



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Securitizadora Security S.A.

Decimocuarto Patrimonio

Separado

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Sebastián Arriagada T.
Hernán Jiménez A.
sebastian.arriagada@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Noviembre 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos securitizados	
Serie A1, A2, A3	AAA
Serie B1, B2, B3	AA
Serie C1, C2, C3	A
Serie D1, D2, D3	BBB
Serie E1, E2, E3	BB
Serie F1, F2, F3	C
Tendencia	Estable
EEFF Base	30 septiembre 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº866 de 07.09.17
Serie A1	Primera emisión
Serie B1	Primera emisión
Serie C1	Primera emisión
Serie D1	Primera emisión
Serie E1	Primera emisión
Serie F1	Primera emisión
Serie A2	Segunda emisión
Serie B2	Segunda emisión
Serie C2	Segunda emisión
Serie D2	Segunda emisión
Serie E2	Segunda emisión
Serie F2	Segunda emisión
Serie A3	Tercera emisión
Serie B3	Tercera emisión
Serie C3	Tercera emisión
Serie D3	Tercera emisión
Serie E3	Tercera emisión
Serie F3	Tercera emisión

Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-14
Activos de Respaldo	Contratos de leasing habitacional y Mutuos hipotecarios endosables. Inmobiliaria Casanuestra S.A.
Originadores y Administradores Primarios	Hipotecaria La Construcción S.A. Hipotecaria La Construcción Leasing S.A. Agente Administrador de Mutuos Hipotecarios Andes S.A. Hipotecaria Security Principal S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de los activos	Contrato de arrendamiento con promesa de compraventa y mutuos hipotecarios endosables, emitidos en unidades de fomento con tasas de interés fija y respaldo de bienes raíces.

Resumen características cartera securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
Mutuos hipotecarios endosables	1.482.245	1.759	5,71%	59,20%	UF 1.423
Contratos de leasing habitacional	688.178	1.238	9,47%	52,09%	UF 1.067
Total	2.170.423	2.997	6,90%	56,95%	UF 1.310

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a agosto de 2020. Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.

Características de las Series de Bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par* (UF) al 31/07/2021	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	711.000	584.070	3,30%	ene-43
B1	Subordinada	76.000	82.471	4,00%	ene-43
C1	Subordinada	12.000	13.279	4,00%	ene-43
D1	Subordinada	9.000	10.058	4,00%	ene-43
E1	Subordinada	6.000	6.705	4,00%	ene-43
F1	Subordinada	35.000	47.012	8,00%	ene-43
A2	Preferente	756.000	667.471	3,30%	ene-43
B2	Subordinada	119.000	125.389	4,00%	ene-43
C2	Subordinada	5.5000	5.910	4,00%	ene-43
D2	Subordinada	3.600	3.869	4,00%	ene-43
E2	Subordinada	6.800	7.307	4,00%	ene-43
F2	Subordinada	5.000	6.100	8,00%	ene-43
A3	Preferente	835.000	781.053	2,50%	ene-43
B3	Subordinada	139.000	142.018	3,75%	ene-43
C3	Subordinada	9.000	9.366	3,75%	ene-43
D3	Subordinada	5.000	5.203	3,75%	ene-43
E3	Subordinada	5.000	5.203	3,75%	ene-43
F3	Subordinada	9.000	9.540	8,00%	ene-43
Total		2.746.900	2.512.26		

* Valor Par incluye capital e intereses devengados

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo del **Decimocuarto Patrimonio de Securitizadora Security S.A.** se fundamenta en que los flujos esperados que conforman el patrimonio separado resultan elevados en relación con las obligaciones emanadas de las emisiones de los bonos preferentes (A1, A2 y A3). En cuanto a las restantes series, dependiendo del nivel de subordinación, la suficiencia de los flujos va disminuyendo hasta tornarse insatisfactoria para el caso de los títulos calificados en "Categoría C".

En relación con la contingencia asociada a los efectos del Covid-19 y según la información a junio del presente año, se observa que los niveles de mora dura de los activos que respaldan el pago de los bonos han disminuido respecto a junio de 2020. Por otro lado, ante una eventual y significativa reducción de la recaudación, el nivel de caja actual del patrimonio separado permite cumplir con las obligaciones de corto y mediano plazo, incluso si la situación de estrés se prolonga por más de un año.

Los activos del patrimonio están conformados por 1.740 mutuos hipotecarios endosables y 1.223 contratos de *leasing* habitacional originados por Inmobiliaria Casanuestra S.A., Hipotecaria La Construcción S.A., Hipotecaria La Construcción Leasing S.A., Agente Administrador de Mutuos Hipotecarios Andes S.A. e Hipotecaria Security Principal S.A.

La clasificación de las series A, B, C, D, E y F se mantienen en "*Categoría AAA*", "*Categoría AA*", "*Categoría A*", "*Categoría BBB*", "*Categoría BB*" y "*Categoría C*", respectivamente, debido a que el patrimonio separado, en sus primeros años de historia, presenta un comportamiento dentro de lo esperado por **Humphreys** en los escenarios considerados al momento de la clasificación inicial, incluso producidos los efectos de la pandemia.

A junio de 2021, el valor de los activos —saldo insoluto de los créditos vigentes incluyendo los saldos en caja y valor ajustado de viviendas recuperadas— representaban en torno al 107,19% del monto de los bonos preferentes serie A1, A2 y A3. En agosto de 2020, ese ratio se encontraba en torno al 103,79%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B1, B2, B3 y C1, C2, C3, se ubica en 91,45% y 90,36%, respectivamente, en comparación al registro de agosto de 2020 donde ascendían a 89,21% y 88,22%. Es preciso indicar que en diciembre de 2019 el patrimonio separado incorporó 966 activos a los que se registraban a noviembre de 2019, incrementando el saldo insoluto de los contratos de *leasing* habitacionales y mutuos hipotecarios endosables desde UF 1.387.840 a UF 2.221.541, permitiendo colocar la tercera emisión de bonos del patrimonio separado.

A la fecha, los activos hipotecarios poseen niveles de *default*¹ cercanos a los máximos presupuestados inicialmente por el modelo dinámico aplicado por **Humphreys** para la cantidad de meses transcurridos del entero de los activos al patrimonio, presentando en junio de 2021 un 13,57% del saldo insoluto de la cartera original. No obstante, a la fecha no ha habido liquidación efectiva de activos; y, dado la experiencia en carteras de similares características, es posible esperar que se revierta parte del *default* representado por la mora sobre 90 días.

Los prepagos, por su parte, han mostrado un comportamiento bajo la media arrojado por el modelo dinámico inicial de **Humphreys**, alcanzando en torno al 2,02% del saldo insoluto de la incorporación de nuevos activos. Debe tenerse presente que la cartera fue conformada con contratos de *leasing* habitacional y mutuos hipotecarios; estos últimos exhiben mayores tasas de pagos anticipados. Sin embargo, la securitizadora ha sustituido los contratos que se prepagaron con tal de mantener el calce de los flujos.

La clasificación de las series subordinadas se basa en el hecho de que su pago está supeditado al cumplimiento de las series preferentes, absorbiendo prioritariamente las pérdidas de flujos que tengan los activos. Se refuerza de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por la serie preferente, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados, en distinta medida, a un incremento de pérdida de capital y/o intereses; siendo las más elevada la de las series F1, F2 y F3.

Para todas las series del patrimonio separado, la clasificadora no espera antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas en la evaluación de patrimonio separado. Bajo este contexto, se mantienen las perspectivas de la clasificación como "*Estables*" para dichas series.

¹ Manteniendo un juicio conservador, **Humphreys** considera para su análisis de *stress* la mora mayor a 90 días como irrecuperable, entendiendo que gran parte resulta no serlo.

Definición categorías de riesgo

Categoría AAA

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.

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 A

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 BBB

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

Categoría BB

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

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 de patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre julio de 2019 y junio de 2021 el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria —dividendos pagados al día más dividendos morosos— de aproximadamente UF 11.309 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2020 (UF 14.637) y la menor en noviembre de 2019 (UF 7.484). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.024 en el mismo período. La evolución de la recaudación del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

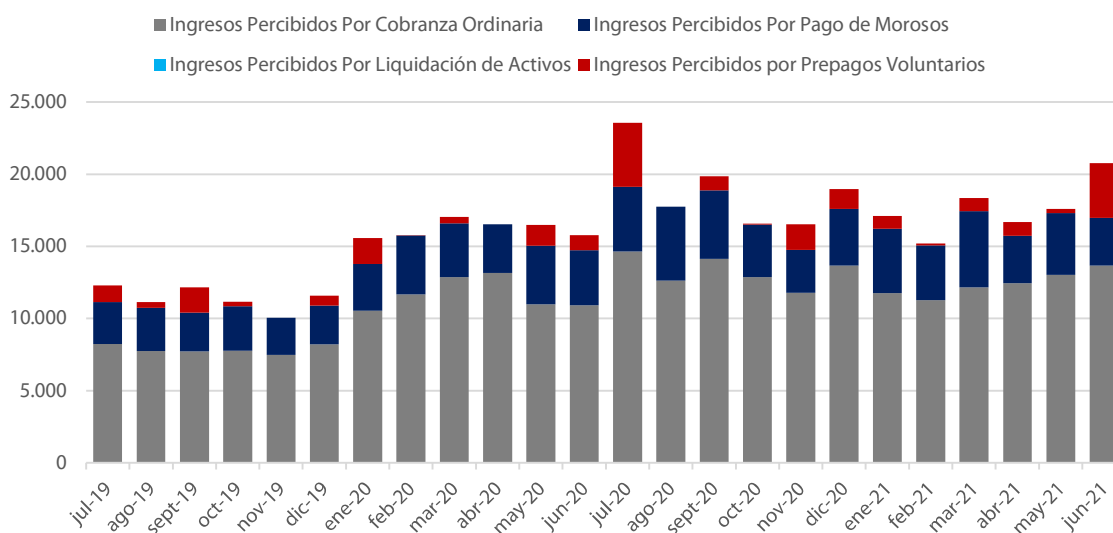


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

En la Ilustración 2, que muestra el comportamiento de pago de la cartera crediticia, se observa durante el último año una volatilidad en la mora mayor a 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, que ha fluctuado entre 4,74% y 16,27%. Este indicador pasó de un 16,27% del saldo insoluto vigente en julio de 2020 a un 13,48% en junio de 2021. A esta última fecha, la mora mayor a 60 días alcanzaba a un 14,70%, mientras que la entre uno y 59 días llegaba a un 12,67%.

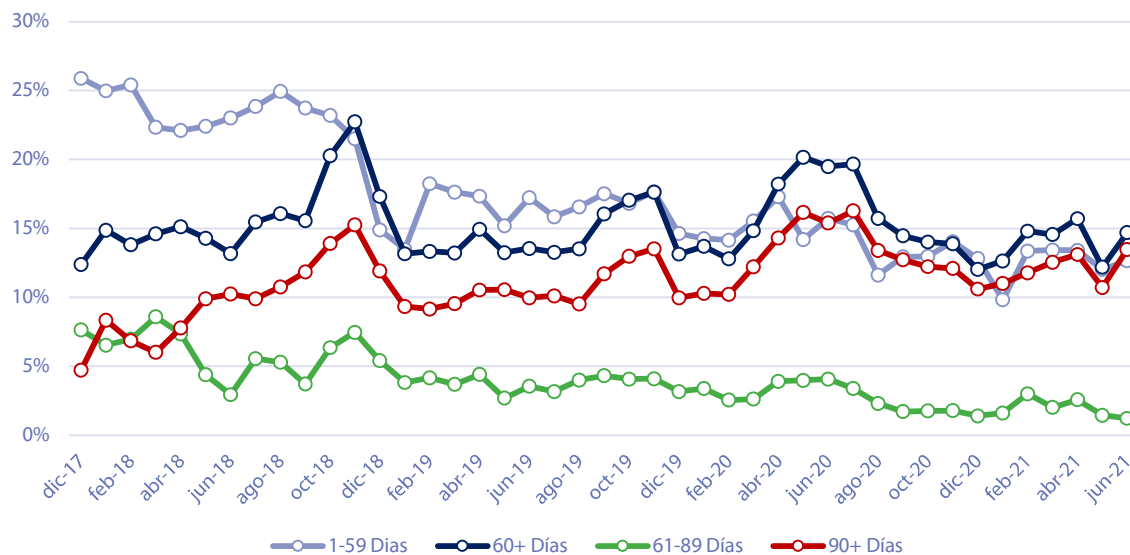


Ilustración 2: Morosidad de activos

Prepagos voluntarios

Hasta junio de 2021, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 44.184 considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, con un 2,02% del monto de la cartera al momento de la incorporación de nuevos activos al patrimonio. . A junio 2021 los prepagos de la cartera de mutuos alcanzaron el 2,12% del saldo insoluto de la incorporación de nuevos activos, mientras que los contratos de *leasing*, a la misma fecha, ascendían a un 1,82%.

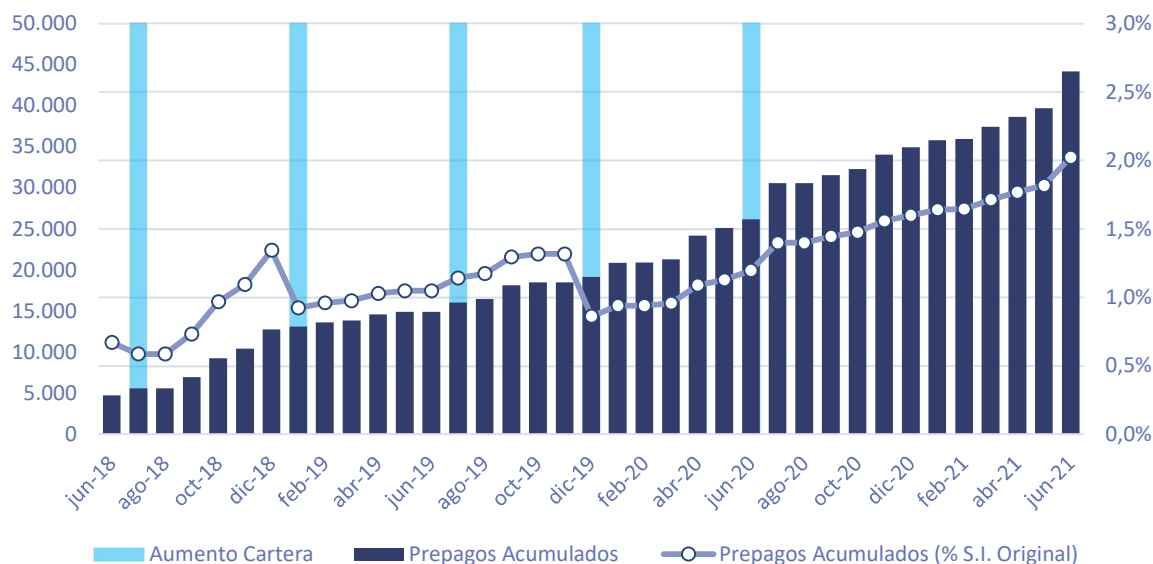


Ilustración 3: Prepago de activos

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 la Ilustración 4 se muestra el *default* de los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A agosto de 2021, el *default* total de la cartera alcanzaba el 13,63% del saldo insoluto al momento de incorporación de los activos asociados a la última emisión de bonos (este porcentaje es de 21,07% y 42,81% si se mide en relación con cartera hace 12 y 24 meses, respectivamente). Dada la poca antigüedad de la cartera, a futuro se esperan cambios significativos en este indicador.

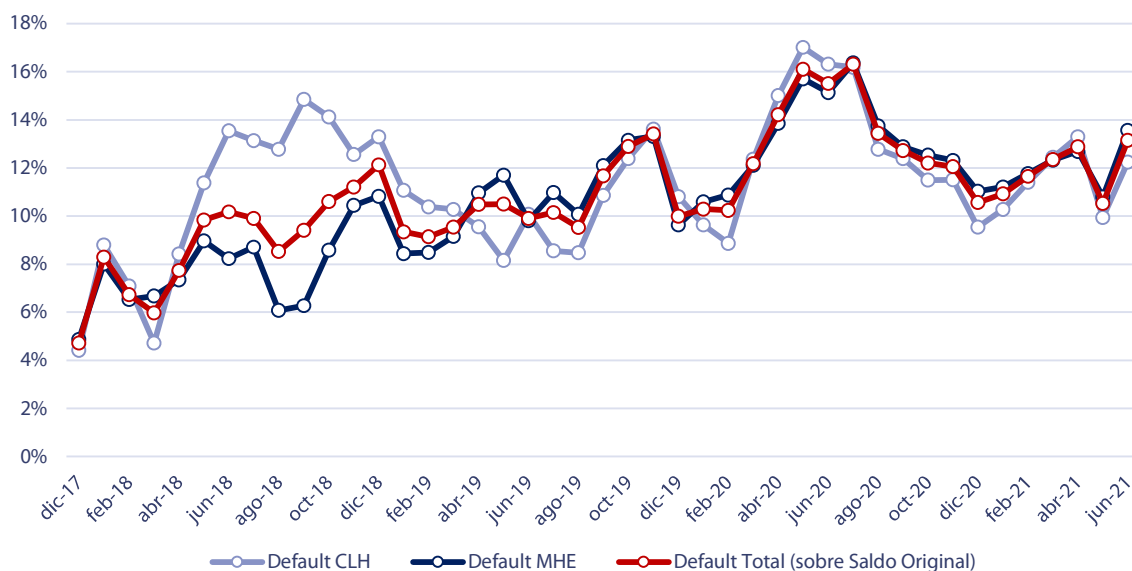


Ilustración 4: Default de la cartera de activos

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Original (Oct-17)	56,95	UF 1.310	6,90%	34
Actual (Jul 21)	55,81	UF 1.313	6,89%	43

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 las series preferentes, desde julio de 2021 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 3.600 al año y gasto variable de UF 0,23 por contrato (en la práctica el gasto fijo ha sido menor).

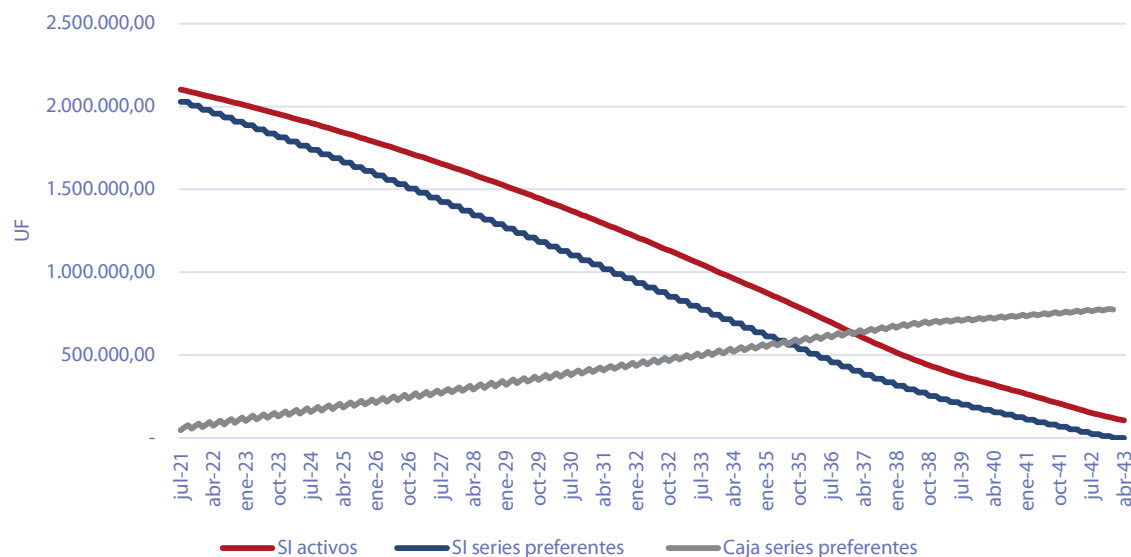


Ilustración 5: Proyección teórica de los flujos del patrimonio separado

Cabe señalar que en los hechos la caja sería menor, pero también las obligaciones del patrimonio separado debido a que los excedentes de caja ordinario se destinarían —además del pago de las series preferentes— al pago de intereses de las series *mezzanine* cuando cumplan las condiciones estipuladas, al margen que los ingresos por concepto de prepago de activos, voluntarios o forzosos, se destinan a pagos anticipados (de contar con recursos en la cuenta por montos superiores a las UF 300) o bien pueden ser utilizados para la sustitución de activos.

"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."