



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Volcom Securizadora S.A.**

### **Primer Patrimonio Separado**

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:  
Sebastián Arriagada T.  
Hernán Jiménez A.  
[sebastian.arriagada@humphreys.cl](mailto:sebastian.arriagada@humphreys.cl)  
[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

FECHA  
Noviembre 2021



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	735.658	3,30%	dic-49
B1	Subordinada	10.000	11.162	5,00%	dic-49
A2	Preferente	1.000.000	993.898	3,00%	sep-50
B2	Subordinada	10.000	10.715	4,70%	sep-50

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de agosto de 2021, según lo informado por la CMF

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a los bonos emitidos por **Volcom Securizadora S.A. (primer patrimonio separado)**, se basa en los niveles de protección que otorgan los flujos esperados de los activos securitzados a las series clasificadas, ello en consideración al nivel de riesgo de estos, los cuales están conformados por 920 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, la estructura de deuda del patrimonio separado contempla obligaciones en el corto y mediano plazo; sin embargo, el nivel de caja actual del patrimonio separado y el comportamiento de la cartera de activos permiten presumir razonablemente que no debiese haber riesgo de incumplimientos.

Las perspectivas de clasificación se modifican de “*En Observación*” a “*Estable*”, dado que se ha obtenido mayor evidencia de los efectos provocados por la crisis sanitaria, evidenciándose que el sobrecolateral de la operación y la liquidez del patrimonio separado se mantienen en niveles compatibles con las categorías de riesgos asignadas a las distintas series.

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 sobrecolateral de cada uno de los títulos de deuda.

A septiembre de 2021, 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 98,14% 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 96,91%. 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.

A la fecha, los activos hipotecarios poseen niveles de *default*<sup>2</sup> 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 2021 un 4,76% del saldo insoluto. 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 3,71% 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 más 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.

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

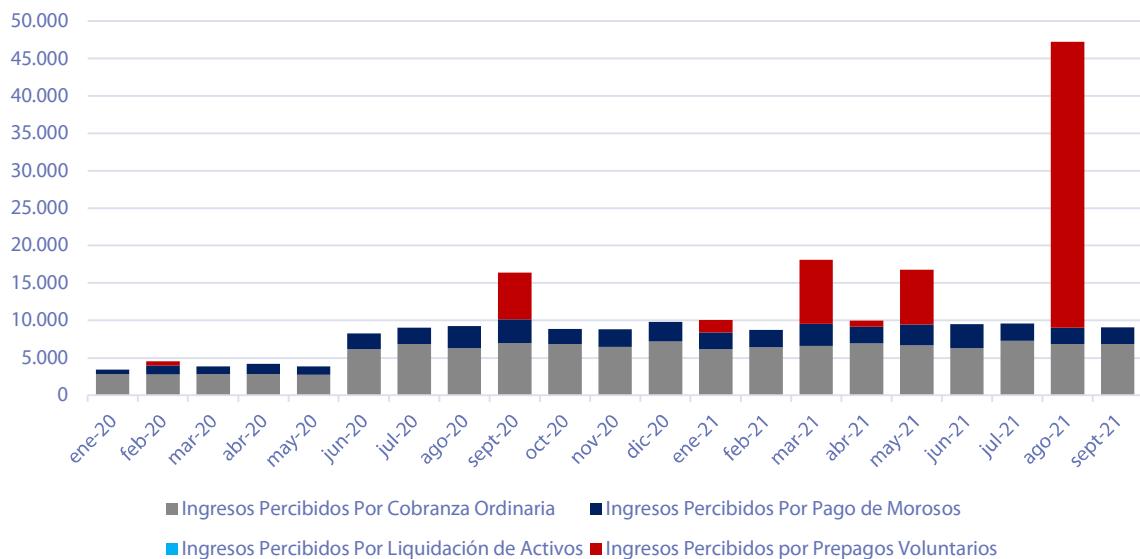
### Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos 21 meses, correspondiente al periodo comprendido entre enero de 2020 y septiembre de 2021, el patrimonio generó ingresos promedios por concepto de recaudación ordinaria —

---

<sup>2</sup> 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.

dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados— en torno a las UF 7.901 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 agosto de 2021 se incorporaron 15 nuevos activos). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios (generados por prepagos voluntarios y liquidaciones de activos) promediaron UF 3.016 mensuales para mismo periodo analizado.



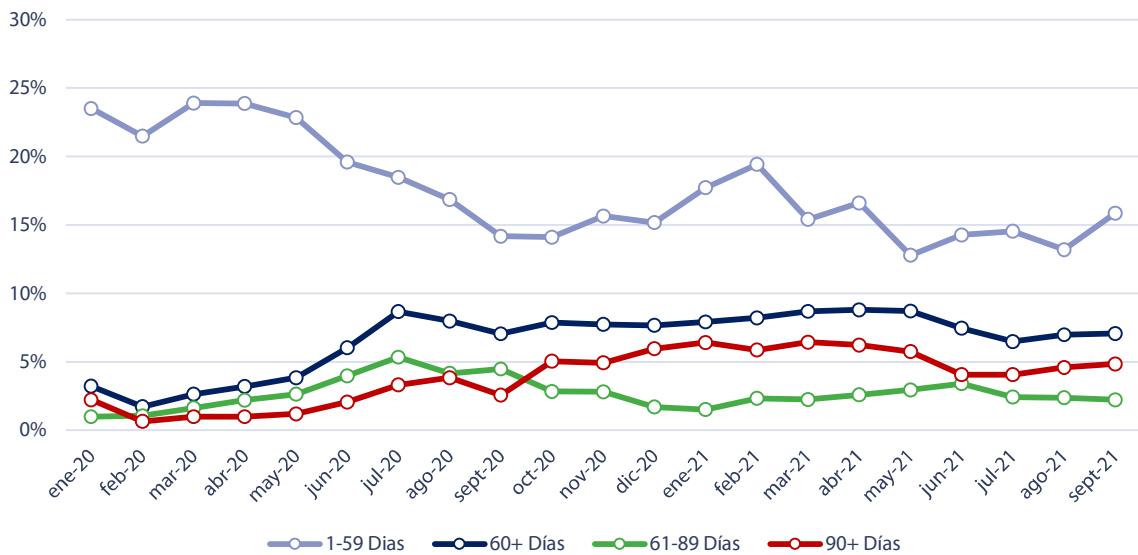
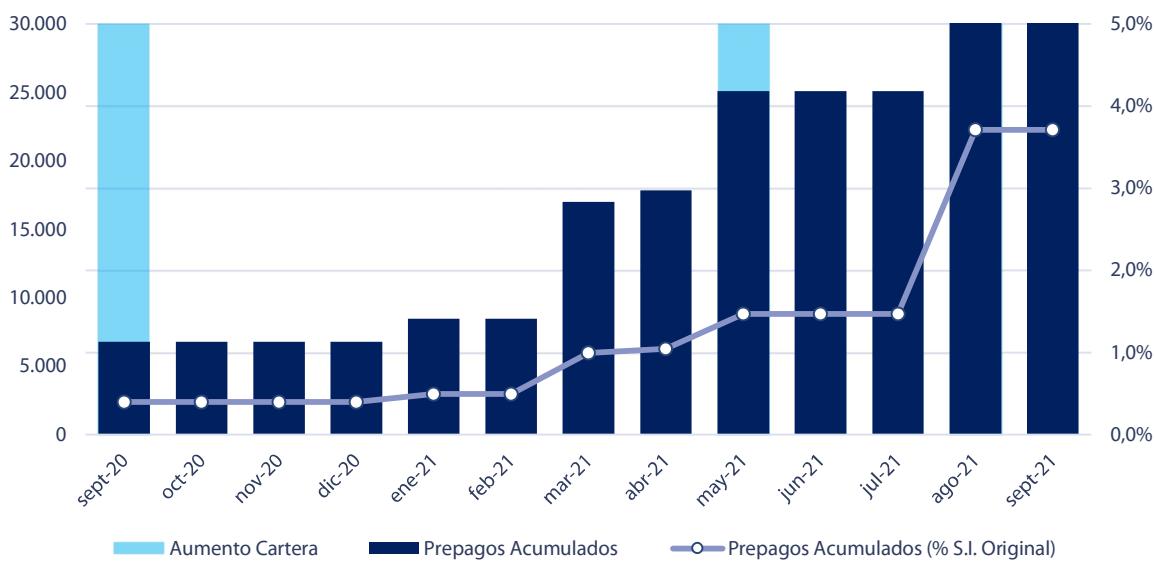
*Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado*

## Morosidad de la cartera de activos

En la Ilustración 2, que muestra el comportamiento de pago de la cartera crediticia, se observa que la mora mayor a 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, presentó una tendencia a la baja en el primer semestre de 2021, pero que posteriormente se revirtió, llegando a 4,84% en septiembre 2021. A esta última fecha, la mora mayor a 60 días alcanzaba a un 7,07%, mientras que la entre uno y 59 días llegaba a un 15,85%.

## Prepagos voluntarios

Hasta septiembre de 2021, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 63.331 considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, con un 3,71% del monto de la cartera al momento de la incorporación de nuevos activos del patrimonio separado N°1. Este porcentaje se encuentra dentro de los niveles del modelo dinámico supuesto por **Humphreys**, durante la conformación del patrimonio separado.


*Ilustración 2: Morosidad de activos*

*Ilustración 3: Pre pago 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. En la *Ilustración 4*, se muestra el *default* de los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A septiembre de 2021, el *default* total de la cartera alcanzaba el 4,76% 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). Sin embargo, a la fecha no existe liquidación efectiva de activos.

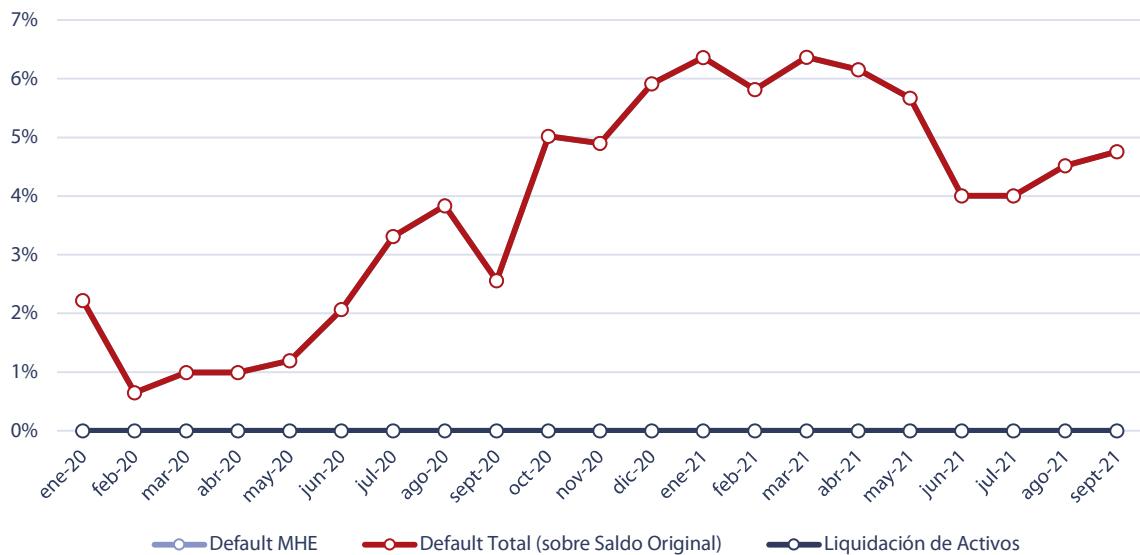


Ilustración 4: Default de la cartera de activos

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Original Dic-19)	88,60	UF 2.613	4,93%	2
Actual (Sep 21)	85,08	UF 2.784	4,81%	24

### 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 2021 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.

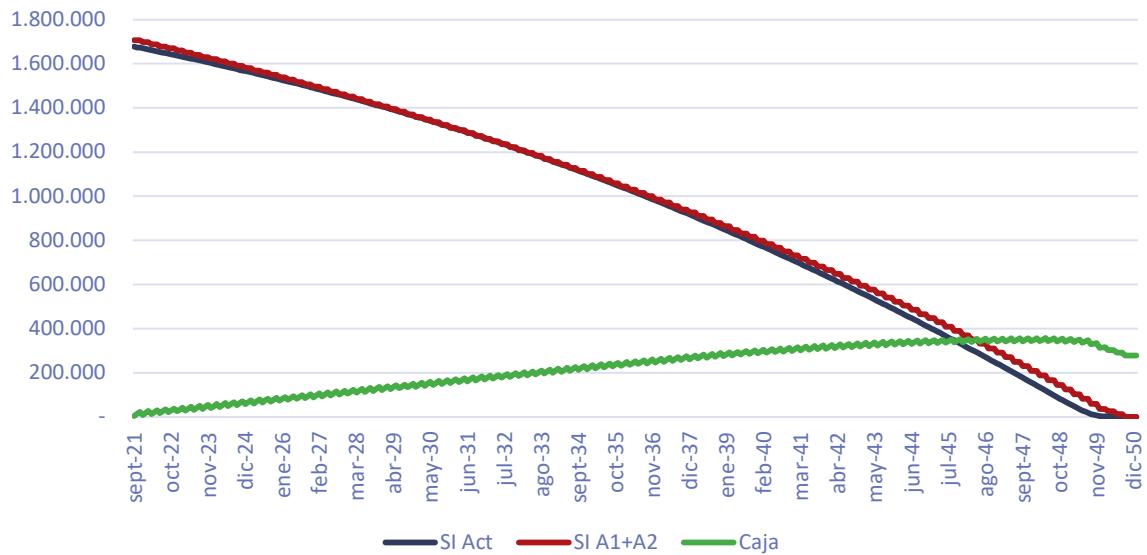


Ilustración 5: Proyección teórica de los flujos del patrimonio separado

"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."