

## **Securitizadora Security S.A.**

## **Decimocuarto Patrimonio**

## **Separado**

Anual desde Envío Anterior

### ANALISTAS:

Camila Alvarado Y.

Hernán Jiménez A.

[camila.alvarado@humphreys.cl](mailto:camila.alvarado@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

### FECHA

Noviembre 2022

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia

Bonos securitizados:

Serie A1, A2, A3	<b>AAA</b>	<b>Estable</b>
Serie B1, B2, B3	<b>AA</b>	<b>En Observación</b>
Serie C1, C2, C3	<b>A</b>	<b>En Observación</b>
Serie D1, D2, D3	<b>BBB</b>	<b>En Observación</b>
Serie E1, E2, E3	<b>BB</b>	<b>En Observación</b>
Serie F1, F2, F3	<b>C</b>	<b>Estable</b>

EEFF base

30 de septiembre de 2022

#### Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Línea de bonos N°866 de 07.09.17

Serie A1 (BSECS-14A1)	1ª emisión	Serie A2 (BSECS-14A2)	2ª emisión	Serie A3 (BSECS-14A3)	3ª emisión
Serie B1 (BSECS-14B1)	1ª emisión	Serie B2 (BSECS-14B2)	2ª emisión	Serie B3 (BSECS-14B3)	3ª emisión
Serie C1 (BSECS-14C1)	1ª emisión	Serie C2 (BSECS-14C2)	2ª emisión	Serie C3 (BSECS-14C3)	3ª emisión
Serie D1 (BSECS-14D1)	1ª emisión	Serie D2 (BSECS-14D2)	2ª emisión	Serie D3 (BSECS-14D3)	3ª emisión
Serie E1 (BSECS-14E1)	1ª emisión	Serie E2 (BSECS-14E2)	2ª emisión	Serie E3 (BSECS-14E3)	3ª emisión
Serie F1 (BSECS-14F1)	1ª emisión	Serie F2 (BSECS-14F2)	2ª emisión	Serie F3 (BSECS-14F3)	3ª 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 bines raíces.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual *	Valor promedio garantía
Mutuos Hipotecarios Endosables	1.389.944	1.723	5,69%	56,42%	1.430
Contratos de leasing habitacional	626.367	1.193	9,47%	49,06%	1.070
<b>Total</b>	<b>2.016.311</b>	<b>2.916</b>	<b>6,86%</b>	<b>54,13%</b>	<b>1.318</b>

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha agosto de 2022.

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 Par <sup>1</sup> (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	711.000	551.329	3,30%	ene-43
B1	Subordinada	76.000	82.741	4,00%	ene-43
C1	Subordinada	12.000	13.323	4,00%	ene-43
D1	Subordinada	9.000	10.091	4,00%	ene-43
E1	Subordinada	6.000	6.727	4,00%	ene-43
F1	Subordinada	35.000	51.099	8,00%	ene-43
A2	Preferente	756.000	635.340	3,30%	ene-43
B2	Subordinada	119.000	125.800	4,00%	ene-43
C2	Subordinada	5.500	5.930	4,00%	ene-43
D2	Subordinada	3.600	3.881	4,00%	ene-43
E2	Subordinada	6.800	7.331	4,00%	ene-43
F2	Subordinada	5.000	6.631	8,00%	ene-43
A3	Preferente	835.000	746.998	2,50%	ene-43
B3	Subordinada	139.000	142.455	3,75%	ene-43
C3	Subordinada	9.000	9.395	3,75%	ene-43
D3	Subordinada	5.000	5.219	3,75%	ene-43
E3	Subordinada	5.000	5.219	3,75%	ene-43
F3	Subordinada	9.000	9.928	8,00%	ene-43
<b>Total</b>		<b>2.746.900</b>			

<sup>1</sup> Valor Par incluye capital e intereses devengados.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo del **Decimocuarto Patrimonio Separado** 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*”.

Los activos del patrimonio están conformados por 1.723 mutuos hipotecarios endosables y 1.193 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.

A agosto de 2022, 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 107,54% del monto de los bonos preferentes serie A1, A2 y A3. En agosto de 2021 este ratio se encontraba en torno al 106,20%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B1, B2, B3 y C1, C2 y C3, se ubica en 91,01% y 89,89%, respectivamente, en comparación al registro de agosto 2021 donde ascendían a 90,59% y 89,52%. Es preciso indicar que, en diciembre de 2019, el patrimonio separado incorporó 966 activos a los que 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*<sup>2</sup> equivalentes 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 agosto de 2022 un 17,80% 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 por sobre 90 días.

Los prepagos, por su parte, han mostrado un comportamiento muy por bajo la media arrojada por el modelo dinámico inicial de **Humphreys**, alcanzando en torno al 3,50% 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 A, B, C, D, E y F se mantienen en “*Categoría AAA*”, “*Categoría AA*”, “*Categoría A*”, “*Categoría BBB*”, “*Categoría BB*” y “*Categoría C*”, respectivamente. En el caso de las series subordinadas

---

<sup>2</sup> Manteniendo un juicio conservador, **Humphreys** considera para su análisis de *stress* la moya mayor a 90 días como irrecuperable, entendiendo que gran parte resulta no serlo.

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 la más elevada la de las series F1, F2 y F3.

Para las series A y F, 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.

Por otra parte, para las series B, C, D y E la tendencia se mantiene “*En Observación*”, principalmente a que se ha evidenciado un incremento en la pérdida esperada arrojada por el modelo dinámico de **Humphreys**, bajo supuestos originales, debido al aumento de los costos por la sobretasa al impuesto territorial incorporada por la Ley N°21.210 de Modernización Tributaria (impuestos a los bienes raíces). Este aumento en los costos no estaba considerado en la estructura inicial evaluada por la clasificadora, lo que debilita — en cierta medida— la posibilidad de captura del *spread* que sirven al pago de las series subordinadas del patrimonio separado. Además, siempre existe el riesgo de incrementos futuros en la tasa de tributo. En contraposición, el patrimonio separado, en cuanto a generación de excedentes, se ha comportado de forma similar en relación con los supuestos originales sobre *default* efectivo y prepago, los cuales se encuentran dentro del promedio del comportamiento determinado por el modelo dinámico de **Humphreys** para los primeros años de funcionamiento del patrimonio (pero distante de los valores más estresados).

## Definición categoría 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 deteriorarse 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 de 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 capital.

## Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con 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 septiembre de 2020 y agosto de 2022 el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria — dividendos pagados a día más dividendos morosos— de aproximadamente UF 16.332 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en septiembre de 2020 (UF 18.877) y la menor en junio de 2022 (UF 13.730). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.527 en el mismo período. La evolución de la recaudación del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

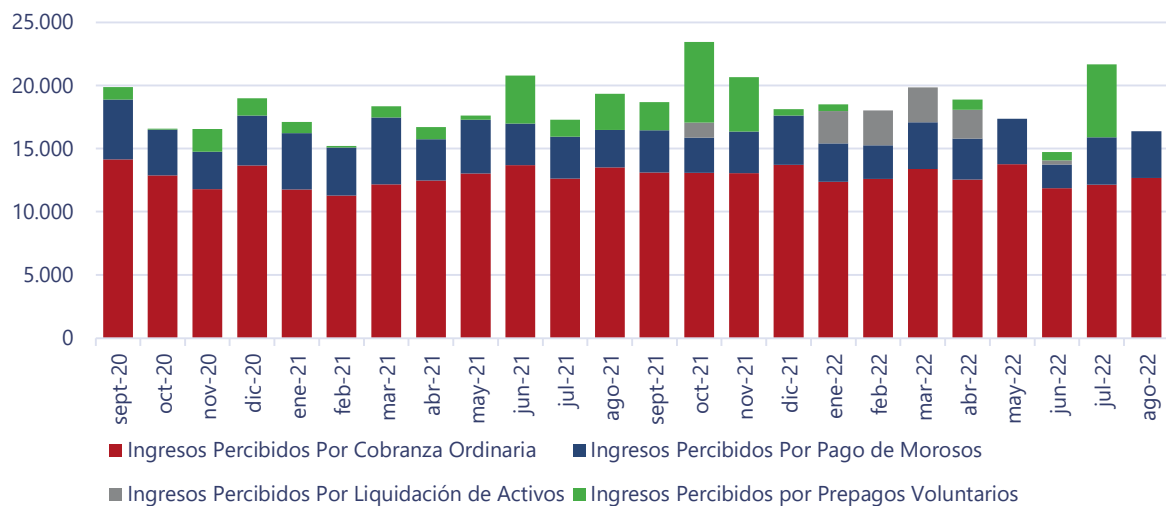


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

## 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**, ha fluctuado entre 10,61% y 18,96%. Este indicador pasó de un 12,74% del saldo insoluto vigente en septiembre de 2020 a un 18,96% en agosto de 2022. A esta última fecha, la mora mayor a 60 días alcanzaba a un 21,15%, mientras que la entre uno y 59 días llegaba a un 14,75%.

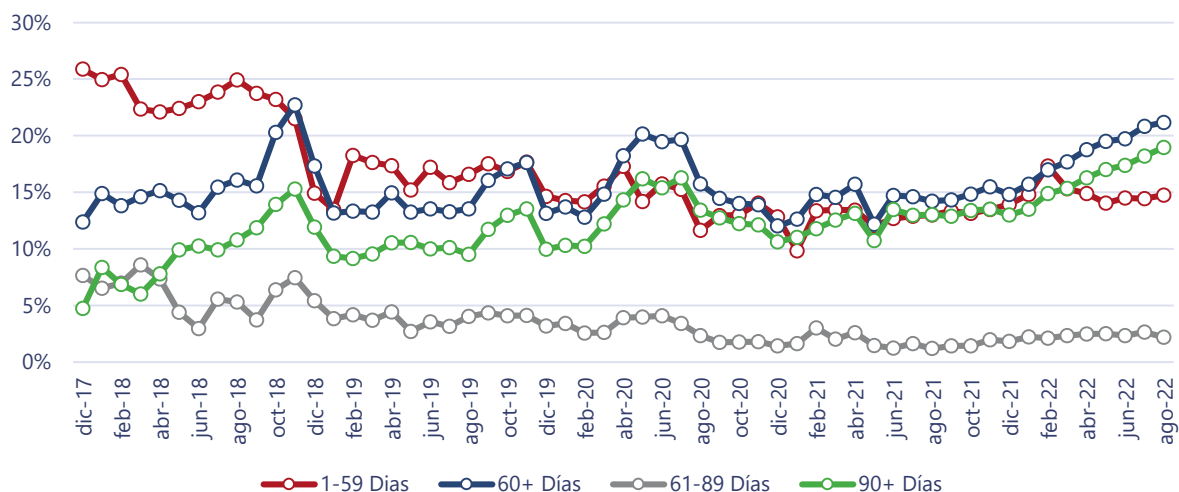


Ilustración 2: Morosidad de activos

## Prepagos voluntarios

Hasta agosto de 2022, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 76.486 considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, con un 3,50% del monto de la cartera al momento de la incorporación de nuevos activos al patrimonio. A agosto de 2022 tanto los prepagos de la cartera de mutuos como los contratos de *leasing* alcanzaron el 3,50% del saldo insoluto de la incorporación de nuevos activos.

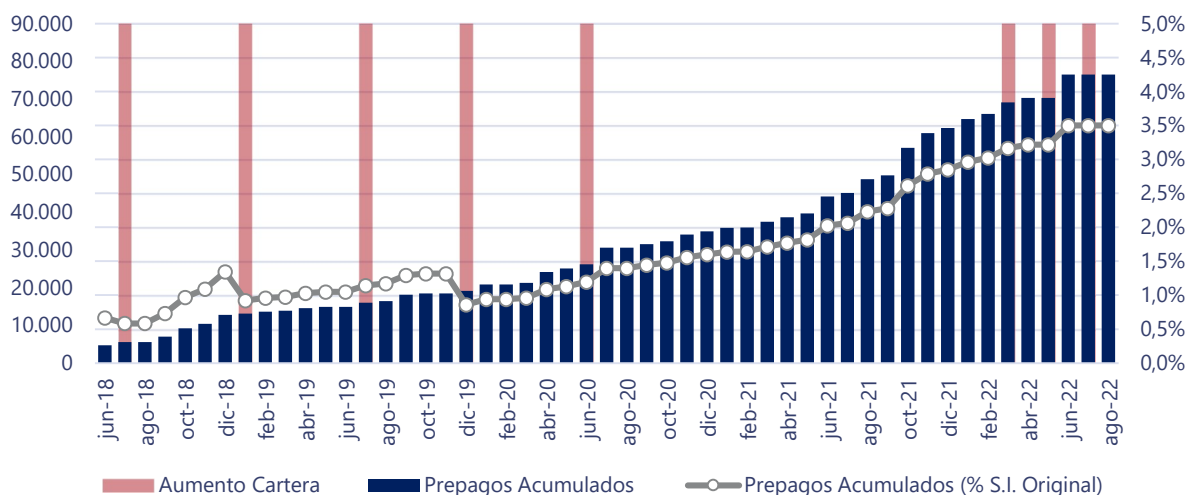


Ilustración 3: Prepago de activos

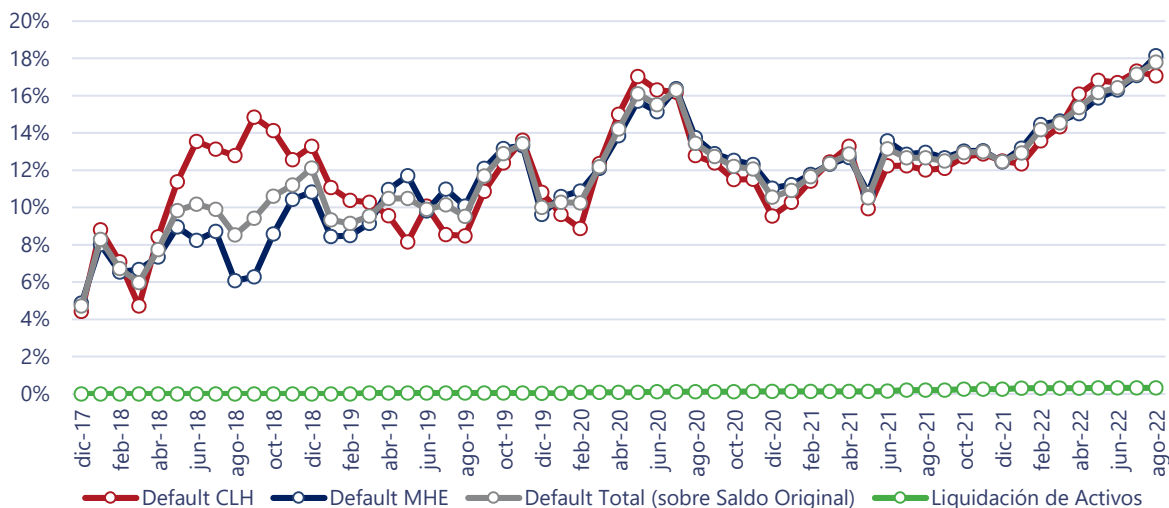


Ilustración 4: Default de la cartera de activos



## 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, en relación con el saldo insoluto original de estos, que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A agosto de 2022, el *default* total de la cartera alcanzaba el 19,15%. El indicador para la cartera de mutuos llegaba a 18,14% y para la cartera de *leasing* a 17,05%. Dada la poca antigüedad de la cartera, a futuro se esperan cambios significativos en este indicador.

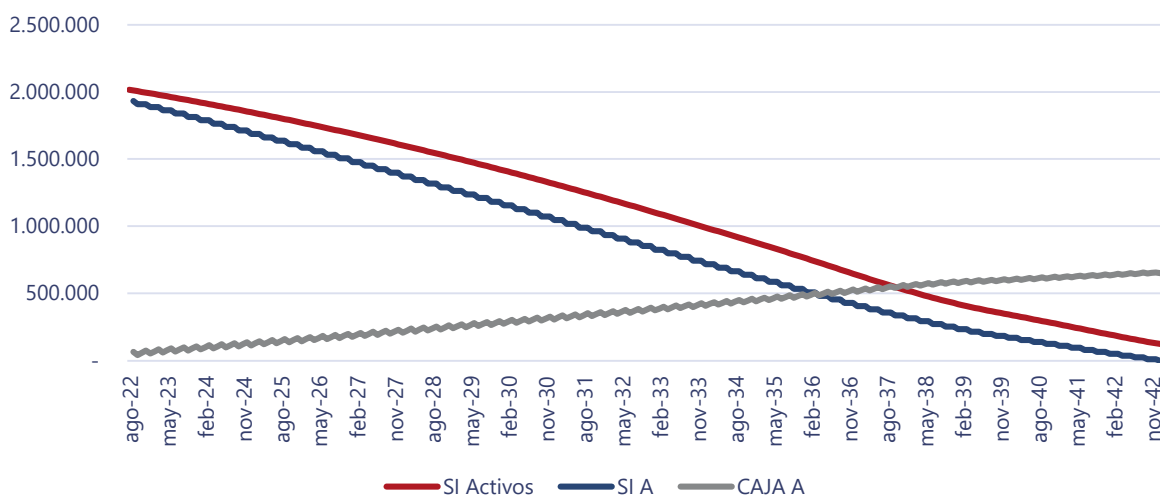
## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
<b>Original (Oct-17)</b>	56,95	UF 1.310	6,90%	34
<b>Actual (Ago 22)</b>	54,13%	UF 1.318	6,86%	56

### 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 septiembre de 2022 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 un gasto variable de UF 0,30 por contrato.



*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."*