



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

Volcom Securitizadora S.A.

Primer 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

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº950 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 B3 (BVOLS-B3)	Tercera emisión*
* En proceso de inscripción.	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BVOLS
Activos de Respaldo	Mutuos hipotecarios endosables.
Originadores y Administradores Primarios	Creditú Administradora de Mutuos Hipotecarios S.A.
	AVLA 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	1.706.032	903	4,80%	86,76%	UF 2.835
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a septiembre 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 30/09/2020	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	750.000	743.119	3,30%	dic-49
B1	Subordinada	10.000	-	5,00%	dic-49
A2	Preferente	1.000.000	1.004.635	3,00%	sep-50
B2	Subordinada	10.000	-	4,70%	sep-50
Total		1.770.000	1.747.754		
* Valor Par incluye capital e intereses devengados					

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a los bonos emitidos por **Volcom Securitizadora S.A. (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 903 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.

En relación con la contingencia asociada a los efectos del COVID-19 y según la información a septiembre del presente año, se observa que los niveles de mora dura de los activos que respaldan el pago de los bonos aumentaron respecto a comienzos de año cuando comenzó el patrimonio separado, sin embargo, dicha situación se controló con la sustitución realizada en septiembre 2020. Por otro lado, el nivel de caja actual del patrimonio separado ha logrado cubrir con sus obligaciones de corto plazo, pero la holgura podría reducirse en el mediano plazo frente a una posible reducción significativa en su recaudación. Sin embargo, con la colocación de las series A3 y B3, los flujos de caja generados por los nuevos activos a incorporar deberían otorgarle al patrimonio separado algo mas de holgura.

La clasificación de las series A1, A2, B1 y B2 se mantienen en "Categoría AAA", "Categoría AAA", "Categoría AA" y "Categoría AA", respectivamente.

A septiembre 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 98,37% del monto de los bonos preferentes. En el comienzo, ese ratio se encontraba en torno al 100,21%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos subordinados, se ubica en 97,26%, en comparación al registro de un comienzo de 2019 donde ascendía a 98,89%. Es preciso indicar que en junio de 2020 el patrimonio separado incorporó 551 activos a

los que se registraban a mayo de 2020, incrementando el saldo insoluto de los contratos de mutuos hipotecarios endosables desde UF 745.281 a UF 1.696.857, permitiendo colocar la segunda emisión de bonos del patrimonio separado. Adicionalmente, el patrimonio separado se encuentra en proceso de inscribir una nueva emisión de bonos series A3 y B3 que requerirían incorporar nuevos activos.

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 la cantidad de meses transcurridos del entero de los activos al patrimonio, presentando en septiembre de 2020 un 2,56% del saldo insoluto de la incorporación de nuevos activos. No obstante, los contratos cuentan con una póliza de seguro de crédito; 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 0,40% del saldo insoluto de la incorporación de nuevos activos. Debe tenerse presente que la cartera fue conformada con contratos de mutuos hipotecarios y estos debiesen exhibir mayores tasas de pagos anticipados mas adelante.

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.

Las perspectivas de clasificación se mantienen como “*En Observación*” mientras no se tenga mayor evidencia de que los efectos de la crisis provocada por el COVID-19 han sido razonablemente superados; sin perjuicio de reconocer que hasta la fecha la cartera de activos ha presentado un comportamiento adecuado.

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.

¹ Manteniendo un juicio conservador, **Humphreys** considera para su análisis de *stress* la mora mayor a 90 días como irrecuperable, entendiendo que gran parte resulta no serlo.

Categoría AA

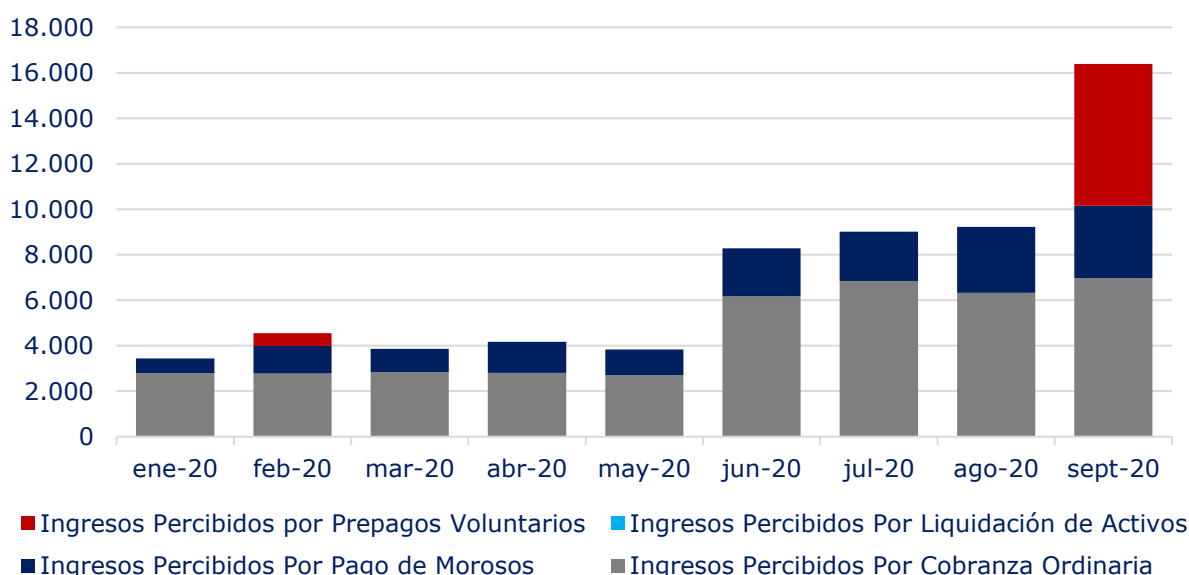
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos 8 meses, correspondiente al periodo comprendido entre enero de 2020 y septiembre de 2020, el patrimonio generó ingresos promedios por concepto de recaudación ordinaria—dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados—en torno a las UF 6.218,59 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en septiembre de 2020 (UF 10.149,10) y la menor en enero de 2020 (UF 3.437,92) (cabe considerar que en septiembre de 2020 se incorporaron 6 nuevos activos). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios (generados por prepagos voluntarios y liquidaciones de activos) promediaron UF 755,69 mensuales para mismo periodo analizado.

Ilustración 1
Recaudación de los últimos 8 meses del patrimonio separado

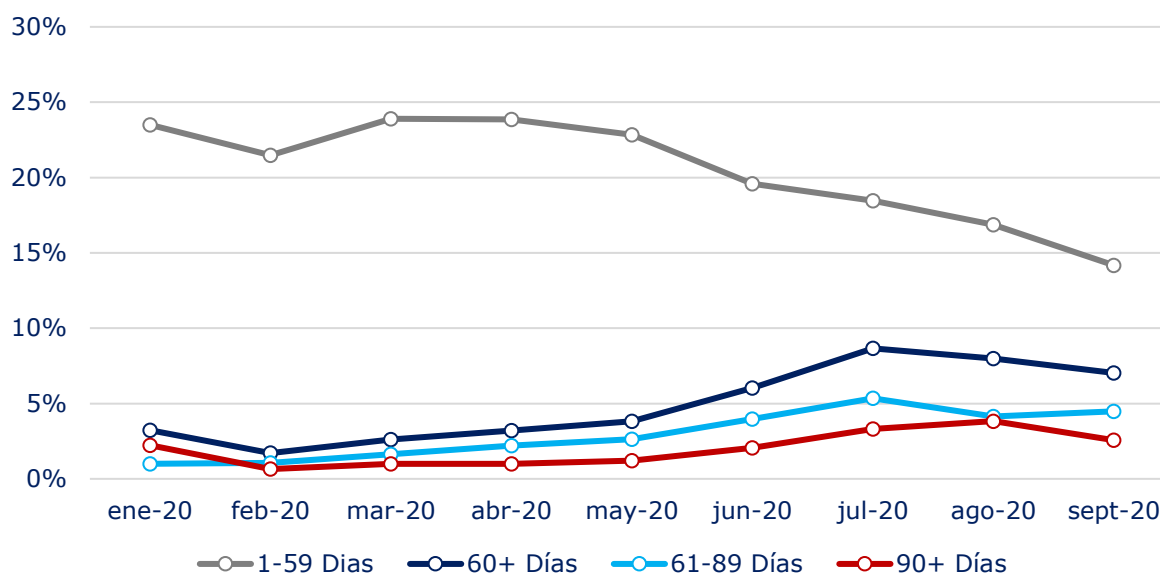


Morosidad de la cartera de activos

En la Ilustración 2, que muestra el comportamiento de pago de la cartera crediticia, se observa durante los últimos meses un aumento en la mora mayor a 90 días, considerada como dura por **Humphreys**. Este indicador pasó de un 2,22% del saldo insoluto vigente en enero de 2020 a un 3,83% en agosto de 2020 y posteriormente disminuyó a 2,56% en septiembre 2020 producto de una sustitución de activos. A esta última

fecha, la mora mayor a 60 días alcanzaba a un 7,04%, mientras que la entre uno y 59 días llegaba a un 14,18%.

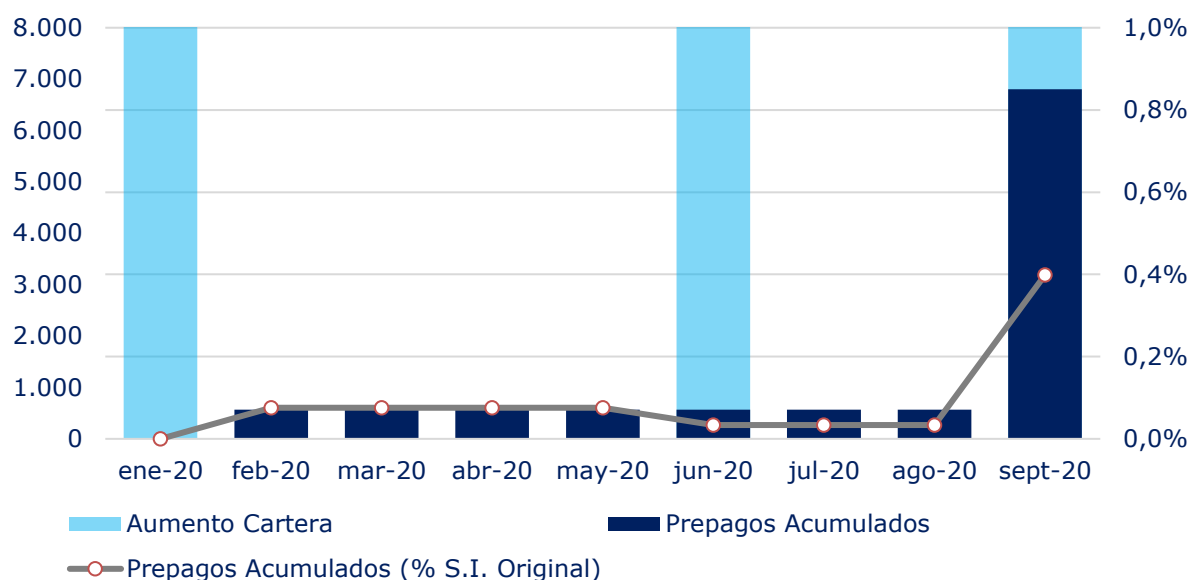
Ilustración 2
Morosidad de los activos del patrimonio separado



Pagos voluntarios

Hasta septiembre de 2020, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 6.801,19 considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, con un 0,40% del monto de la cartera al momento de la incorporación de nuevos activos del patrimonio separado N°1 (este porcentaje es de 0,91% si se mide en relación con la cartera original). Este porcentaje se encuentra dentro de los niveles del modelo dinámico supuesto por **Humphreys**, durante la conformación del patrimonio separado.

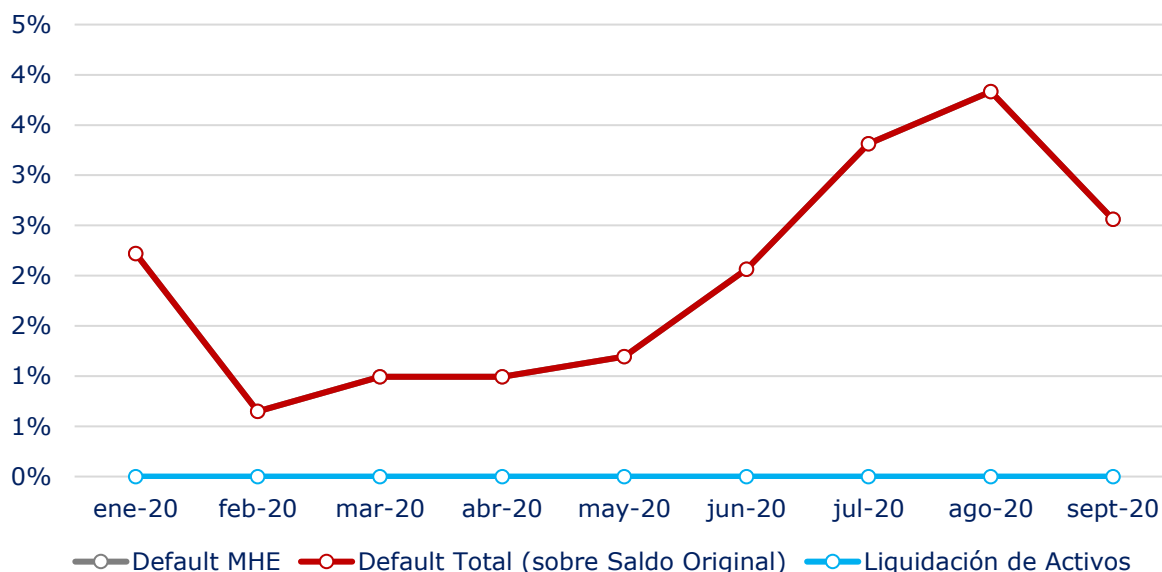
Ilustración 3
Prepagos de los activos del patrimonio separado



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 septiembre de 2020, el *default* total de la cartera alcanzaba el 2,56% del saldo insoluto al momento de incorporación de los activos asociados a la última emisión de bonos (este porcentaje es de 5,83% si se mide en relación con la cartera original). 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

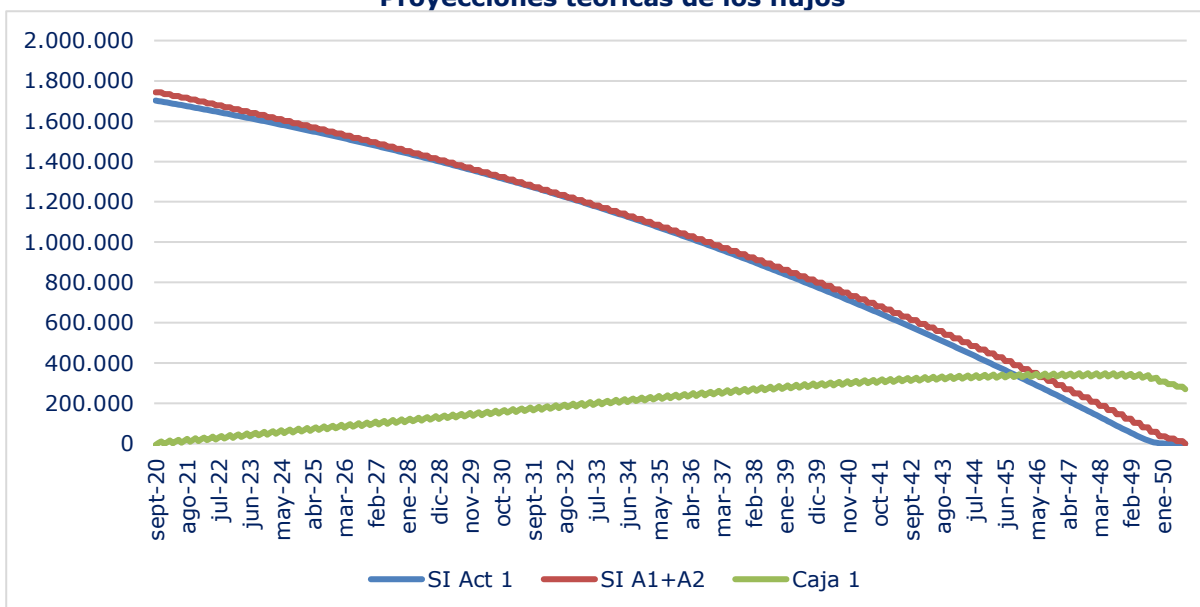
Fecha	LTV ²	Tasación	Tasa de interés	Seasoning
Sep-20	86,76%	UF 2.835	4,80%	10 meses
Inicial (dic-19)	88,60%	UF 2.613	4,93%	1 meses

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 2.000 al año y gasto variable de UF 0,22 por contrato.

² LTV: relación existente entre lo adeudado y la tasación.

Ilustración 5
Proyecciones teóricas de los flujos



"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 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."