



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# **Securizadora Security S.A. Decimocuarto Patrimonio Separado**

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:  
Diego Tapia Zárata  
Ignacio Muñoz Quezada  
diego.tapia@humphreys.cl  
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA  
Noviembre 2024

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	Tendencia

Bonos securitizados:

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

EEFF base

30 de junio de 2024

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

Línea de bonos N°866 de 07.09.17

Serie A1 (BSECS-14A1)	Primera emisión	Serie A2 (BSECS-14A2)	Segunda emisión	Serie A3 (BSECS-14A3)	Tercera emisión
Serie B1 (BSECS-14B1)	Primera emisión	Serie B2 (BSECS-14B2)	Segunda emisión	Serie B3 (BSECS-14B3)	Tercera emisión
Serie C1 (BSECS-14C1)	Primera emisión	Serie C2 (BSECS-14C2)	Segunda emisión	Serie C3 (BSECS-14C3)	Tercera emisión
Serie D1 (BSECS-14D1)	Primera emisión	Serie D2 (BSECS-14D2)	Segunda emisión	Serie D3 (BSECS-14D3)	Tercera emisión
Serie E1 (BSECS-14E1)	Primera emisión	Serie E2 (BSECS-14E2)	Segunda emisión	Serie E3 (BSECS-14E3)	Tercera emisión
Serie F1 (BSECS-14F1)	Primera emisión	Serie F2 (BSECS-14F2)	Segunda emisión	Serie F3 (BSECS-14F3)	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
Originadores y Administradores Primarios	Inmobiliaria Casanuestra S.A. 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	1.299.778	1.698	5,66%	53,37%	UF 1.434
Contratos de <i>leasing</i> habitacional	564.037	1.162	9,47%	45,66%	UF 1.063
<b>Total</b>	<b>1.863.814</b>	<b>2.860</b>	<b>6,81%</b>	<b>51,04%</b>	<b>UF 1.321</b>

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha agosto de 2024. 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	482.600	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	59.603	8,00%	ene-43
A2	Preferente	756.000	568.195	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	7.734	8,00%	ene-43
A3	Preferente	835.000	679.180	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	10.686	8,00%	ene-43
<b>Total</b>		<b>2.746.900</b>	<b>2.226.109</b>		

## 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 provenientes 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 1.698 mutuos hipotecarios endosables y 1.162 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 2024, 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 110,43% del monto de los bonos preferentes serie A. En agosto de 2023 este ratio se encontraba en torno al 108,60%. El mismo indicador, si se

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

incluyen los bonos series B, C, D y E se ubica en 91,81%, 90,56%, 89,74% y 88,94%, respectivamente. Por su parte, si se agregan los bonos de la serie F, el ratio alcanza un 85,82%.

A la fecha, los activos hipotecarios poseen niveles de *default*, medido como mora sobre 90 días más activos liquidados, 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 2024 un 18,77% del saldo insoluto de la cartera original; sin embargo, la liquidación efectiva de activos es bastante inferior, de un 1,03%. 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 4,92% del saldo insoluto a la fecha de la última incorporación masiva de nuevos activos por la tercera emisión de bonos. 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, sin afectar el calce de los flujos, la securitizadora ha sustituido algunos contratos que se han prepagado y, con ello, ha sido posible, en lo referido a dichos activos, mantener relativamente estable el exceso de *spread*.

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 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.

Las clasificaciones asignadas consideran además los aumentos de los costos por la sobretasa al impuesto territorial<sup>2</sup> incorporada por la Ley N° 21.210 de Modernización Tributaria (impuesto a los bienes raíces) que no estaban considerados inicialmente. Las clasificaciones serían revisadas ante modificaciones de las tasas que impliquen aumentos considerables en las pérdidas esperadas.

Para las series preferentes y subordinadas, 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.

En términos de ESG<sup>3</sup>, Securitizadora Security S.A. se acoge a los lineamientos de Grupo Security, adoptando principios de inversión responsable y políticas de impacto en este apartado.

## 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.

<sup>2</sup> Impuesto que afecta a los contribuyentes propietarios de bienes raíces cuyo valor, en total, supere las 670 UTA. El patrimonio se ve afectado por este tributo por cuanto es el dueño de las viviendas entregadas en arriendo.

<sup>3</sup> Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

## 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.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

# Análisis del patrimonio

## Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre septiembre de 2022 y agosto de 2024 el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria —dividendos pagados a día más dividendos morosos— de aproximadamente UF 15.308 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en marzo de 2023 (UF 17.508) y la menor en enero de 2023 (UF 12.074). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.660 en el mismo período. La evolución de la recaudación del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

## Morosidad de la cartera de activos

En la Ilustración 2, que muestra el comportamiento de pago de la cartera crediticia de los últimos dos años, se observa que para el periodo analizado ha mantenido un comportamiento similar en la mora mayor a 90 días,

considerada como dura por **Humphreys**, alcanzando un 20,97% en agosto de 2024. A la misma fecha, la morosidad en el segmento de 1 a 59 días y de 61 a 89 días llegaba a 17,69% y 1,32%, respectivamente.

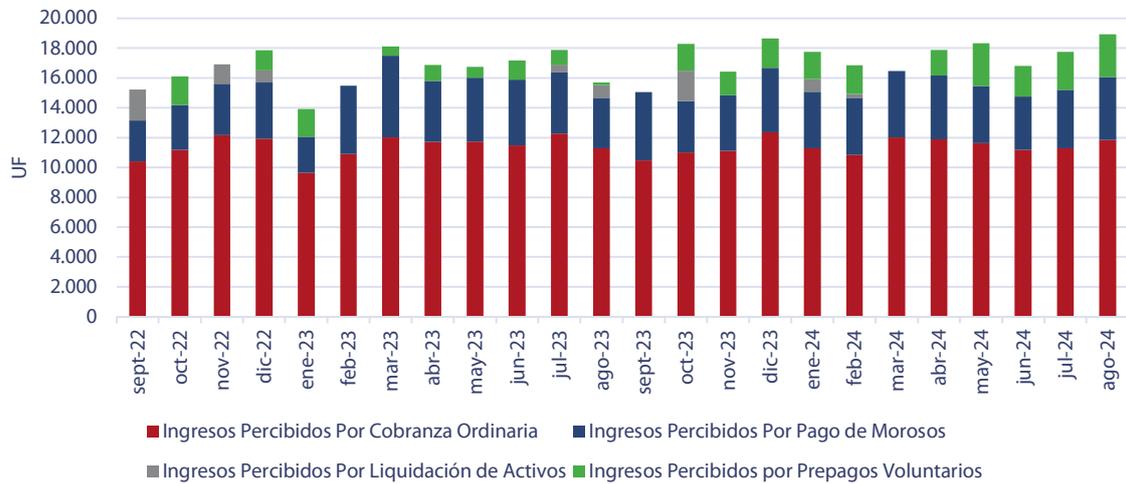


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

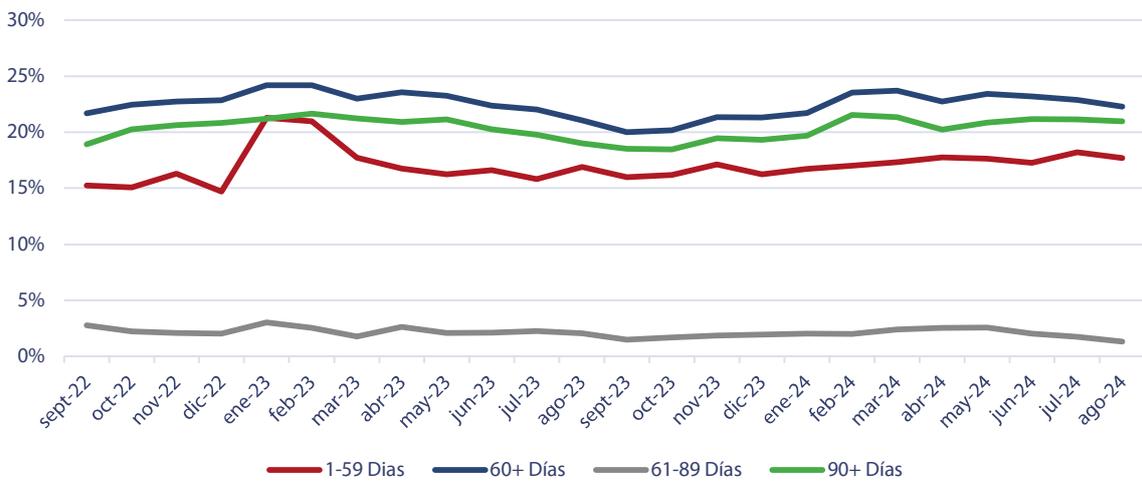


Ilustración 2: Morosidad de los activos en función al saldo insoluto

## Prepagos voluntarios

Al cierre de agosto de 2024, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 109.284 considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando un 4,92% del saldo insoluto original de la cartera. El comportamiento de los prepagos se presenta en la Ilustración 3.

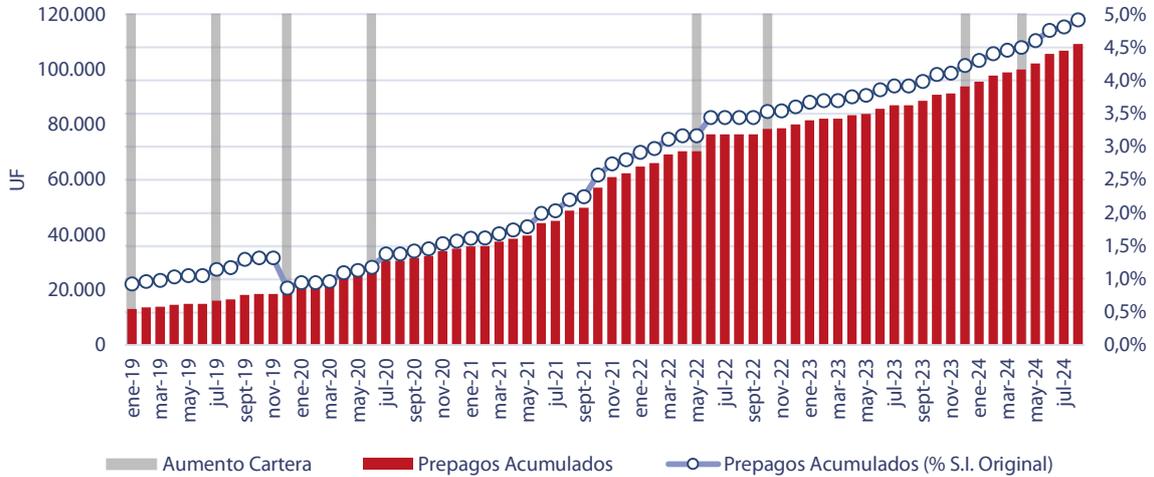


Ilustración 3: Prepagos de los activos

### 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 2024, el *default* total de la cartera alcanzaba el 18,77%. El indicador para la cartera de mutuos llegaba a 18,83% y para la cartera de *leasing* a 18,62%. Dada la poca antigüedad de la cartera, a futuro se esperan cambios significativos en este indicador. Con todo, los activos efectivamente liquidados representan 1,03% del total.

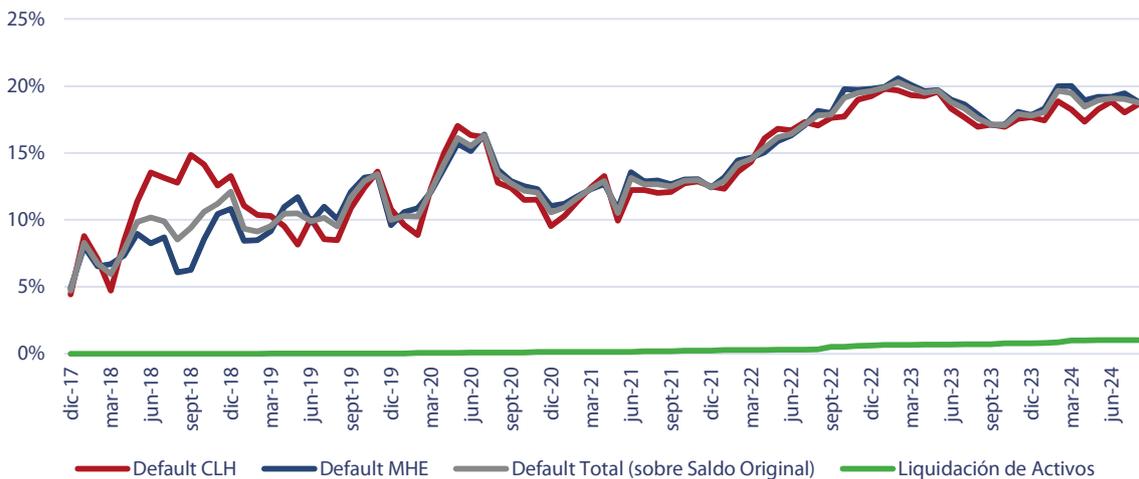


Ilustración 4: Default de los activos

## 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-24)</b>	53,55%	UF 1.467	6,81%	79

### Proyección flujos estáticos

La Ilustración 5 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 2024 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.

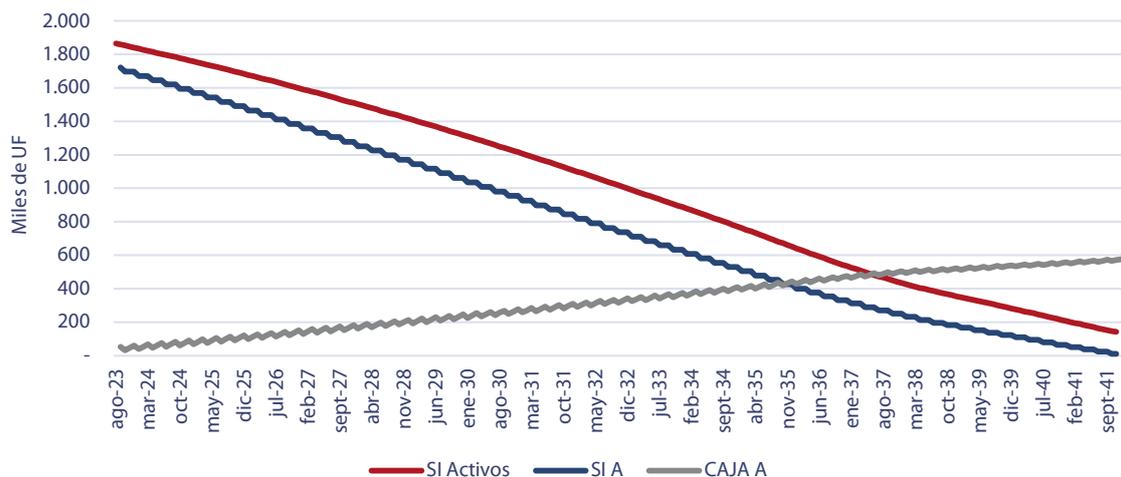


Ilustración 5: Proyección teórica de los flujos del patrimonio separado

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.”*