



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# **Volcom Securitizadora S.A. Primer Patrimonio Separado**

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

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

**FECHA**

Noviembre 2023

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
Línea de bonos securitizados		
Series A1, A2, A3	AAA	Estable
Series B1, B2, B3	AA	Estable
EEFF base		30 de septiembre de 2023

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

Línea de bonos	N°950 de 24.06.19
Bono Serie A1 (BVOLS-A1)	Primera emisión
Bono Serie B1 (BVOLS-B1)	Primera emisión
Bono Serie A2 (BVOLS-A2)	Segunda emisión
Bono Serie B2 (BVOLS-B2)	Segunda emisión
Bono Serie A3 (BVOLS-A3)	Tercera emisión
Bono Serie A3 (BVOLS-B3)	Tercera emisión

#### Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BVOLS
Activos de Respaldo	Mutuos hipotecarios endosables
Originador	Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.
Administrador Primario	Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander Chile
Características de los activos	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	1.618.990	929	4,81%	81,19%	UF 2.787

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha septiembre 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* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	750.000	695.150	3,30%	dic-49
B1	Subordinada	10.000	12.353	5,00%	dic-49
A2	Preferente	1.000.000	939.380	3,00%	sep-50
B2	Subordinada	10.000	11.788	4,70%	sep-50

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de septiembre de 2023, según lo informado por la CMF.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a los bonos emitidos por **Volcom Securitizadora S.A.**, del **Primer Patrimonio Separado**, se basa en los niveles de protección que otorgan los flujos esperados de los activos securitizados a las series clasificadas, ello en consideración al nivel de riesgo de estos, los cuales están conformados por 929 mutuos hipotecarios endosables originados por Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A., los cuales, además, disponen de una póliza de seguro de crédito emitida por una compañía de seguros.

La clasificación en “*Categoría AAA*” de las series A1, A2 y A3 y en “*Categoría AA*” de las series B1, B2 y B3, responden al nivel de sobrecolateral de cada uno de los títulos de deuda. La estructura de deuda del patrimonio separado contempla obligaciones en el corto y mediano plazo. Dado el nivel de caja actual del patrimonio separado y el comportamiento de la cartera de activos es posible presumir razonablemente que no debiese haber riesgo de incumplimientos o, en su defecto, este es muy poco significativo para las series B1, B2 y B3 y casi inexistente para las series A1, A2 y A3.

Al comienzo del patrimonio separado, el valor de los activos representaba en torno al 100,21% del monto de los bonos preferentes. Sin embargo, durante el primer semestre del 2020, tras la colocación de la subserie serie A2, la cobertura disminuyó a un 97,04% (incluyendo en los activos el saldo insoluto vigentes, el saldo en caja y el valor ajustado de las viviendas recuperadas). Desde entonces, el sobrecolateral ha mejorado llegando a niveles del 101,01% a septiembre de 2023, manteniendo una buena relación entre activos y el nivel de deuda. El mismo indicador, si se incluyen los bonos subordinados, se ubica en 99,54%, en comparación al registro de un comienzo de 2019 donde ascendía a 98,89%. Cabe destacar que el patrimonio separado se encuentra en sus primeros años de operación, por lo que se requiere monitorear constantemente el comportamiento de este indicador hasta que la cartera alcance cierta madurez.

Considerando los meses transcurridos del entero de los activos al patrimonio separado, la cartera hipotecaria posee niveles de *default*<sup>1</sup> superiores al promedio, pero inferiores al máximo, presupuestado inicialmente por el modelo dinámico aplicado por **Humphreys**, presentando a septiembre de 2023 un 11,86% del saldo insoluto original. No obstante, cabe señalar, que los contratos (mutuos hipotecarios) cuentan con el respaldo de una póliza de seguro de crédito; por otra parte, dada 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 5,36% de la suma del saldo insoluto de los activos al momento de su incorporación. Debe tenerse presente que la cartera fue conformada con contratos de

---

<sup>1</sup> 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.

mutuos hipotecarios y, por tanto, se espera que más adelante se exhiban mayores tasas de pagos anticipados.

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; con todo, se estima como poco probable que la pérdida de los activos afecte el pago íntegro y oportuno de las series B1, B2 y B3.

Para la mantención de la clasificación de riesgo del bono preferente es necesario que no exista una disminución de sus niveles de sobrecolateralización, que la morosidad de los mutuos hipotecarios reduzca o se mantenga en el mediano plazo y que no se deterioren las demás variables que determinan la capacidad de pago del patrimonio separado.

## 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.

## Análisis de patrimonio

### Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos 24 meses, entre octubre de 2021 y septiembre de 2023, el patrimonio generó ingresos promedios por concepto de recaudación ordinaria —dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados— en torno a las UF 9.013 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en mayo de 2022 (UF 9.756) y la menor en febrero de 2022 (UF 8.202). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, generados por prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.793 mensuales para el mismo periodo analizado.

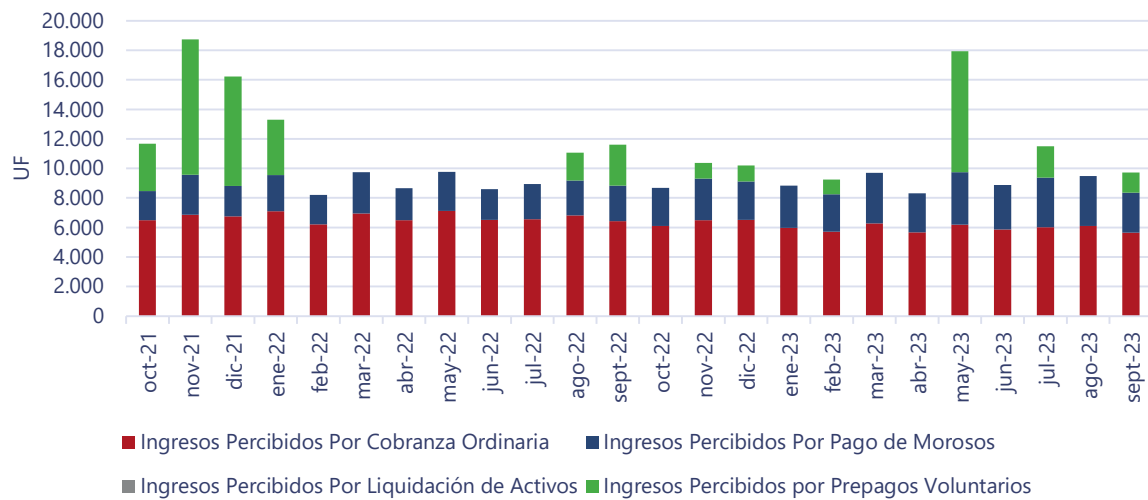


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

## Morosidad de la cartera de activos

En la Ilustración 2, que muestra el comportamiento de pago de la cartera crediticia de los últimos 24 meses, se puede observar que la mora de uno a 59 días presenta una tendencia estable ubicándose entre 13% a 18%. Por su parte, la mora mayor a 60 días y la mora mayor a 90 días presentan una tendencia al alza, ubicándose a septiembre de 2023, en un 18,38% y 12,49%, respectivamente.

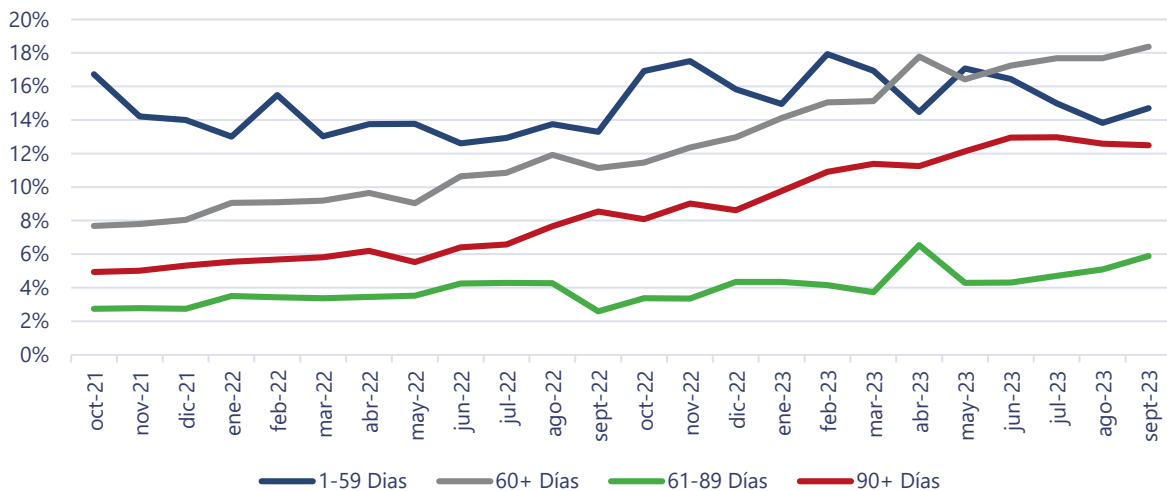


Ilustración 2: Morosidad de la cartera de activos

## Prepagos voluntarios

A cierre de septiembre de 2023, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 106.362, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, siendo

equivalente al 6,23% del saldo insoluto de los activos al momento de su incorporación. Este porcentaje se encuentra dentro de los niveles del modelo dinámico supuesto por **Humphreys**, durante la conformación del patrimonio separado.

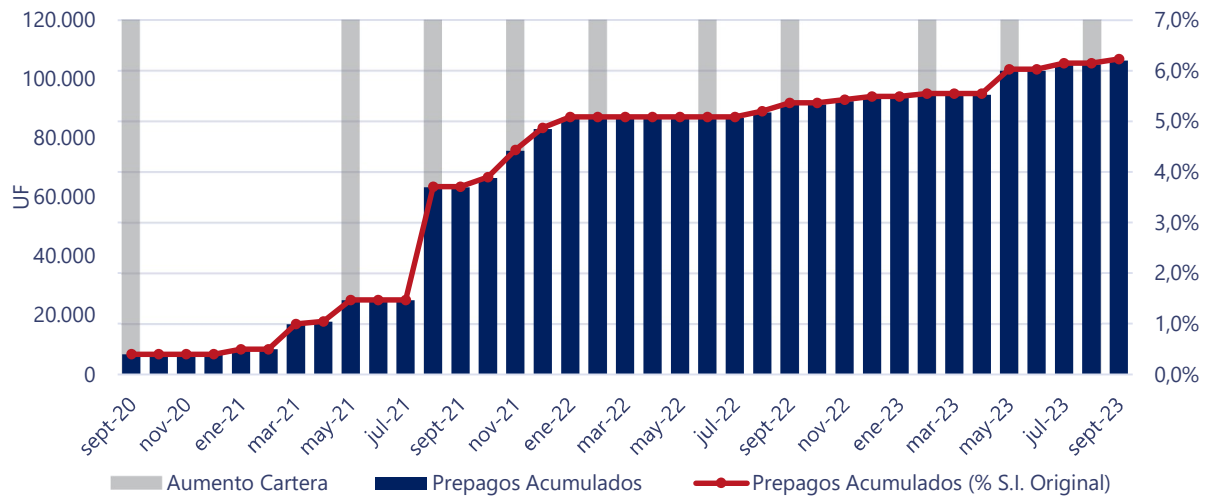


Ilustración 3: Prepago de activos

### Default de la cartera

Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** considera en *default* la cartera con mora superior a tres cuotas. Al cierre de septiembre de 2023, el *default* total de la cartera alcanzaba un 11,86% del saldo insoluto original y a la fecha, no existe liquidación efectiva de activos, tal como se aprecia en la Ilustración 4.

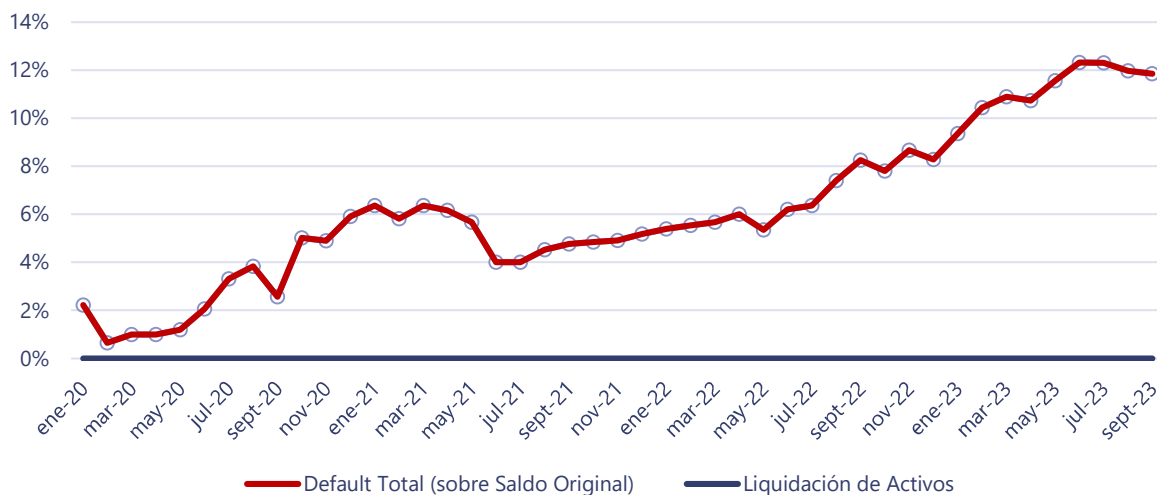


Ilustración 4: Default de la cartera de activos

# Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
<b>Original (Dic-19)</b>	88,60%	UF 2.613	4,93%	2
<b>Actual (Sep 23)</b>	81,19%	UF 2.787	4,81%	43,5

## 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 la 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 3.500 al año, un gasto variable mensual de UF 0,2 por contrato y un gasto trimestral por la administración maestra de los activos equivalente a un 0,075% del saldo insoluto de las series preferentes.

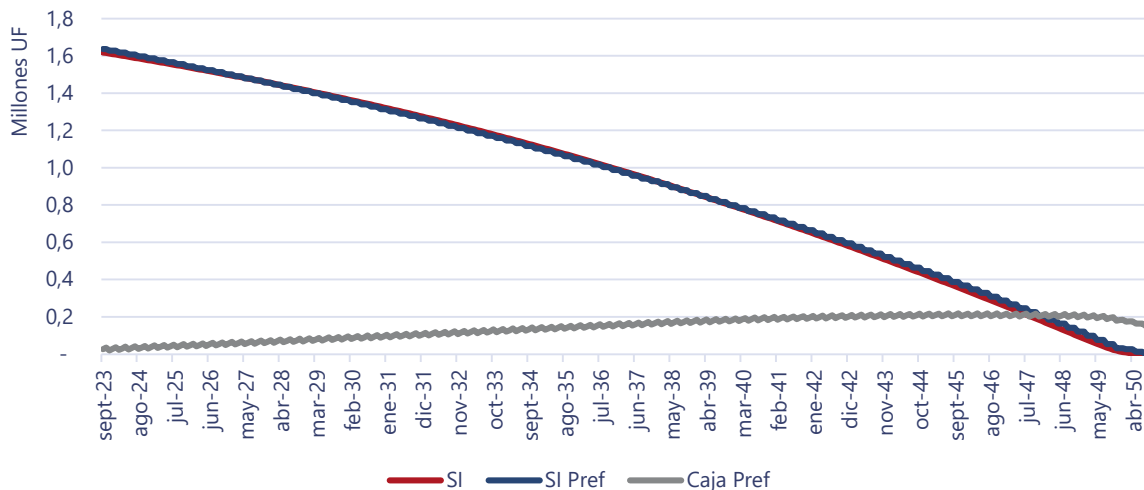


Ilustración 5: Proyección teórica de los flujos del patrimonio separado

*"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."*