



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Securitizadora Security

Decimocuarto Patrimonio Separado

Noviembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitizados:		
Serie A1, A2, A3	AAA	En Observación
Serie B1, B2, B3	AA	En Observación
Serie C1, C2, C3	A	En Observación
Serie D1, D2, D3	BBB	En Observación
Serie E1, E2, E3	BB	En Observación
Serie F1, F2, F3	C	Estable

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº866 de 06.09.17
Bono serie A1 (BSECS-14A1)	Primera emisión
Bono Serie B1 (BSECS-14B1)	Primera emisión
Bono Serie C1 (BSECS-14C1)	Primera emisión
Bono Serie D1 (BSECS-14D1)	Primera emisión
Bono Serie E1 (BSECS-14E1)	Primera emisión
Bono Serie F1 (BSECS-14F1)	Primera emisión
Bono serie A2 (BSECS-14A2)	Segunda emisión
Bono Serie B2 (BSECS-14B2)	Segunda emisión
Bono Serie C2 (BSECS-14C2)	Segunda emisión
Bono Serie D2 (BSECS-14D2)	Segunda emisión
Bono Serie E2 (BSECS-14E2)	Segunda emisión
Bono Serie F2 (BSECS-14F2)	Segunda emisión
Bono serie A3 (BSECS-14A3)	Tercera emisión
Bono Serie B3 (BSECS-14B3)	Tercera emisión
Bono Serie C3 (BSECS-14C3)	Tercera emisión
Bono Serie D3 (BSECS-14D3)	Tercera emisión
Bono Serie E3 (BSECS-14E3)	Tercera emisión
Bono 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	1.482.245	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 31/08/2020	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	711.000	621.921	3,30%	ene-43
B1	Subordinada	76.000	82.741	4,00%	ene-43
C1	Subordinada	12.000	13.064	4,00%	ene-43
D1	Subordinada	9.000	9.895	4,00%	ene-43
E1	Subordinada	6.000	6.597	4,00%	ene-43
F1	Subordinada	35.000	43.810	8,00%	ene-43
A2	Preferente	756.000	704.905	3,30%	ene-43
B2	Subordinada	119.000	125.800	4,00%	ene-43
C2	Subordinada	5.5000	5.814	4,00%	ene-43
D2	Subordinada	3.600	3.806	4,00%	ene-43

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par (UF) al 31/08/2020	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
E2	Subordinada	6.800	7.189	4,00%	ene-43
F2	Subordinada	5.000	5.685	8,00%	ene-43
A3	Preferente	835.000	821.253	2,50%	ene-43
B3	Subordinada	139.000	142.455	3,75%	ene-43
C3	Subordinada	9.000	9.224	3,75%	ene-43
D3	Subordinada	5.000	-	3,75%	ene-43
E3	Subordinada	5.000	-	3,75%	ene-43
F3	Subordinada	9.000	-	8,00%	ene-43
Total		2.746.900	2.604.157		

* Valor Par incluye capital e intereses devengados

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo del **Decimocuarto Patrimonio** de **Securizadora 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 agosto del presente año, se observa que los niveles de mora dura de los activos que respaldan el pago de los bonos han aumentado respecto a agosto de 2019, sin embargo, el nivel de caja actual del patrimonio separado le permite cumplir con sus obligaciones de corto y mediano plazo frente a una posible reducción significativa en su recaudación, incluso si la situación actual se prolonga por más de un año.

Los activos del patrimonio están conformados por 1.759 mutuos hipotecarios endosables y 1.238 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 (1, 2 y 3) se mantienen en "Categoría AAA", "Categoría AA", "Categoría A", "Categoría BBB", "Categoría BB" y "Categoría C", respectivamente.

A agosto de 2020, 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 103,79% del monto de los bonos

preferentes serie A1, A2 y A3. En agosto de 2019, ese ratio se encontraba en torno al 102,34%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B1/B2/B3 y C1/C2/C3, se ubica en 89,21% y 88,22%, respectivamente, en comparación al registro de agosto de 2019 donde ascendían a 89,45% y 88,44%. 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 a la cantidad de meses transcurridos del entero de los activos al patrimonio, presentando en agosto de 2020 un 13,44% 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 1,40% 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 las series F1, F2 y F3 no existen 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 tanto, para las demás series, las perspectivas de clasificación se mantienen como “*En Observación*” mientras no se tenga mayor evidencia que los efectos de la crisis provocada por el Covid-19 ha sido razonablemente superados; sin perjuicio de reconocer la fortaleza del patrimonio separado y el hecho de que hasta la fecha la cartera de activos ha presentado un comportamiento adecuado.

¹ Manteniendo un juicio conservador, **Humphreys** considera para su análisis de *stress* la mora mayor a 90 días como irrecuperable, entendiéndose 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 del patrimonio

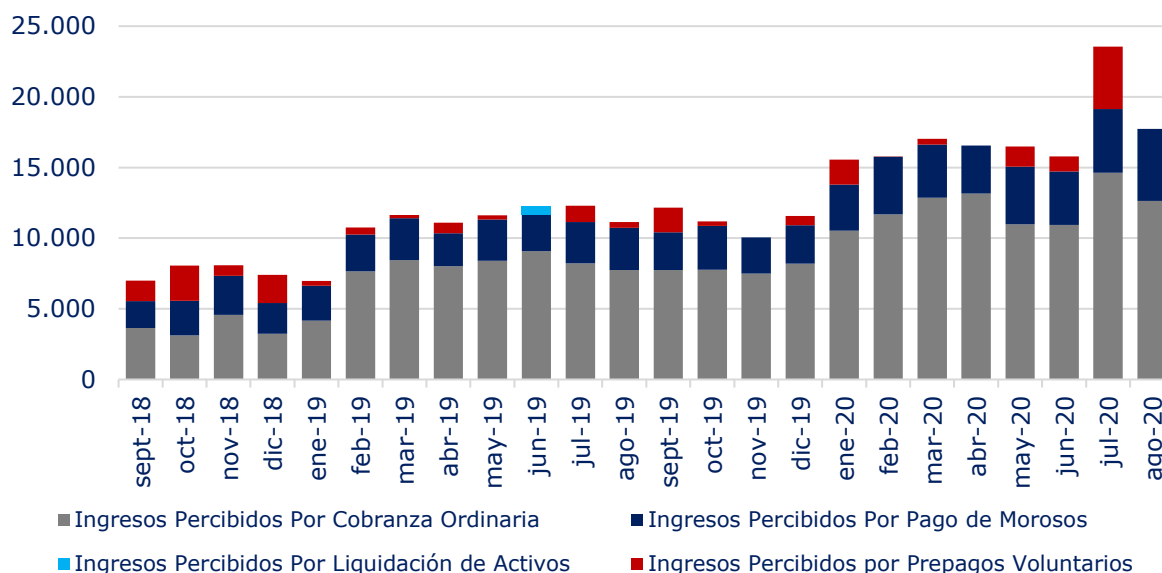
Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos 9 meses, correspondiente al periodo comprendido entre diciembre de 2019, fecha en que se incorporaron nuevos activos para la emisión de bonos mas reciente², y agosto de 2020,

² Series A3, B3, C3, D3, E3 y F3.

el patrimonio genero ingresos promedios por concepto de recaudación ordinaria—dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados—en torno a las UF 15.584,63 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2020 (UF 19.134,52) y la menor en diciembre de 2019 (UF 10.910,46). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios (generados por prepagos voluntarios y liquidaciones de activos) promediaron UF 1.083,15 mensuales para mismo periodo analizado.

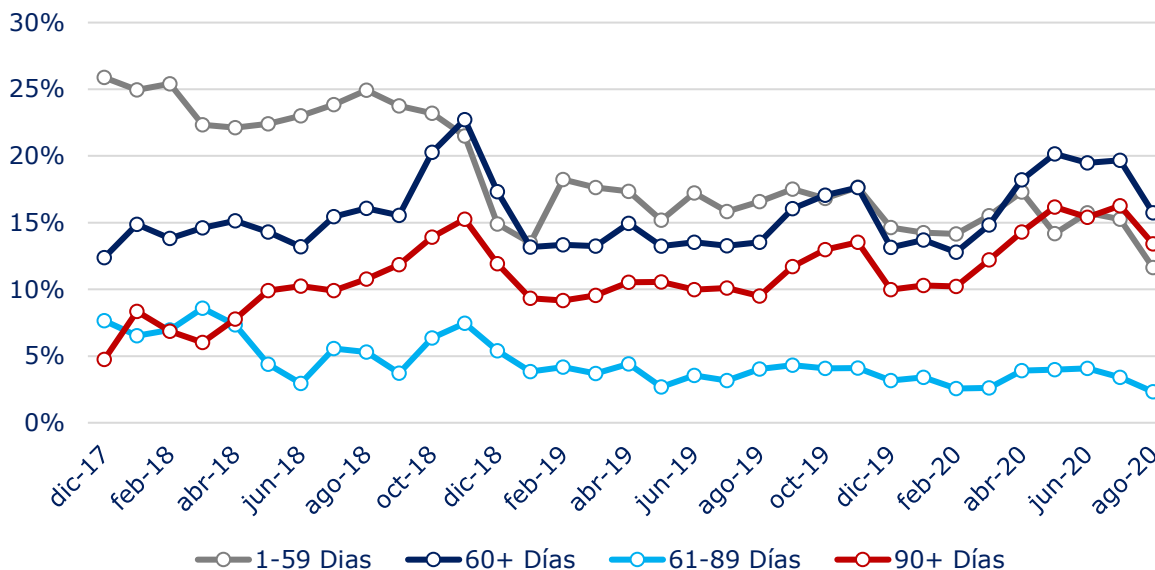
Ilustración 1
Recaudación de los últimos 24 meses del patrimonio separado



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 un aumento en la mora mayor a 90 días, considerada como dura por **Humphreys**. Este indicador pasó de un 9,51% del saldo insoluto vigente en agosto de 2019 a un 13,42% en agosto de 2020. A esta última fecha, la mora mayor a 60 días alcanzaba a un 15,74%, mientras que la entre uno y 59 días llegaba a un 11,63%. Los incumplimientos son influenciados fundamentalmente por los contratos de mutuos hipotecarios, ya que representan alrededor del 68,29% de la cartera y mantienen una morosidad mayor a 90 días de alrededor de un 13,84%.

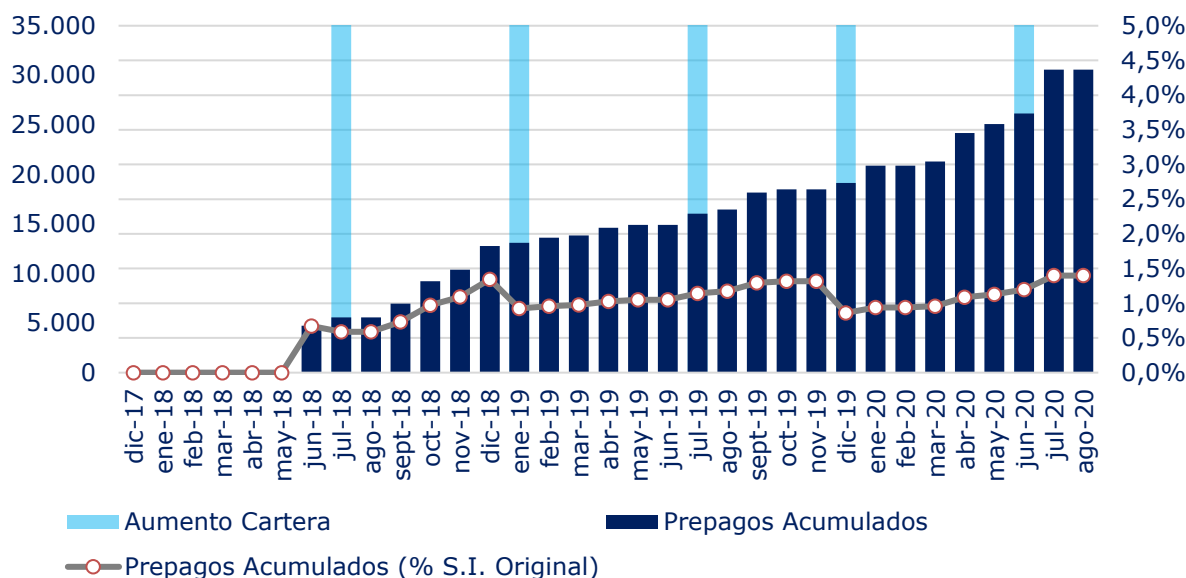
Ilustración 2
Morosidad de los activos del patrimonio separado



Prepagos voluntarios

Hasta agosto de 2020, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 30.558 considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, con un 1,40% del monto de la cartera al momento de la incorporación de nuevos activos del patrimonio 14 (este porcentaje es de 2,18% y 4,40% si se mide en relación con cartera hace 12 y 24 meses, respectivamente). Este porcentaje se encuentra dentro de los niveles del modelo dinámico supuesto por **Humphreys**, durante la conformación del patrimonio separado. A agosto de 2020 los prepagos de la cartera de mutuos alcanzaron el 1,54% del saldo insoluto de la incorporación de nuevos activos, mientras que los contratos de *leasing*, a la misma fecha, ascendían a un 1,10%.

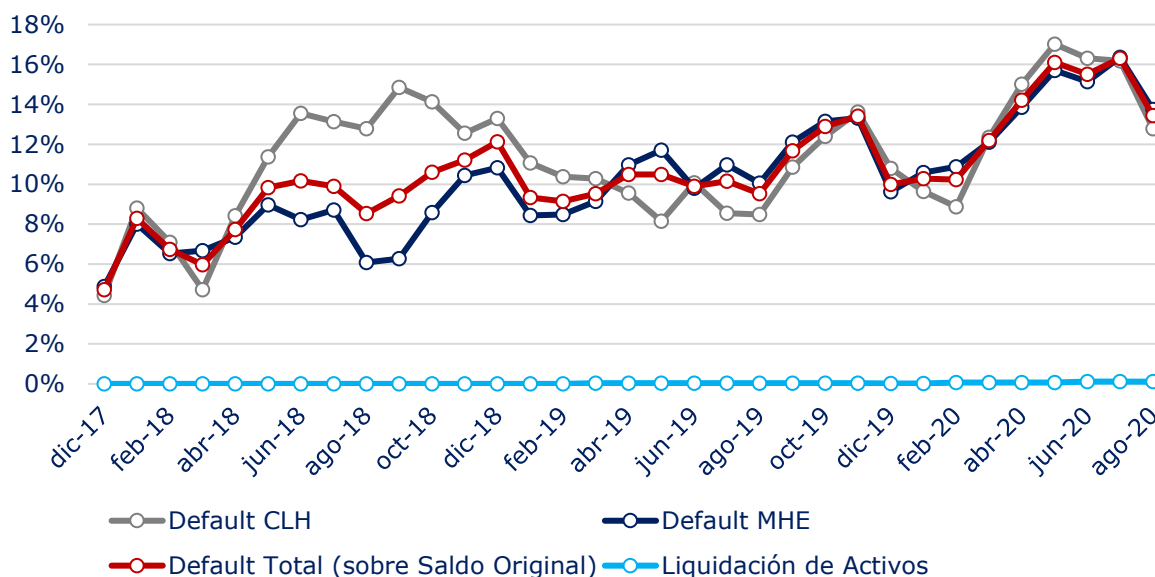
Ilustración 3
Prepagos de los activos del patrimonio separado



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 2020, el *default* total de la cartera alcanzaba el 13,44% 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 los activos del patrimonio separado



Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

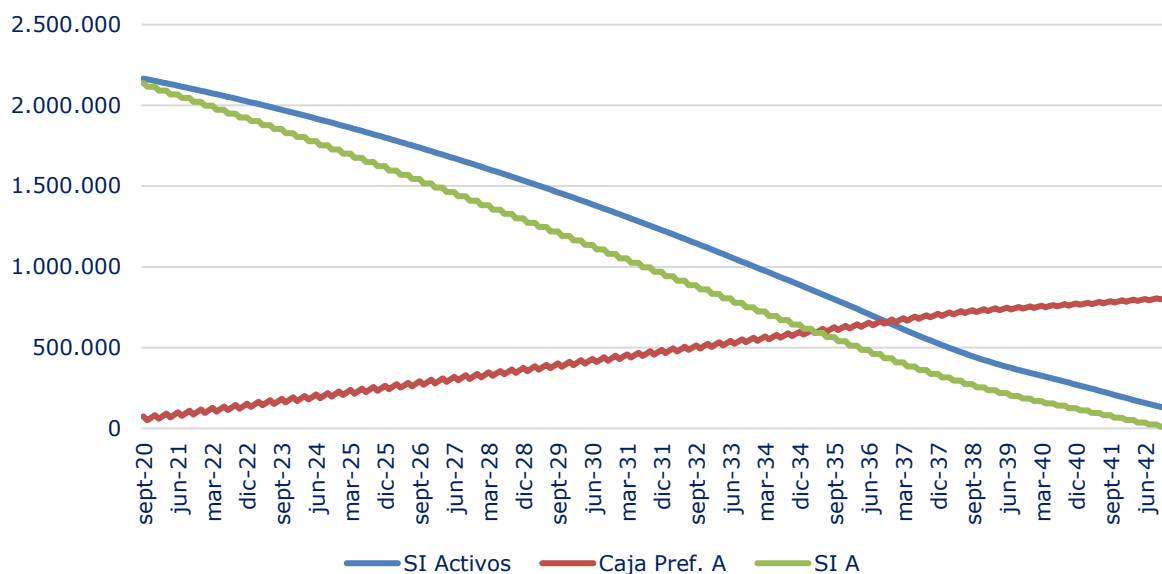
Fecha	LTV ³	Tasación	Tasa de interés	Seasoning
Ago-20	56,95%	UF 1.310	6,90%	34 meses
Inicial (Oct-17)	55,19%	UF 1.101	7,40%	43 meses

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 2020 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).

³ LTV: relación existente entre lo adeudado y la tasación.

Ilustración 5
Proyecciones teóricas de los flujos



Cabe señalar que en los hechos la caja sería menor, pero también las obligaciones del patrimonio separado, por cuanto los excedentes de caja ordinario se destinarían al pago de intereses de las series mezzanine cuando cumplan una serie de condiciones, al margen que los ingresos por concepto de prepago de activos, voluntarios o forzosos, se destinan al pago anticipados de contar con recursos en la cuenta por montos superiores a las UF 300 o bien utilizar esos recursos 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."