

Securitizadora Security S.A. Décimo Noveno Patrimonio Separado

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:

Savka Vielma Huaiquiñir
Hernán Jiménez Aguayo
savka.vielma@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Septiembre 2026

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría
Bono Serie A (BSECS-19A)	AA-
Bono Serie B (BSECS-19B)	C
EEFF base	Junio del 2026

Datos básicos de la operación	
Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 19
Activos de Respaldo	Derechos y créditos sobre flujos de pago futuros
Originador	SKY Airline S.A.
Administrador primario	Securitizadora Security S.A.
Administrador maestro	Administradora de Activos Financieros S.A. (ACFIN)
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de los activos	Derechos y créditos sobre los flujos de pago futuros generados por la venta de pasajes aéreos y servicios de SKY Airline S.A., de sus sucursales en Perú y Uruguay y de SKY Airline Perú S.A.C., recaudados a través del sistema BSP ² de IATA y de los medios de pago con tarjeta identificados en los documentos de la transacción.

Resumen características de los activos			
Tramo	Medios de pago	Monto contractual anual	Recaudación UDM*
Flujos de Pago Indirectos (activo securitizado)	BSP de IATA en Chile, Perú y Uruguay, incluido Transbank dentro del BSP de Chile	US\$ 120 millones	US\$ 126 millones
Flujos de Pago Directos (activo de respaldo)	Transbank y Mercado Pago en Chile; Niubiz en Perú	US\$ 360 millones ³	US\$ 396 millones

* Últimos doce meses a mayo de 2026

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal Original	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	\$ 60.000 millones	8,00%	01-07-2030
B	Subordinada	\$ 10 millones	0,00%	01-10-2030
Total		\$ 60.010 millones		

¹ Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Bonos Securitizados (25-08-2026).

² *Billing and Settlement Plan*, corresponde a un sistema centralizado de facturación y liquidación de IATA a través del cual las agencias de viaje acreditadas reportan sus ventas de pasajes y los fondos son consolidados y remitidos a las aerolíneas en ciclos periódicos, mediante un banco liquidador designado.

³ El monto indicado corresponde al mínimo anual aplicable durante el primer año de la emisión. Posteriormente, los montos mínimos sujetos a Opción de Compra disminuyen a US\$ 270 millones, US\$ 150 millones y US\$ 20 millones durante el segundo, tercer y cuarto año, respectivamente, en línea con la amortización ordinaria de la Serie A Preferente.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Décimo Noveno Patrimonio Separado** de Securitizadora Security S.A. se forma en virtud del contrato de emisión de títulos de deuda de securitización, y su activo corresponde a derechos sobre flujos de pago futuros, conforme al artículo 132 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.

El respaldo inicial de la operación es el derecho a cobrar los ingresos de las ventas futuras de pasajes aéreos y servicios complementarios que SKY Airline S.A. (SKY) y sus sucursales en Perú y Uruguay realizan a través de agencias de viaje, recaudadas mediante el sistema BSP de IATA, incluidas las pagadas con tarjeta de crédito que procesa Transbank dentro del BSP chileno (Flujos de Pago Indirectos). A ello se suman, bajo determinadas circunstancias, los ingresos de las ventas que SKY realiza por canales propios en Chile, sobre los que la securitizadora tiene una opción de compra sin pago de precio; los ingresos de las ventas procesadas en Perú, traspasados a un fideicomiso administrado por un banco peruano en beneficio de la securitizadora (Flujos de Pago Directos); y los ingresos sustitutos que SKY deba ceder si la recaudación se deteriora.

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** en “*Categoría AA-*” a la Serie A Preferente responde al nivel de protección que los flujos futuros adquiridos por el patrimonio separado otorgan al pago oportuno de capital e intereses. Esta evaluación considera la holgura de los flujos adquiridos respecto del servicio de deuda, la capacidad de capturar flujos adicionales ante un deterioro financiero del originador y los mecanismos de protección, retención y amortización anticipada contemplados en la estructura financiera, legal y operativa de la transacción.

Dado lo anterior, la clasificación asignada considera el análisis integral de las características del originador, la suficiencia de los flujos securitizados y de aquellos flujos de respaldo, y la efectividad de los mecanismos de alerta contemplados en la estructura. En particular, se evalúa la capacidad de SKY para mantener sus operaciones y continuar generando flujos ante un escenario de estrés, el plazo requerido por el patrimonio separado para recaudar el saldo insoluto bajo supuestos de deterioro relevante y la oportunidad con que los gatillos contractuales permiten tomar control de los flujos y destinarlos al prepago de los títulos de deuda. En los hechos, como se explica más adelante, la estructura de la operación establece adecuados mecanismos para retener flujos del originador y anticipar el pago de la serie preferente, previo a una eventual interrupción de las operaciones comerciales de la aerolínea; todo ello, en un breve período de tiempo.

Además, la determinación de la clasificación de riesgo de la Serie A Preferente ha considerado los siguientes elementos:

1. Los Flujos de Pago Indirectos presentan un mínimo contractual de US\$ 120 millones anuales, equivalente a aproximadamente dos veces el saldo insoluto inicial de la Serie A Preferente. Al incorporar los montos anuales de respaldo por hasta US\$ 360 millones anuales (Flujos de Pago Directos), la cobertura alcanza cerca de ocho veces el saldo adeudado al inicio de la operación y se mantiene en niveles iguales o superiores durante su vigencia, dado que la disminución programada de dichos montos es acompañada por la amortización ordinaria de la Serie A Preferente.
2. Bajo un escenario de caída de 40% de los flujos consolidados y considerando el momento de mayor saldo insoluto de la Serie A Preferente, el patrimonio separado reuniría los recursos necesarios para su amortización total en aproximadamente 2,2 meses. Este plazo es inferior a la autonomía operacional estimada para SKY bajo el mismo escenario (en torno a 2,4 meses), por lo que la estructura podría recuperar el saldo adeudado antes de una eventual detención de las operaciones de la aerolínea. Bajo igual nivel de estrés, el plazo de recuperación se mantiene acotado durante toda la vigencia de la emisión

- y tiende a disminuir, dado que la amortización ordinaria de la Serie A Preferente compensa la reducción escalonada de los montos máximos de Flujos de Pago Directos, lo que resulta consistente con la clasificación asignada.
3. Los Flujos de Pago Indirectos pertenecen de pleno derecho al patrimonio separado y son recaudados en cuentas restringidas para su posterior transferencia diaria a las cuentas del patrimonio separado, sin que SKY tenga facultad para disponer de ellos.
 4. La estructura contempla cuatro niveles (base, alerta, bloqueo y amortización obligatoria) que aumentan progresivamente la retención de recursos en caso de caída de flujos del patrimonio separado. En bloqueo, la securitizadora puede ejercer la opción de compra sobre los Flujos de Pago Directos en Chile transcurrido más de un mes en ese nivel; respecto de las ventas procesadas en Perú, puede instruir al fiduciario la retención de los fondos transcurridos más de tres meses y en la medida que los flujos que ingresan al patrimonio separado resulten insuficientes. En amortización obligatoria, o ante un evento de incumplimiento declarado por la securitizadora, ambos mecanismos operan de inmediato y la totalidad de los flujos y fondos disponibles se destina al prepago de la Serie A Preferente (ver Niveles de la emisión y sus efectos al interior del informe).
 5. La estructura considera un fondo de liquidez equivalente a la totalidad del próximo cupón. Además, contempla un fondo de reserva adicional que se constituye ante evidencias de deterioro de los flujos entregados por el originador, recursos susceptibles de destinarse al prepago de la Serie A Preferente si dicha situación se mantiene por un período de seis meses, salvo que por los mismos mecanismos establecidos en el contrato de emisión se produjese la aceleración total del pago de los títulos de deuda (ver Niveles de la emisión y sus efectos).
 6. La estructura incorpora un fondo de tipo de cambio que mitiga el descalce entre los flujos recaudados en dólares u otras monedas extranjeras y las obligaciones del patrimonio separado en pesos. El fondo se activa cuando la proporción de recursos en moneda extranjera supera los límites contractuales y sus recursos se destinan exclusivamente a cubrir diferencias cambiarias o a completar el próximo cupón ante un déficit originado por variaciones del tipo de cambio (ver Riesgo de mercado).
 7. La captura de los Flujos de Pago Directos en Chile se encuentra adecuadamente respaldada por prendas y mandatos irrevocables cuya ejecución no queda sujeta a la intervención de SKY. En Perú, los derechos y flujos procesados mediante Niubiz son transferidos en dominio fiduciario a un fideicomiso peruano, desde el cual pueden ser retenidos y transferidos a las cuentas del patrimonio separado conforme a los gatillos y condiciones contractuales descritas en este informe.
 8. La participación de un administrador maestro, la diversificación entre distintos medios de pago y jurisdicciones, y el régimen de flujos sustitutos permiten reducir los riesgos operativos y de recaudación distintos de aquellos asociados a la generación y oportuna captura de los flujos.

Para la mantención de la clasificación, **Humphreys** espera que la recaudación de las ventas cedidas al patrimonio separado y de aquellas que lo respaldan —las que en Chile están sujetas a opción de compra y las que en Perú se traspasan al fideicomiso peruano— se mantenga en niveles consistentes con los mínimos y montos aplicables durante cada período; que SKY cumpla los indicadores financieros y las demás obligaciones establecidas en los documentos de la transacción; y que las garantías, los mandatos y los mecanismos de recaudación en Chile y Perú permanezcan debidamente perfeccionados y vigentes. También se espera que se mantenga el nivel de solvencia de SKY.

Por su parte, la Serie B Subordinada se clasifica en “*Categoría C*”, dado que su pago se encuentra subordinado al cumplimiento íntegro de las obligaciones de la Serie A Preferente y de las demás obligaciones con mayor prelación del patrimonio separado.

No existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas en la evaluación del patrimonio separado por lo que, bajo este contexto, la tendencia de clasificación se califica en "Estable".

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.

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

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.

Tendencia Estable

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

Características de la operación

El **Décimo Noveno Patrimonio Separado** se conforma en el marco del artículo 132 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, relativo a las sociedades securitizadoras. Estas sociedades tienen por objeto adquirir activos y emitir títulos de deuda de corto o largo plazo respaldados por ellos. Los activos pueden estar constituidos por flujos existentes o futuros derivados de obligaciones de pago relacionadas con la compra de bienes o servicios. Cada emisión da origen a un patrimonio separado, independiente del patrimonio común de la sociedad securitizadora.

De acuerdo con la normativa vigente, el contrato de emisión debe identificar y describir los activos que respaldan la operación. La sociedad securitizadora debe mantener un registro especial para cada patrimonio separado y no puede gravar, comprometer ni enajenar los activos que lo conforman sin el consentimiento del representante de los tenedores de bonos.

En esta operación, los intereses y el capital de los títulos de deuda serán pagados con los flujos futuros generados por SKY Airline S.A. producto de la venta de pasajes aéreos y otros servicios o cobros complementarios asociados que hayan sido adquiridos por el patrimonio separado, junto con los fondos constituidos conforme al orden de prelación. Los tenedores de los títulos de deuda sólo podrán perseguir su pago sobre los activos del patrimonio separado y no podrán cobrar eventuales saldos impagos en el patrimonio común de Securitizadora Security S.A. ni en el patrimonio de SKY Airline S.A.

Activos del patrimonio separado

Los activos que conforman el patrimonio separado están compuestos inicialmente por los derechos y créditos futuros sobre los Flujos de Pago Indirectos generados por la venta de pasajes aéreos y otros servicios o cobros complementarios asociados. Estos flujos corresponden a ventas realizadas por SKY Airline S.A. y sus sucursales en Perú y Uruguay mediante agencias de viaje acreditadas por IATA, procesadas y recaudadas a través del sistema BSP⁴, incluido Transbank dentro del BSP chileno. El contrato establece un valor nominal mínimo de US\$ 120 millones medido sobre los últimos doce meses, y se mantiene vigente por cuatro años contados desde el inicio del patrimonio separado o hasta el pago total de los títulos de deuda, lo que ocurra primero; a ello se suman, ante un deterioro financiero del originador, los Flujos de Pago Directos, cuyo monto contractual asciende a US\$ 360 millones anuales durante el primer año (ver Flujos de Respaldo).

Los recursos obtenidos por los Flujos de Pago Indirectos son depositados en cuentas restringidas abiertas a nombre de SKY en Banco de Chile, respecto de las cuales el originador no tiene facultad de disposición, y después son transferidos diariamente a las cuentas del patrimonio separado.

Adicionalmente, el **Décimo Noveno Patrimonio Separado** considera los siguientes fondos:

1. **Fondo de Reserva:** se constituye inicialmente con cargo a los recursos obtenidos en la colocación de los títulos de deuda y asciende a 1.000 UF, más el Fondo de Gastos y el Fondo de Liquidez. La securitizadora procurará mantenerlo íntegramente durante toda la vigencia del patrimonio separado, reponiendo cualquier déficit con primera prioridad.
2. **Fondo de Gastos:** forma parte del Fondo de Reserva y mantiene un monto equivalente a los gastos del patrimonio separado que se devengarán durante el trimestre siguiente. Se constituye inicialmente con cargo a los recursos obtenidos en la colocación y debe mantenerse íntegramente durante la vigencia de la operación.
3. **Fondo de Liquidez:** forma parte del Fondo de Reserva y mantiene un monto equivalente al 100% del próximo cupón de la Serie A Preferente, incluidos capital e intereses. En caso de que el Fondo de Intereses y Amortización resulte insuficiente para pagar el cupón respectivo, el déficit será cubierto con este fondo, el cual deberá reponerse con primera prioridad.
4. **Fondo de Intereses y Amortización:** se destina al pago ordinario de los intereses y amortizaciones de capital de la Serie A Preferente. Se provisiona diariamente con los flujos recibidos por el patrimonio separado, acumulando hasta un tercio del próximo cupón por cada mes del trimestre anterior a su vencimiento.
5. **Fondo de Reserva Adicional:** se constituye únicamente cuando la emisión se encuentra en Alerta o Bloqueo, según lo explicado más adelante. En Alerta acumula un monto adicional equivalente a medio cupón durante el trimestre y, en Bloqueo, un cupón completo. Si la emisión permanece en Alerta por más de seis meses, los recursos disponibles se utilizan para efectuar amortizaciones extraordinarias.
6. **Fondo de Tipo de Cambio:** se constituye cuando la proporción de recursos recibidos en moneda extranjera supera los límites contractuales y existe riesgo de que las variaciones cambiarias afecten el pago de las obligaciones denominadas en pesos. Se destina a cubrir las diferencias de cambio entre los flujos percibidos en dólares u otras monedas extranjeras y las obligaciones del patrimonio separado expresadas en pesos. En particular, ello ocurre cuando los recursos en moneda extranjera representan

⁴ *Billing and Settlement Plan*, corresponde a un sistema centralizado de facturación y liquidación de IATA a través del cual las agencias de viaje acreditadas reportan sus ventas de pasajes y los fondos son consolidados y remitidos a las aerolíneas en ciclos periódicos, mediante un banco liquidador designado

más de 30% de los fondos diarios y estos resultan insuficientes para cubrir las obligaciones en la moneda de pago de los títulos de deuda.

7. **Fondo de Prepago Anticipado:** se constituye automáticamente cuando la emisión alcanza el Nivel de Amortización Obligatoria, según lo explicado más adelante. Desde ese momento recibe la totalidad de los flujos diarios y los recursos disponibles en los demás fondos, con excepción del Fondo de Gastos, para efectuar amortizaciones anticipadas de la Serie A Preferente.
8. **Fondo de Excedentes:** recibe el remanente de los flujos diarios una vez constituidos íntegramente los fondos anteriores. Su liberación a SKY está sujeta al cumplimiento de las condiciones establecidas en los documentos de la transacción.

Pasivos del patrimonio separado

El **Décimo Noveno Patrimonio Separado** efectuará una emisión por un monto nominal total de \$ 60.010 millones, dividida en una Serie A Preferente y una Serie B Subordinada. La Serie A Preferente tendrá un valor nominal de \$ 60.000 millones, distribuido en 6.000 títulos de deuda de \$ 10 millones cada uno, mientras que la Serie B Subordinada tendrá un valor nominal de \$ 10 millones, representado por un único título.

La Serie A Preferente devengará una tasa de interés de 8,0% anual vencida, calculada sobre la base de 360 días y aplicada sobre el saldo insoluto de capital expresado en pesos. La tasa equivalente trimestral será de 1,9426%. Se amortizará en 16 cuotas trimestrales, a contar del 1 de octubre de 2026.

Adicionalmente, la serie podrá ser objeto de amortizaciones extraordinarias con cargo al Fondo de Reserva Adicional y, una vez alcanzado el Nivel de Amortización Obligatoria, de amortizaciones anticipadas cada 30 días corridos con los recursos acumulados en el Fondo de Prepago Anticipado. Su vencimiento final corresponde al 1 de julio de 2030.

La Serie B Subordinada no devengará intereses y su capital será pagado en una sola cuota, únicamente después del pago íntegro del capital e intereses de la Serie A Preferente y de las demás obligaciones con mayor prelación del patrimonio separado. Esta serie será entregada a SKY Airline S.A. como parte del precio de la cesión, por lo que el originador retendrá el riesgo residual de la operación.

Los títulos de ambas series estarán expresados y serán pagados en pesos chilenos, no serán reajustables y serán colocados exclusivamente entre Inversionistas Calificados. El plazo contractual para su colocación será de 24 meses contado desde la inscripción de la emisión en el Registro de Valores de la Comisión para el Mercado Financiero.

Flujos de respaldo

El respaldo de la operación se completa con dos conjuntos de ingresos que no forman parte del patrimonio separado desde el inicio: las ventas que SKY realiza por sus canales propios en Chile, sobre las cuales la securitizadora tiene una opción de compra, y las ventas que procesa en Perú, que se traspasan a un fideicomiso administrado por un banco peruano.

En Chile, las ventas por canal propio pagadas con tarjeta a través de Transbank y Mercado Pago están sujetas a una opción de compra exclusiva e irrevocable en favor de la securitizadora, cuyo ejercicio no involucra pago de precio alguno. Mientras la opción no se ejerza, dichos flujos son de libre disposición de SKY. Ejercida la opción, el derecho a cobrar esas ventas pasa al patrimonio separado y los fondos deben depositarse en las mismas cuentas restringidas; mientras los medios de pago no hayan redirigido la recaudación, SKY debe transferirlos.

En Perú, las ventas procesadas a través de Niubiz se traspasan a un fideicomiso administrado por el Banco de Crédito del Perú, constituido bajo ley peruana en beneficio de la securitizadora. El traspaso opera desde el inicio, de modo que esos recursos salen de la propiedad de SKY, sin que por ello ingresen al patrimonio separado.

En ambos casos el acceso a estos ingresos depende del nivel en que se encuentre la emisión (detallado en el siguiente acápite). Mientras se mantenga en nivel Base o de Alerta, SKY dispone de ellos libremente. En nivel de Bloqueo o de Amortización Obligatoria, la securitizadora puede ejercer la opción de compra en Chile e instruir al banco peruano la retención de los fondos y su transferencia a las cuentas del patrimonio separado, conforme a las condiciones establecidas en los documentos de la transacción.

En conjunto, las ventas por canal propio en Chile y las procesadas en Perú deben mantener un volumen mínimo de US\$ 360 millones anuales durante el primer año, que desciende a US\$ 270 millones, US\$ 150 millones y US\$ 20 millones en los años siguientes, en línea con la amortización del bono.

Si ese volumen mínimo no se alcanza por más de noventa días corridos, o si alguno de los medios de pago se ve afectado por una interrupción, insolvencia, inhabilitación operativa u otro evento que amenace la recaudación, la securitizadora puede exigir a SKY que ceda ingresos provenientes de otros medios de pago. Estos flujos deben ser suficientes para reemplazar el canal afectado o restablecer el volumen mínimo, y se incorporan al patrimonio separado desde la celebración de la compraventa correspondiente.

Finalmente, la operación se encuentra respaldada por prendas sin desplazamiento sobre las cuentas restringidas, las cuentas por cobrar y la cuenta recaudadora chilena, además de las prendas mercantiles y el fideicomiso peruano. Por lo tanto, el pago de los títulos de deuda y el riesgo asumido por los bonistas dependen principalmente de la continuidad en la generación de ventas de SKY, de la suficiencia de los flujos cedidos y de aquellos susceptibles de captura, y de la oportunidad con que los mecanismos contractuales permitan ponerlos a disposición del patrimonio separado.

Niveles de la emisión y sus efectos

El desempeño de la operación se mide mensualmente mediante el índice de cobertura del servicio de deuda (ICSD), que compara el dinero efectivamente percibido por el patrimonio separado con lo que debe pagar. El numerador son los flujos recibidos en sus cuentas durante los últimos doce meses; el denominador, los cuatro cupones trimestrales siguientes, capital e intereses incluidos, más los gastos anualizados del patrimonio separado. El ICSD se calcula también sobre los flujos de los últimos tres meses anualizados (tres meses multiplicados por cuatro), y para efectos contractuales rige el mayor de ambos, denominado ICSD Mayor.

Según dónde se sitúe el ICSD Mayor, la emisión queda en uno de cuatro niveles, que operan de pleno derecho y sin necesidad de declaración judicial o extrajudicial. Los niveles también se alcanzan por el incumplimiento sostenido de los indicadores financieros comprometidos por SKY y, en el caso de alerta, por una huelga que afecte a más del 20% de los vuelos programados por más de siete días corridos.

Tabla 1: Niveles de determinación del ICSD Mayor

Nivel	ICSD Mayor	Retención adicional	Habilitación de captura
Base	6,0 veces o más	—	—
Alerta	Entre 5,5 y 6,0 veces	Medio cupón por trimestre	Amortización extraordinaria tras seis meses en el nivel
Bloqueo	Entre 5,0 y 5,5 veces	Un cupón por trimestre	Opción de compra en Chile tras un mes; instrucción al fiduciario peruano tras tres meses
Amortización Obligatoria	Bajo 5,0 veces	Todos los fondos, salvo el de gastos, al prepago	Ambos mecanismos de inmediato; nivel irreversible

A lo anterior se suman cuatro indicadores que SKY se obliga a mantener durante toda la operación, cuyo incumplimiento escala los niveles por sí solo, con independencia del ICSD.

Tabla 2: Indicadores de cumplimiento de SKY

Indicador	Exigencia
Pasajeros transportados	Al menos 2.000.000 por trimestre, medidos como el mayor entre el promedio trimestral de los últimos doce meses y el total del trimestre
EBITDAR	Al menos US\$ 175 millones, medido sobre los últimos doce meses o sobre los últimos tres anualizados, el que sea mayor
Caja	Saldo mínimo mensual de US\$ 30 millones
Cumplimiento de contratos relevantes	No mantener mora no disputada superior a US\$ 1 millón por más de treinta días con financiadores, proveedores, clientes principales, mantenimiento, arriendo de aviones, operadores aeroportuarios y seguros

El incumplimiento de un indicador por más de tres meses, o de dos por hasta tres meses, sitúa la emisión en alerta. Un indicador por más de seis meses, o dos por más de tres, la llevan a bloqueo. Por su parte, dos por más de seis meses, o uno por más de nueve seguido del incumplimiento de un segundo, la llevan a amortización obligatoria.

Pago anticipado de los bonos

La Serie A Preferente podrá tener amortizaciones extraordinarias cuando la emisión permanezca en Alerta por más de seis meses consecutivos. En dicho caso, los recursos acumulados en el Fondo de Reserva Adicional se destinarán al pago extraordinario de capital. Si la emisión continúa en Alerta, se efectuarán nuevas amortizaciones cada tres meses con los recursos que se acumulen en dicho fondo.

Cuando la emisión alcance el Nivel de Amortización Obligatoria, se constituirá automáticamente el Fondo de Prepago Anticipado, al cual se transferirán la totalidad de los flujos diarios y los recursos existentes en los demás fondos del patrimonio separado, con excepción del Fondo de Gastos. Con estos recursos se efectuarán amortizaciones extraordinarias de la Serie A Preferente cada 30 días corridos, hasta su pago total.

Adicionalmente, SKY podrá ejercer la Opción de Recompra sobre la totalidad de los activos securitizados. En ese caso, deberá pagar el saldo insoluto de la Serie A Preferente, los intereses devengados y no pagados, y los gastos y provisiones necesarios para extinguir las obligaciones del patrimonio separado. El pago íntegro de estas sumas dará lugar al rescate anticipado total de la Serie A Preferente.

La Serie B Subordinada sólo será pagada después de la extinción total de la Serie A Preferente y de las demás obligaciones del patrimonio separado, con cargo a los activos y recursos remanentes.

Esquema operativo de la transacción

El esquema presentado en la Ilustración 1 resume la operación en tres planos. En el origen, SKY vende pasajes y servicios complementarios por tres vías que el patrimonio separado trata de manera distinta: las ventas a través de agencias de viaje, liquidadas por el sistema BSP de IATA en Chile, Perú y Uruguay; las ventas por canal propio en Chile, procesadas por Transbank y Mercado Pago; y las ventas procesadas en Perú por Niubiz.

El plano de captura es donde se ve la diferencia. Las ventas por agencias llegan a cuentas restringidas de las que SKY no puede disponer y se transfieren diariamente al patrimonio separado: es el único flujo que ingresa sin condición alguna. Las ventas por canal propio en Chile se siguen recaudando en cuentas de libre disponibilidad de SKY y sólo cambian de destino si la securitizadora ejerce la opción de compra. Las ventas peruanas están en el fideicomiso administrado por el Banco de Crédito del Perú, fuera del alcance de SKY, pero también fuera del patrimonio separado, y llegan a éste únicamente mediante instrucción al fiduciario.

En el plano de la emisión, el patrimonio separado aplica lo recibido conforme al orden de prelación: primero constituye y repone los fondos de resguardo, luego sirve y eventualmente prepaga la Serie A Preferente y, cumplidas las condiciones contractuales, libera excedentes a SKY. La Serie B Subordinada, que sólo se paga una vez extinguida la Serie A y las demás obligaciones del patrimonio separado, queda en manos del originador, de modo que SKY retiene el riesgo residual de la operación.

Características del originador

SKY Airline S.A. es una aerolínea que realiza operaciones domésticas e internacionales desde Chile y Perú. Para efectos de la presente evaluación, **Humphreys** ha asignado al originador una clasificación interna debido a que carece de una clasificación de riesgo pública, la cual constituye el punto de partida para analizar la capacidad de la compañía de mantener sus operaciones y continuar generando flujos ante un eventual escenario de incumplimiento.

SKY es una sociedad constituida el 15 de octubre de 1981, siendo su principal negocio el transporte aéreo de pasajeros y carga al interior del mercado chileno y peruano, así como también en rutas internacionales a Argentina, Brasil, Estados Unidos, México, Perú, República Dominicana y Uruguay. El controlador de la sociedad es Inversiones Gibraltar SpA. a través de diversas sociedades. Además, recientemente se comunicó su incorporación a Abra Group Limited, lo que le permitiría fortalecer su escala regional y su acceso potencial a capacidades financieras, comerciales y operativas adicionales.

La evaluación interna del originador no se limita a su solvencia tradicional, sino que considera especialmente su capacidad para continuar operando en el corto plazo aun ante un eventual incumplimiento financiero. Esta continuidad resulta relevante porque los activos del patrimonio separado corresponden a flujos futuros y, por tanto, dependen de que SKY mantenga sus ventas y operaciones.

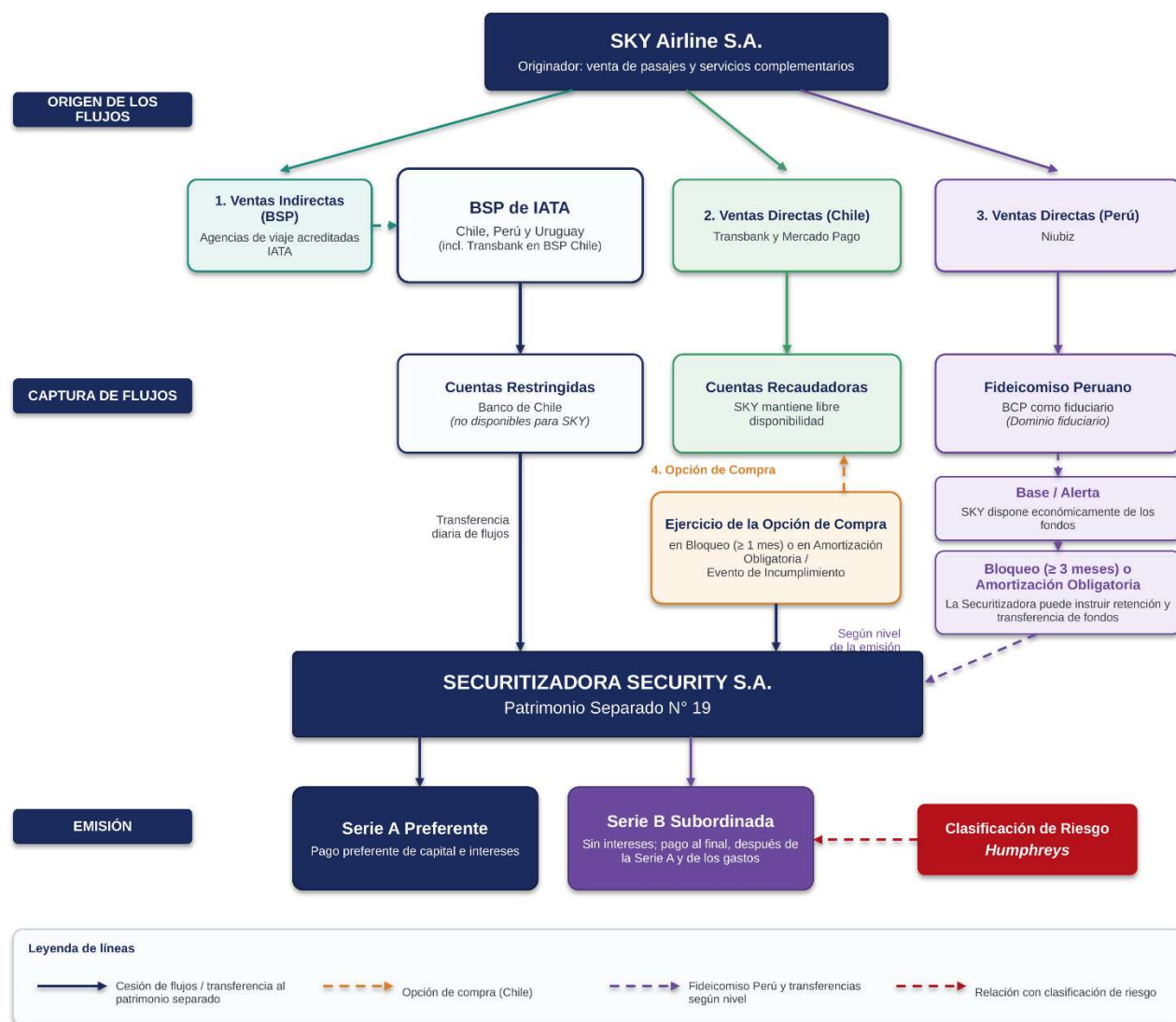


Ilustración 1: Esquema resumido de la operación del patrimonio separado

Determinación y control de riesgos

Los procesos de securitización presentan riesgos asociados a los activos traspasados al patrimonio separado, así como riesgos operativos, legales y de mercado. En esta securitización, el riesgo principal deriva de que los activos corresponden a flujos futuros cuya generación depende de que SKY mantenga sus operaciones y continúe realizando ventas de sus servicios.

Por ello, la evaluación considera la continuidad operacional del originador, la suficiencia de los flujos disponibles para pagar la Serie A Preferente y la oportunidad con que la estructura puede tomar control de la recaudación. Los riesgos restantes deben ser eliminados o atenuados significativamente mediante los mecanismos legales, financieros y operativos de la transacción.

Riesgo de generación de los flujos securitizados

Los activos securitizados no corresponden a cuentas por cobrar plenamente devengadas que puedan cobrarse con independencia de la situación de SKY. Una interrupción significativa de sus operaciones reduciría la generación de nuevos flujos y podría exponer la recaudación asociada a pasajes aún no utilizados a devoluciones, reembolsos o contracargos.

Este riesgo se mitiga, en primer término, porque la estructura está diseñada para capturar flujos y prepagar la Serie A Preferente antes de que una eventual interrupción de las operaciones de SKY se materialice. Los gatillos contractuales —el Efecto Material Adverso asociado a una caída de al menos 40% en la recaudación mensual, los indicadores financieros de pasajeros transportados, EBITDAR, caja mínima y cumplimiento de contratos relevantes, y el ICSD Mayor— escalan la emisión hacia los niveles de alerta, bloqueo y amortización obligatoria mientras la aerolínea aún se encuentra operando. En dichos niveles aumenta progresivamente la retención de recursos y se habilita la incorporación de los flujos de respaldo, de modo que el patrimonio separado se apropia de ventas que efectivamente se están generando, y no de flujos que dependan de la continuidad de SKY en el largo plazo.

La captura oportuna de estos flujos se sustenta, a su vez, en la propiedad de pleno derecho de los Flujos de Pago Indirectos, su recaudación en cuentas restringidas y su transferencia diaria al patrimonio separado. A ello se suman dos fuentes de respaldo cuya incorporación al patrimonio separado está condicionada al nivel de la emisión: las ventas por canal propio en Chile, que la securitizadora puede adquirir mediante el ejercicio de la opción de compra, y las ventas procesadas en Perú, traspasadas al fideicomiso peruano, cuyos fondos pueden ser retenidos y remitidos al patrimonio separado por instrucción al fiduciario. Además, la estructura contempla la cesión de ingresos sustitutos cuando un canal de recaudación se ve afectado, junto con los mandatos, prendas y mecanismos de control descritos en este informe.

Riesgo de captura de los flujos de respaldo

Los Flujos de Pago Directos no forman parte del patrimonio separado desde el inicio, por lo que su captura depende de los mecanismos previstos en los documentos de la transacción: la opción de compra en Chile y la instrucción al fiduciario en Perú.

En Chile, las ventas por canal propio permanecen bajo libre disposición de SKY y sólo ingresan al patrimonio separado una vez ejercida la opción de compra. El ejercicio supone comunicar la decisión, celebrar la compraventa por escritura pública, notificar a los medios de pago y obtener su conformidad para que redirijan la recaudación, lo que introduce un plazo entre la activación del gatillo y la recepción directa de los fondos. Este riesgo se mitiga por tres vías: las prendas constituidas sobre las cuentas y los derechos de cobro; un mandato mercantil irrevocable, con facultad expresa de auto contratar, que permite a la securitizadora suscribir la compraventa por cuenta de SKY si ésta no concurre; y la obligación de SKY de transferir al patrimonio separado, dentro del día hábil bancario siguiente, los fondos que reciba mientras los medios de pago no hayan modificado el destino de la recaudación.

En Perú, los flujos procesados mediante Niubiz están traspasados al fideicomiso administrado por el Banco de Crédito del Perú, de modo que su captura no requiere compraventa, escritura pública ni notificación a los medios de pago. Basta una instrucción escrita de la securitizadora al fiduciario. El contrato precisa, además, que la securitizadora no debe acreditar el cumplimiento de los supuestos al fiduciario ni a ningún tercero, que ni el fiduciario ni terceros pueden calificar u oponerse a la instrucción, y que SKY sólo recibe copia de ella de manera simultánea a su envío. La ejecución no depende, por tanto, de acto ni autorización alguna del originador.

Riesgo operativo y de administración

El principal riesgo operativo consiste en que los flujos no sean transferidos en tiempo y forma al patrimonio separado debido a errores de procesamiento, interrupciones de los medios de pago o incumplimientos del originador.

La operación mitiga este riesgo mediante cuentas restringidas, barridos diarios, prendas sobre las cuentas y derechos de cobro, y la participación de Administradora de Activos Financieros S.A. (ACFIN) como administrador maestro. ACFIN verificará la información proporcionada por el originador y conciliará la recaudación informada con los abonos efectivamente recibidos. Asimismo, la securitizadora podrá exigir flujos sustitutos cuando un canal de recaudación se vea afectado o no se cumplan los volúmenes contractuales.

También cuenta con fondos destinados a cubrir gastos, liquidez, intereses y amortizaciones, los que permiten atender oportunamente las obligaciones del patrimonio separado y mantener su operación ante eventuales desfases o interrupciones temporales en la recaudación.

Riesgo legal y de jurisdicción

La cesión de los Flujos de Pago Indirectos, la eficacia de las prendas, el ejercicio de la Opción de Compra y la exigibilidad de los mandatos deben encontrarse debidamente perfeccionados y vigentes durante toda la operación.

Parte de los mecanismos de captura se encuentra sometida a la legislación peruana. Este riesgo se mitiga mediante el Fideicomiso Peruano, la designación del Banco de Crédito del Perú como fiduciario y la facultad de la securitizadora para instruir la retención y transferencia de los recursos bajo las condiciones contractuales.

Riesgo de mercado

La operación presenta exposición cambiaria debido a que parte de los flujos se percibe en dólares u otras monedas extranjeras, mientras las obligaciones del patrimonio separado están expresadas y se pagan en pesos. Este riesgo se mitiga mediante el fondo de tipo de cambio, que se constituye cuando los recursos en moneda extranjera representan más de 30% de los fondos diarios y estos resultan insuficientes para cubrir las obligaciones en la moneda de pago de los títulos. El monto provisionado corresponde al 10% del resultado de aplicar al valor del próximo cupón de la Serie A Preferente el porcentaje de los fondos diarios denominado en dólares. Sus recursos se utilizan exclusivamente para cubrir diferencias cambiarias o completar el próximo cupón cuando una variación del tipo de cambio genere un déficit en el fondo de intereses y amortización.

Análisis de suficiencia de flujos y efectividad de las alertas

Para evaluar la capacidad de pago de la Serie A Preferente, **Humphreys** analizó la suficiencia de los flujos disponibles para el patrimonio separado y el plazo requerido para recuperar el saldo insoluto de los títulos ante un deterioro relevante de la operación de SKY. Asimismo, se evaluó si los gatillos contractuales permiten tomar control de los flujos adicionales antes de que una eventual pérdida de continuidad operacional reduzca significativamente su capacidad de generación.

Suficiencia de flujos

El ejercicio parte de un evento de estrés en el que la emisión ya alcanzó un nivel que habilitó la captura, de modo que el patrimonio separado percibe tanto las ventas por agencias como las de respaldo. La base consolidada sobre la que se aplica el castigo es entonces de US\$ 480 millones anuales, los US\$ 120 millones comprometidos desde el inicio más los US\$ 360 millones adicionales, equivalentes a unos US\$ 40 millones mensuales. El ejercicio se sitúa además en el momento de mayor exposición, cuando el saldo insoluto de la deuda preferente aún bordea los \$ 60.000 millones.

Sobre esa base es posible castigar los flujos hasta en un 40% y el patrimonio separado seguiría recibiendo del orden de US\$ 24 millones mensuales. Sumado el fondo de liquidez, equivalente a un cupón completo, reuniría el saldo insoluto en torno a 2,2 meses.

Ese plazo se contrasta con la autonomía operacional de SKY, entendida como el tiempo que la compañía podría seguir volando y vendiendo con la caja disponible antes de detener sus operaciones. Esa autonomía, según las estimaciones de **Humphreys**, alcanza aproximadamente 2,4 meses bajo el mismo escenario de caída de 40%, lo que resulta consistente con la "Categoría AA-" asignada.

La Ilustración 2 compara el plazo requerido para recuperar la Serie A Preferente con la cantidad de meses que podría seguir operando SKY⁵ ante distintos niveles de caída de ingresos. Frente a deterioros moderados, la estructura presenta una holgura amplia. Por ejemplo, ante una caída de 20%, SKY mantendría una autonomía superior a seis meses, mientras el patrimonio separado requeriría menos de dos meses para reunir los recursos necesarios para amortizar la Serie A Preferente. A medida que el deterioro se profundiza, ambos plazos convergen, debido a que la autonomía de SKY disminuye más rápidamente que la capacidad de recuperación de la estructura. Bajo una caída cercana a 40%⁶, la autonomía operacional y el plazo de recuperación se sitúan en torno a 2,4 meses, escenario que constituye el principal nivel de estrés considerado en la clasificación.

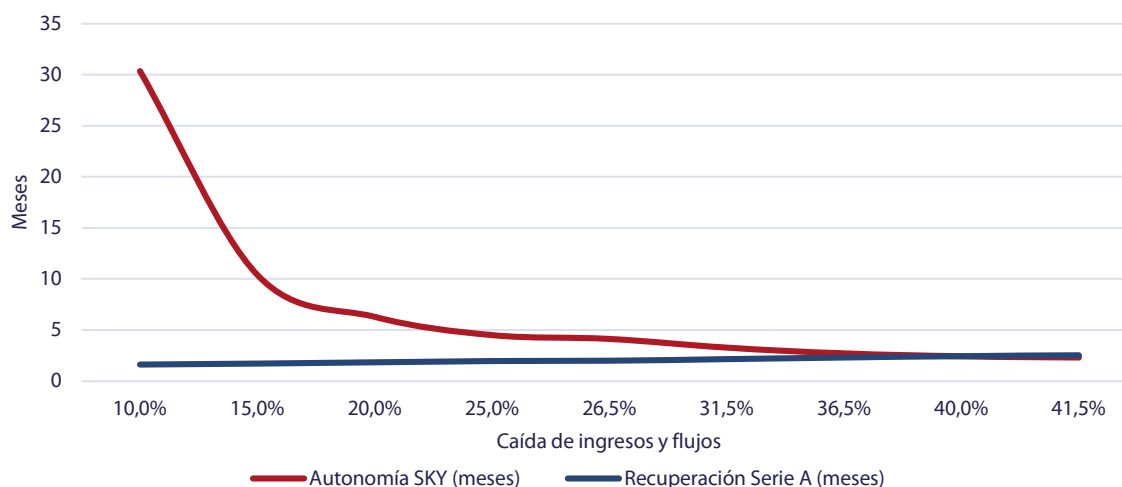


Ilustración 2: Ventana de recuperación frente a autonomía operacional

⁵ Se considera que la caja de SKY cayó hasta US\$ 30 millones en el inicio del análisis, que la caída de los ingresos se mantiene en el tiempo, que se cumplió en tiempo y forma con la totalidad de pagos de sus proveedores y arrendatarios y que la compañía no tuvo acceso a otras fuentes de financiamiento durante los meses ocurridos.

⁶ Se considera que una caída del 40% de los flujos generados por SKY activan el gatillo de Efecto de Material Adverso, pasando a la etapa de Amortización Obligatoria instantáneamente.

La Ilustración 3 muestra la evolución del saldo insoluto y del plazo de recuperación durante la vigencia de la emisión, manteniendo una caída de 40% en los flujos. El saldo insoluto disminuye progresivamente desde \$ 60.000 millones hasta su extinción en 2030, mientras el plazo necesario para reunir los recursos requeridos se mantiene por debajo de 2,2 meses y tiene una tendencia decreciente conforme avanza la amortización de la Serie A Preferente.

Los aumentos puntuales observados al inicio de cada año responden a la reducción escalonada de los montos máximos de los activos de respaldo. No obstante, el cronograma de amortización de la Serie A Preferente compensa dicha disminución, permitiendo que el plazo de recuperación permanezca acotado durante toda la vigencia del patrimonio separado.

Los niveles descritos anteriormente actúan sobre ese mismo plazo: al aumentar la retención y habilitar la captura de los flujos de respaldo antes de que el deterioro se consolide, acortan la ventana que la estructura necesita para recuperar el saldo. A ello se suma la efectividad de las alertas, que se analiza en el siguiente acápite.

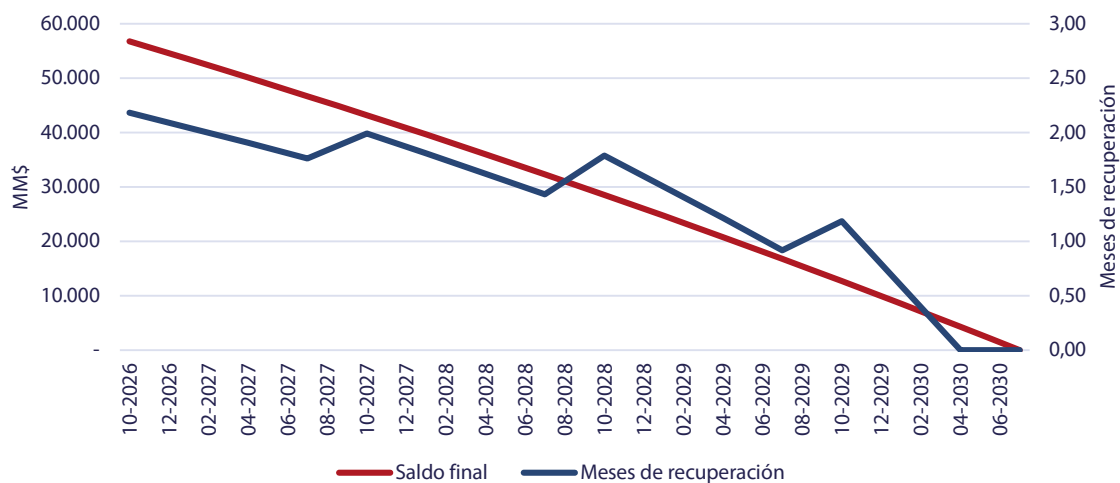


Ilustración 3: Saldo insoluto y meses de recuperación bajo caída de 40%

Efectividad de las alertas

Que la ventana de recuperación estimada sea suficiente supone que la estructura reaccione oportunamente. Los gatillos contractuales no operan todos con la misma velocidad, y esta diferencia determina cuánto deterioro puede acumularse antes de que el patrimonio separado comience a retener recursos y capturar los flujos de respaldo.

El gatillo más rápido corresponde a la ocurrencia de un Efecto Material Adverso que afecte la capacidad de SKY para generar, percibir, recaudar o transferir los flujos y que, además, produzca una disminución de al menos 40% en la recaudación mensual respecto del mismo mes del año anterior, considerando conjuntamente las fuentes de recaudación definidas contractualmente. La medición es mensual y, una vez declarado el Evento de Incumplimiento, la emisión alcanza el Nivel de Amortización Obligatoria, habilitando el ejercicio inmediato de la Opción de Compra en Chile y la instrucción de retención y transferencia de los recursos del Fideicomiso Peruano.

En un nivel intermedio se encuentran los indicadores financieros relativos a pasajeros transportados, EBITDAR, caja mínima y cumplimiento de contratos relevantes. Estos indicadores tienen distintas frecuencias de medición y su efecto depende de la persistencia del incumplimiento. En consecuencia, un incumplimiento aislado no

conduce inmediatamente a la captura de los flujos, sino que escala progresivamente hacia los niveles de Alerta, Bloqueo y Amortización Obligatoria.

El ICSD Mayor presenta una reacción comparativamente más lenta. Al corresponder al mayor entre el indicador calculado sobre los últimos doce meses y aquel calculado sobre los últimos tres meses anualizados, una caída gradual puede tardar en reflejarse en el nivel aplicable. Además, un deterioro de los márgenes, la liquidez o la generación de caja de SKY que no afecte inicialmente las ventas podría no ser capturado oportunamente por este indicador.

El escenario sensibilizado en las ilustraciones anteriores coincide con el umbral del gatillo más rápido. La caída de 40% que reduce la recaudación consolidada a aproximadamente US\$ 24 millones mensuales produciría también el Evento de Incumplimiento descrito, siempre que se verifiquen las restantes condiciones contractuales. De esta manera, la detección del deterioro y la recuperación del saldo insoluto operarían dentro de períodos comparables.

Un deterioro más gradual quedaría sujeto principalmente al ICSD Mayor y a la persistencia de los indicadores financieros. Si bien estos mecanismos presentan una mayor latencia, en tales escenarios SKY también mantendría una autonomía operacional superior, como muestra la Ilustración 2. En consecuencia, la estructura combina gatillos de distinta velocidad según la severidad del deterioro: los eventos abruptos habilitan una reacción inmediata, mientras los deterioros paulatinos generan retenciones y escalamiento progresivos.

“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.”

Anexo — Eventos de incumplimiento

Los siguientes son los eventos que, verificados y declarados por la securitizadora, llevan la emisión a nivel de amortización obligatoria y habilitan el ejercicio inmediato de la opción de compra en Chile y la instrucción al fiduciario en Perú. Se indica, cuando corresponde, el plazo de subsanación aplicable.

1. Mora o simple retardo en el cumplimiento de cualquier obligación del contrato o de los demás documentos de la transacción, no subsanada dentro de 30 días corridos. Se exceptúan los indicadores financieros, que se rigen por reglas propias.
2. Falsedad o inexactitud material de las declaraciones y garantías de SKY, no subsanada dentro de 20 días corridos.
3. Incumplimiento de las obligaciones de hacer generales, no subsanado dentro de 30 días corridos.
4. Incumplimiento de las obligaciones de hacer relacionadas con los flujos y de las obligaciones de no hacer, en los plazos de cura que cada una contemple.
5. Incumplimiento de los accionistas o controladores de SKY frente a terceros que cause un efecto material adverso, no subsanado dentro de 30 días corridos.
6. Que el controlador directo o indirecto de SKY deje de ser Abra Group Limited o uno o más de sus accionistas.
7. Cesión por el acreedor del Crédito IV1L de sus derechos o posición contractual a un tercero ajeno a su grupo empresarial.
8. Inicio voluntario de un procedimiento concursal por SKY, SKY Perú o sus filiales o sucursales. Ante solicitudes de liquidación forzosa iniciadas por terceros, hay 10 días hábiles para pagar la deuda que las originó y 20 días hábiles adicionales para obtener el término del procedimiento.
9. Cesión, gravamen o enajenación de los flujos, de sus derechos de cobro o de las cuentas en que se depositan, sin autorización escrita de la securitizadora. Los embargos y medidas precautorias deben alzarse dentro de 20 días corridos.
10. Efecto material adverso que se traduzca en una caída de 40% o más de lo recaudado en un mes respecto del mismo mes del año anterior, con plazo de subsanación de tres meses.
11. Pérdida, suspensión o revocación de permisos o licencias de operación que cause un efecto material adverso, no subsanada dentro de 30 días corridos.
12. Que las prendas, el fideicomiso peruano o las demás garantías no queden perfeccionadas dentro del plazo legal para el otorgamiento del certificado de entero, o que posteriormente pierdan validez o ejecutabilidad sin subsanarse dentro de 15 días corridos.
13. Incumplimiento de las obligaciones asociadas al ejercicio y perfeccionamiento de la opción de compra, a la compra de flujos sustitutos y a la transferencia al fideicomiso peruano, incluida la de transferir los flujos al patrimonio separado.
14. Revocación de los mandatos otorgados por SKY.