



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Securizadora Security S.A.

Decimocuarto Patrimonio

Separado

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:

Savka Vielma Huaiquiñir
Ignacio Muñoz Quezada
savka.vielma@humphreys.cl
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA

Noviembre 2023

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia

Bonos securitizados:

Serie A1, A2, A3	AAA	Estable
Serie B1, B2, B3	AA	Estable¹
Serie C1, C2, C3	A	Estable¹
Serie D1, D2, D3	BBB	Estable¹
Serie E1, E2, E3	BB	Estable¹
Serie F1, F2, F3	C	Estable

EEFF base

30 de septiembre de 2023

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.

¹ Tendencia anterior: En Observación.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Mutuos Hipotecarios Endosables	1.348.685	1.714	5,67%	54,91%	1.433
Contratos de <i>leasing</i> habitacional	597.099	1.181	9,47%	47,38%	1.071
Total	1.945.784	2.895	6,84%	52,55%	1.322

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha agosto de 2023.

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 ² (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	711.000	517.424	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	55.188	8,00%	ene-43
A2	Preferente	756.000	602.355	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	7.161	8,00%	ene-43
A3	Preferente	835.000	714.678	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	10.300	8,00%	ene-43
Total		2.746.900	2.325.216		

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo del **Decimocuarto Patrimonio Separado** de **Securizadora Security S.A.** se fundamenta en que los flujos esperados que conforman el patrimonio separado resultan elevados en

² Valor Par incluye capital e intereses devengados

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 1.714 mutuos hipotecarios endosables y 1.181 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.

El cambio de tendencia de la clasificación de los bonos subordinados B, C, D y E de “*En Observación*” a “*Estable*”, responde principalmente a que la pérdida esperada arrojada por el modelo dinámico de **Humphreys**, bajo los supuestos originales, vuelve a los niveles de la clasificación inicial, a pesar del aumento de los costos por la sobretasa al impuesto territorial³ incorporada por la Ley N° 21.210 de Modernización Tributaria (impuestos a los bienes raíces) que no estaban considerados inicialmente.

A agosto de 2023, 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 108,60% del monto de los bonos preferentes serie A. En agosto de 2022 este ratio se encontraba en torno al 107,54%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B, C, D y E se ubica en 91,16%, 89,98%, 89,21% y 88,44%, respectivamente. Por su parte, si se agregan los bonos de la serie F, el ratio alcanza un 85,68%.

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 2023 un 17,59% del saldo insoluto de la cartera original; sin embargo, la liquidación efectiva de activos es bastante inferior, de un 0,73%. 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 3,92% 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

³ 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.

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.

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.

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 2021 y agosto de 2023 el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria — dividendos pagados a día más dividendos morosos— de aproximadamente UF 15.479 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en diciembre de 2021 (UF 17.612) y la menor en enero de 2023 (UF 12.074). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 2.009 en el mismo período. La evolución de la recaudación del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

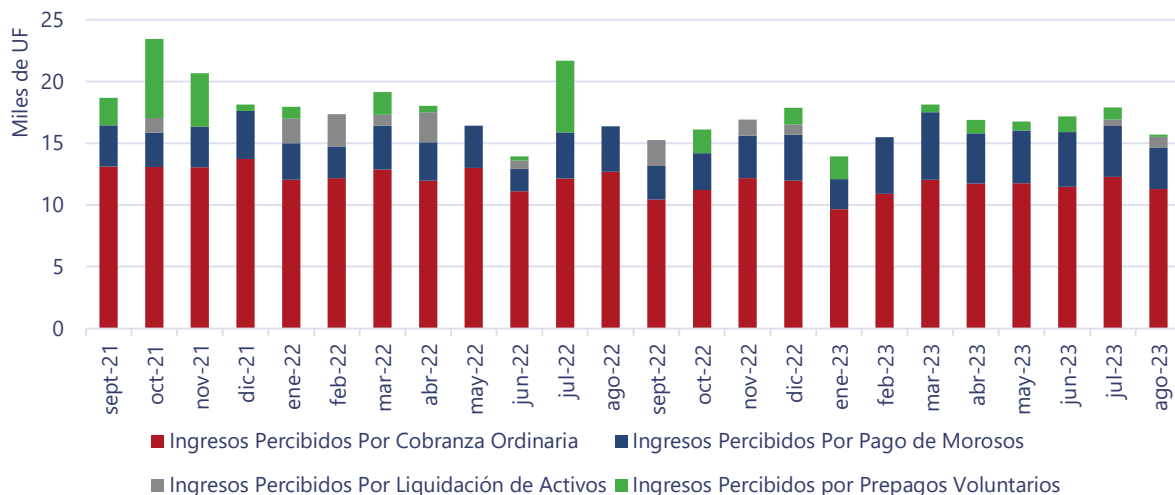


Ilustración 1: Recaudación

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 hasta febrero de 2023 hubo un aumento sostenido en la mora mayor a 90 días, considerada

como dura por **Humphreys**, alcanzando un 21,67% para luego disminuir hasta un 19,00% en agosto de 2023. A la misma fecha, la morosidad en el segmento de 1 a 59 días y de 61 a 89 días llegaba a 16,91% y 2,07%, respectivamente.

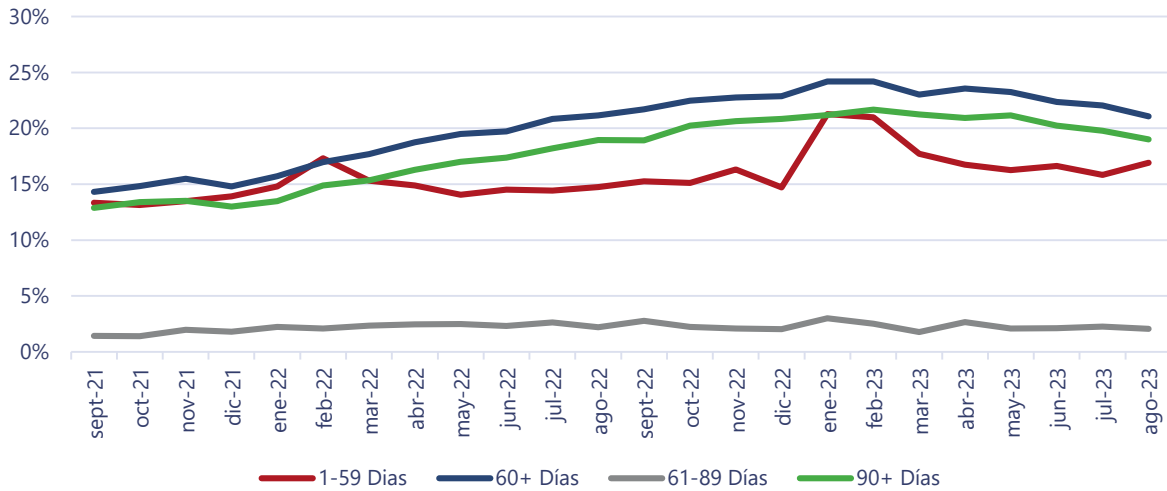


Ilustración 2: Morosidad de los activos en función al saldo insoluto

Prepagos voluntarios

Al cierre de agosto de 2023, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 87.055 considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, con un 3,92% del monto de la cartera al momento de la incorporación masiva de nuevos activos al patrimonio por la tercera emisión de deuda.

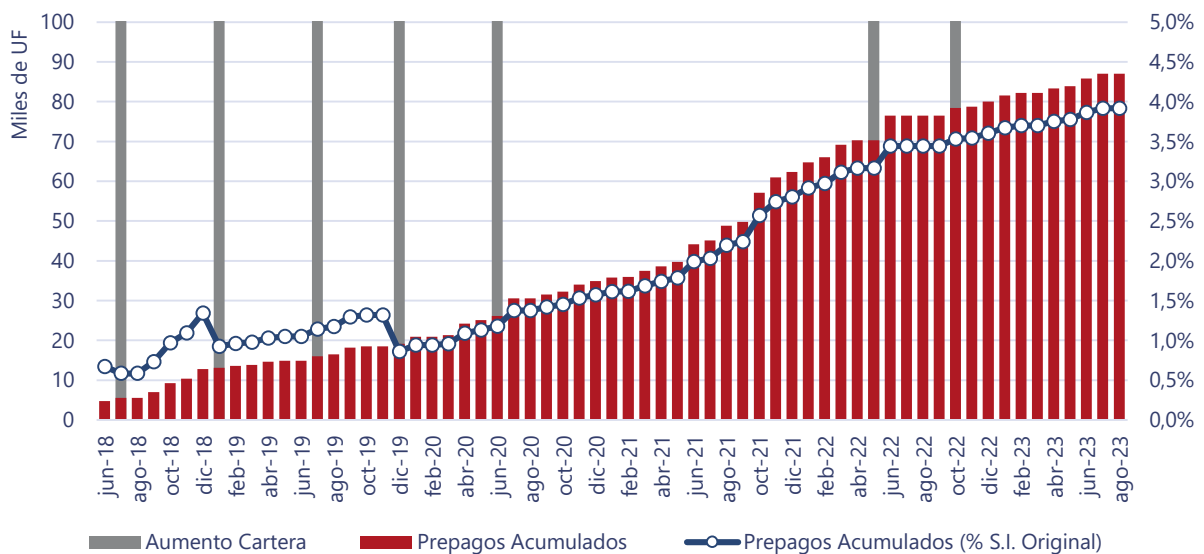


Ilustración 3: Prepagos de los activos

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 2023, el *default* total de la cartera alcanzaba el 17,59%. El indicador para la cartera de mutuos llegaba a 17,87% y para la cartera de *leasing* a 16,94%. Dada la poca antigüedad de la cartera, a futuro se esperan cambios significativos en este indicador. Con todo, los activos efectivamente liquidados representan 0,73% del total.

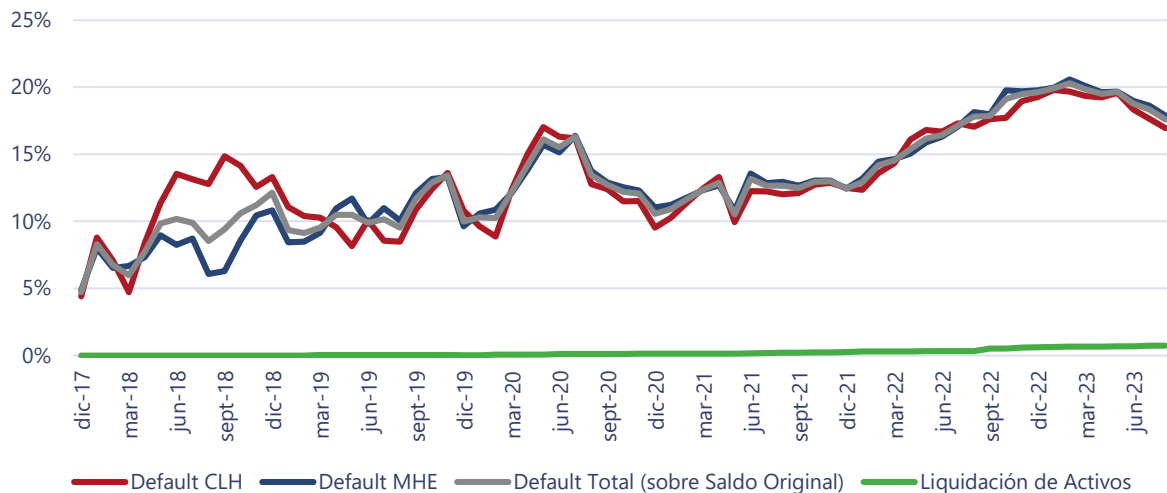


Ilustración 4: Default de los activos

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Original (Oct-17)	56,95	UF 1.310	6,90%	34
Actual (Ago-23)	53,55%	UF 1.322	6,84%	68

Antecedentes de los bonos securitizados

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 2023 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.

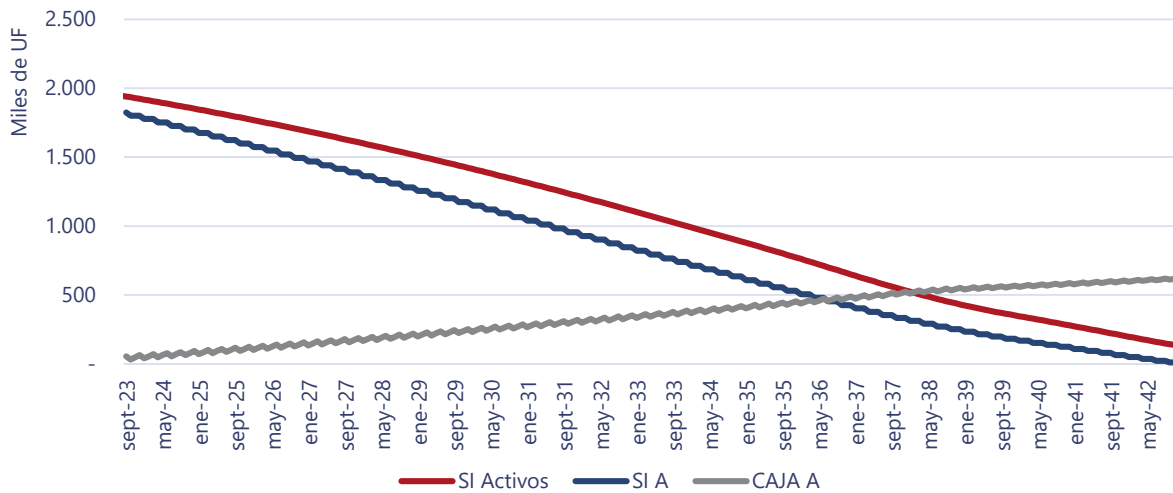


Ilustración 5: Proyección teórica de los flujos del patrimonio separado

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."