles de protección que otorgan los flujos esperados de los activos securitizados de respaldo. Ello, en consideración al nivel de riesgo de dichos activos, actualmente conformados por 389 contratos de *leasing* habitacional, tanto directos como con AFV, originados principalmente por BBVA Sociedad de Leasing Inmobiliario S.A. y 138 mutuos hipotecarios, originados en su totalidad por BBVA Chile.

El cambio de tendencia a la clasificación de la serie A, desde “*En Observación*” a “*Desfavorable*”, es consecuencia de los elevados saldos de caja que ha acumulado el patrimonio en los últimos periodos, lo cual conlleva a que no se capture de forma eficiente el diferencial de tasas existente entre los activos securitizados y la deuda, debilitando el potencial del sobrecolateral de la operación. Dicha acumulación de caja se produce principalmente por los recursos captados con la liquidación anticipada de las operaciones, ya sea voluntaria o forzosa (“Fondo de Prepago y Recuperación de Activos”).

Cabe precisar que la acumulación de caja referida en el párrafo anterior no era consistente con lo establecido por la escritura de emisión de bonos que señalaban la obligación de sustituir activos o prepagar bonos cuando el fondo de “Fondo de Prepago y Recuperación de Activos” superase lo UF 5.000. En la última junta de tenedores de bonos, el guarismo límite de UF 5.000 se sustituyó por el 4% del saldo insoluto del bono preferente

Con todo, a la fecha se tiene acumulado en el “Fondo de Prepago y Recuperación de Activos” un monto muy superior al 4% del saldo insoluto del bono preferente, no habiéndose efectuado la sustitución de activos y tampoco el prepago de bonos, lo cual es financieramente perjudicial para el patrimonio separado por cuanto implica mantener activos con una rentabilidad inferior a la tasa de interés de los pasivos.

Según información al 19 de agosto de 2013, el “Fondo de Prepago y Recuperación de Activos” ascendía a UF 49.316, monto que supera en más del 10% el saldo insoluto del bono preferente, afectando negativamente el exceso de *spread* del patrimonio separado y provocando un deterioro en su situación financiera.

En paralelo, el cambio de tendencia incorpora el debilitamiento observado en los últimos dos años en el sobrecolateral nominal de la operación.

Con todo, el actual nivel de activos sigue siendo elevado en relación con las obligaciones preferentes del patrimonio separado, pero la permanencia prolongada y continua de activos de baja rentabilidad podría disminuir su capacidad de pago y, por ende, la clasificación de riesgo de la serie A.

En cuanto al comportamiento de la cartera hipotecaria que conforma el patrimonio separado, se observa que a junio de 2013 el *default* (mora sobre 90 días y activos efectivamente liquidados) representaba el 11,45% del saldo insoluto de los activos. Durante los últimos tres años, este indicador se ha mantenido estable alrededor del 10% y, dado el *seasoning* promedio de los activos de respaldo -133 meses-, no se esperan cambios significativos a futuro. En el caso de contratos de *leasing* y de mutuos hipotecarios, el *default* ascendía a 4,28% y 18,84%, respectivamente. En septiembre de 2011 se registró una importante liquidación de activos por un monto aproximado de UF 30.900; con esto, y a junio de 2013, las operaciones efectivamente liquidadas llegaban a 6,60%.

Por otro lado, a junio del 2013 el prepago acumulado medido en relación con el saldo insoluto original, ascendía a 65,58% en el caso de los mutuos hipotecarios y a 19,94% en el caso de los contratos de *leasing*. El prepago conjunto de la cartera era de 47,96% del saldo insoluto original, nivel que se encontraba por encima del valor esperado entregado por el modelo dinámico de **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado.

La clasificación en "*Categoría C*" de la serie subordinada se basa en el hecho de que su pago está subordinado al cumplimiento de la serie preferente, por cuanto absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos, reforzando de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por la serie preferente, aunque exponiendo a los tenedores de este título subordinado a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

Para la mantención de la clasificación de riesgo de los bonos preferentes es necesario que no caigan sus niveles de sobrecolateralización, que la morosidad de los mutuos hipotecarios y contratos de *leasing* se reduzcan o se mantenga en el mediano plazo y que no se deterioren las demás variables que determinan la capacidad de pago del patrimonio separado.

Perspectivas de la clasificación

Desfavorable

La perspectiva de la clasificación se evalúa con tendencia “*Desfavorable*” sobre la base de lo expuesto en el acápite “Fundamentos de la Clasificación”.

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

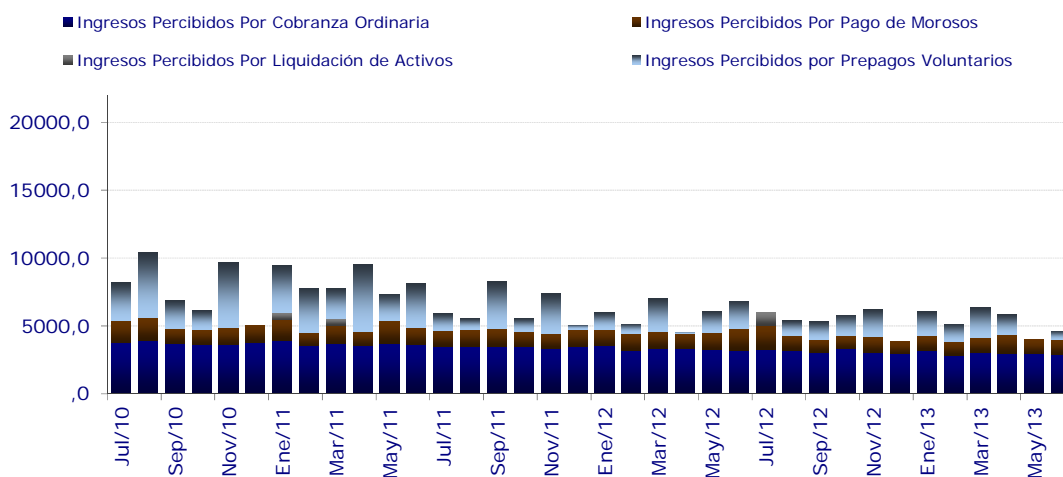
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre julio de 2010 y junio de 2013, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a las UF 4.616 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en agosto de 2010 (UF 5.606) y la menor en febrero de 2013 (UF 3.825). En el mismo período, los ingresos extraordinarios, provenientes de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.877.

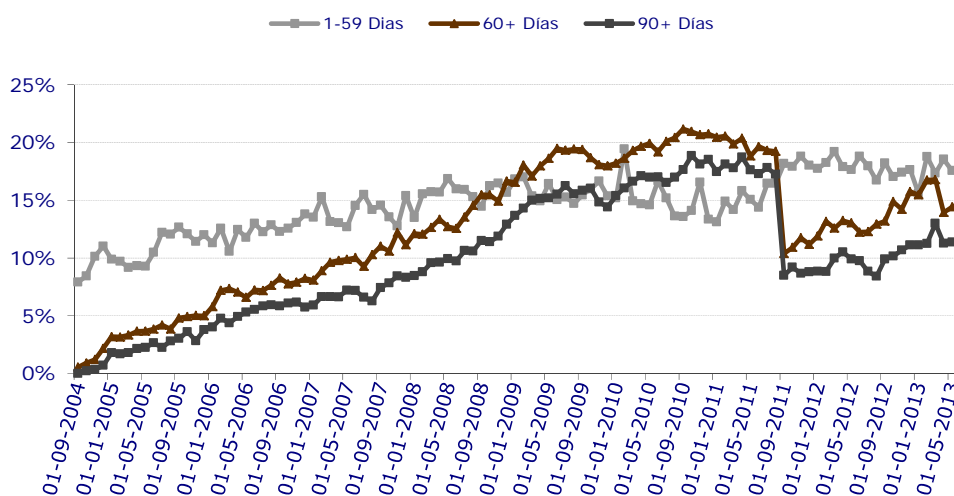
Recaudación



Morosidad de la cartera de activos

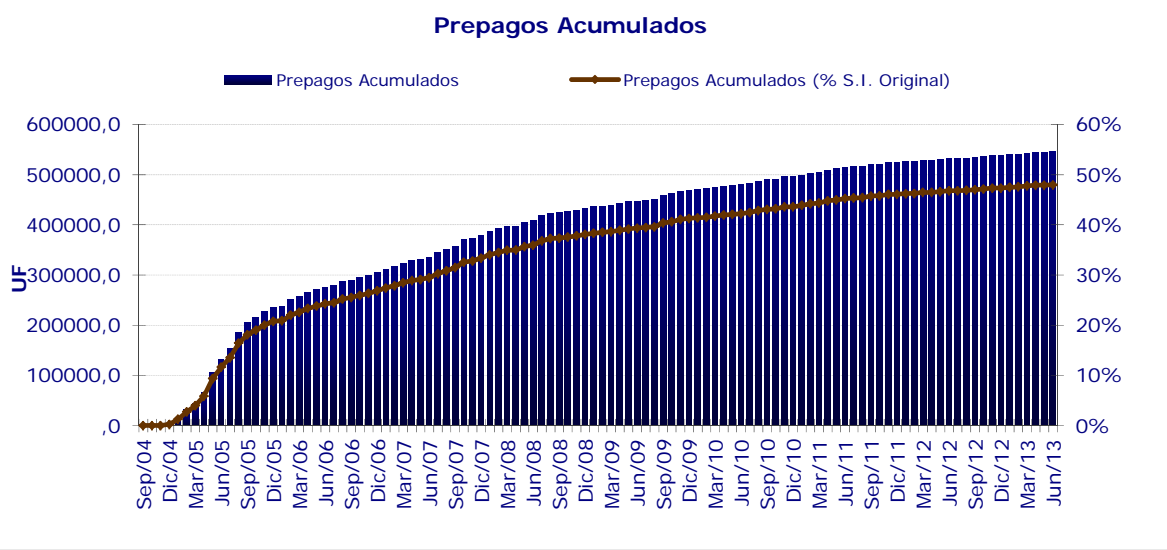
Hasta septiembre de 2011, la mora mayor a 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, se mantenía en niveles entre el 15% y 20%, sin embargo, tras una importante liquidación de activos morosos llevada a cabo durante ese mes, este tramo de mora se redujo considerablemente y a junio de 2013 alcanzaba aproximadamente el 11,45% de la cartera vigente. Por su parte, la mora mayor a 60 días era ligeramente superior al 14,75% y la menor a 60 días se acercaba al 17,55%

Morosidad en Función del S.I.



Prepagos voluntarios

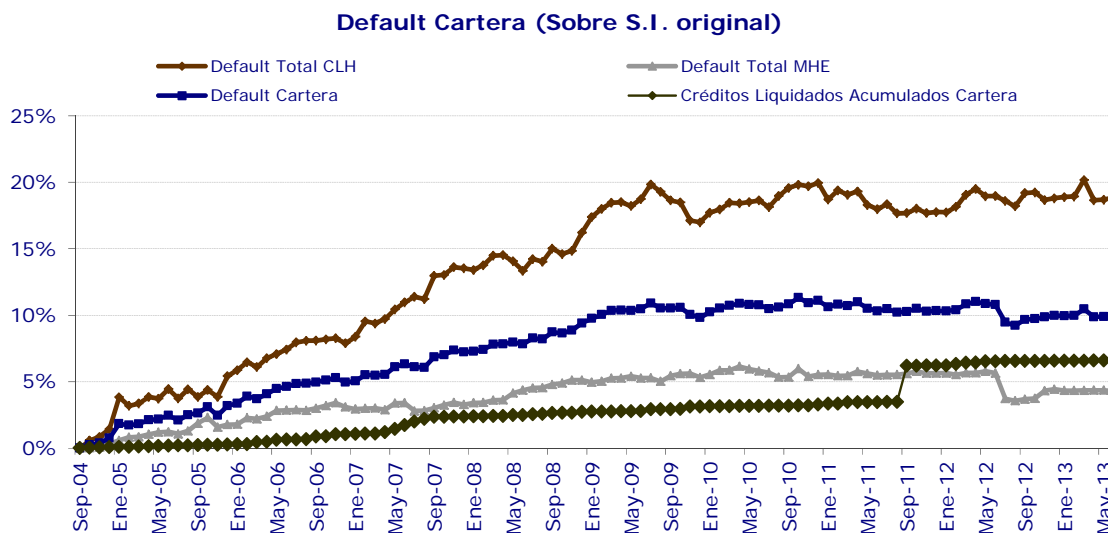
A partir de diciembre de 2004 el patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos, los que a junio de 2013 acumulaban un monto equivalente a UF 545.346, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 47,90% del saldo insoluto original de la cartera. Este guarismo está influenciado fundamentalmente por los mutuos hipotecarios que acumulan un prepago del 65,58%; entre tanto, los contratos de *leasing* alcanzan un 19,94%. Todo lo anterior medido como porcentaje sobre la cartera original. El nivel de prepagos registrado por el presente patrimonio separado se encuentra por encima de los niveles medios proyectados por el modelo dinámico de **Humphreys** al inicio de la operación, pero aún no ha superado los niveles máximos considerados por el mismo.



Default de la cartera

Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** considera en *default* la cartera con mora superior a tres cuotas. En el siguiente gráfico se muestra el *default* de los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A junio de 2013, el *default* total de la cartera alcanzaba el 9,90% del saldo insoluto original, valor que se ha mantenido estable alrededor del 10% durante los últimos tres años. Dada la antigüedad de la cartera, **Humphreys** no espera cambios significativos en este indicador. Los niveles de *default* acumulado de las cartera de mutuos y *leasing* alcanzaban el 4,28% y el 18,84%, respectivamente. En septiembre de 2011 se registró una importante

liquidación de activos por un monto aproximado de UF 30.900, con lo que, a junio de 2013, los activos liquidados casi se duplicaron, llegando a 6,60% del saldo insoluto original de la cartera.



Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

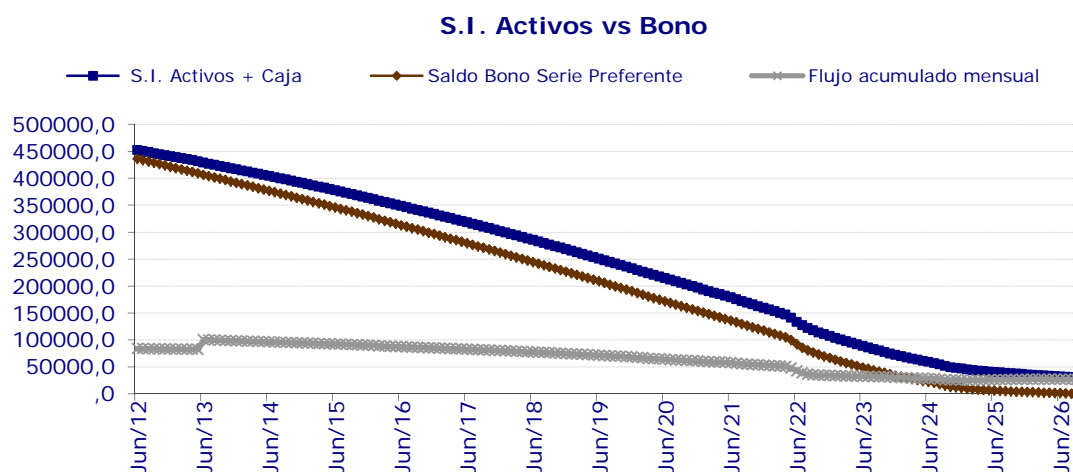
Fecha	LTV ²	Tasación	Tasa de interés	Seasoning
Junio - 13	62,91%	UF 1.328	9.14%	133
Inicial (Sep-04)	82,92%	UF 1.794	8,82%	28

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de la serie preferente, desde junio de 2013 hasta el vencimiento de estos bonos. Se muestra también una estimación de la caja que acumularía el patrimonio separado. Los flujos de caja y los saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin prepagos ni *default*, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 4.000 al año (en la práctica esta cifra ha sido menor). Se observa que durante toda la vida del patrimonio separado, el valor de los activos supera el saldo insoluto de los bonos

² LTV: Relación existente entre el monto adeudado y la tasación.

preferentes, lo que le permite a la estructura generar la caja necesaria par cumplir con holgura sus obligaciones emanadas de la emisión de la serie A.



“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 auditoria 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.”