

Fecha de primer rating: 21/11/2019
Fecha de revisión: 22/10/2021

Contactos

Head Structured Finance
Claudio Bustamante, CFA
cbustamante@axesor-rating.es

Analyst Structured Finance
Tomas Marcilese
tmarcilese@axesor-rating.es

Chief Rating Officer
Guillermo Cruz Martínez
gcmartinez@axesor-rating.es

Rating Action

Axesor Rating (“Axesor”) has affirmed the rating of the Class A notes at **AAA_(sf)**, the rating of the Class B notes at **AA_(sf)** and downgraded the rating of the Class C notes to **B_(sf)** from **B+_(sf)**. Axesor did not assign ratings to the Classes D, E, Z1 and Z2 notes.

Executive Summary

Alhambra SME Funding 2019-1 DAC (The “Issuer” or the “Fund”), is a securitization transaction collateralized by a static portfolio of primarily unsecured loans granted to Spanish SME and mid-cap corporates. The loans were originated by Be Spoke Capital (Ireland) Limited (BCI). Previously, the loans were warehoused by Be-Spoke Loan Funding DAC (the “Seller”) which in November 2019 assigned the loans to the Issuer. At the issue date, the portfolio consisted of 52 loans (and 48 borrowers), with outstanding loans of EUR 274.98 million. As of payment date September 2021, the portfolio has 49 loans (and 45 borrowers), with an outstanding of EUR 250.86 million, including a total defaulted balance of *EUR 35.79 million.

**If a loan is considered defaulted, the Fund contemplates the total outstanding at default as defaulted balance.*

The capital structure of the transaction as of payment date September 2021 is shown in the following table:

CLASS	Rating ⁽¹⁾	Initial Amount	Current Amount	PDL remaining	CE
A	AAA _(sf)	132,500,000 €	94,079,101 €	94,079,101 €	56.76%
B	AA _(sf)	16,500,000 €	16,500,000 €	16,500,000 €	49.18%
C	B _(sf)	61,000,000 €	61,000,000 €	61,000,000 €	21.15%
D	Not Rated	23,600,000 €	22,250,913 €	22,250,913 €	10.92%
E	Not Rated	13,800,000 €	13,800,000 €	13,800,000 €	4.58%
Z1	Not Rated	19,300,000 €	19,300,000 €	8,328,869 €	0.00%
Z2 ₂	Not Rated	13,800,000 €	13,800,000 €	- €	0.00%

- (1) Ratings after the rating action as a result of the annual review.
(2) Notes were issued to finance start-up fees and the purchase of collateralised loans.
(3) Reserve Fund fully depleted following the July 2020 payment date.

Tranches A and B have been affirmed at **AAA_(sf)** and at **AA_(sf)** respectively, as implicit modelled levels of Credit Enhancement were either equal or higher than last review, considering that Tranche A had a greater than expected amortization, mainly due to 2 full repayments of principal since last review, and PDL for Z1 has increased for excess spread trap.

Tranche C notes have been downgraded to B_(sf) from B+_(sf), as implicit modelled levels of Credit Enhancement were lower than last review, the performance of the underlying portfolio has weakened, and the fund’s sensitivity has increased due to principal payouts.

The rating assigned to the Class A notes by Axesor Rating addresses the likelihood of full and timely payment to the A noteholders of interest due on each payment date and the principal on a date not later than the final maturity date. On the other hand, the ratings of the Class B Notes and Class C Notes address the ultimate payment on interest and principal on a date that is not later than the final maturity date.

Key Fundamentals

- ▶ **Underlying Assets Performance:** the Fund presents 5 loans in default with a total outstanding defaulted balance of EUR 35.79 million. This represents a 16.64% of the total portfolio, in contrast with the 13.01% from last review in 2020.
- ▶ **Credit Enhancements (CE):** the transaction benefits from subordination where the CE has risen for all the rated tranches (Tranche A: from 51.32% to 56.76%,

Tranche B: from 44.37% to 49.18%, Tranche C: from 18.65% to 21.15%) mainly driven by amortization of Tranche A due to 2 full repayments since last review, and the increase in the Z1 PDL account from EUR 6.85 million to EUR 10.65 million due to a greater collection of the excess spread.

- ▶ **Weighted average life (WAL):** WAL has decreased from 4.28 to 2.41 since inception which reduces the risk involved in the transaction. This has been considered in the Montecarlo Simulations, improving the overall risk of the transaction.
- ▶ **Reserve Fund:** due to new defaults, the Fund was not able to credit the Reserve Fund back to pre pandemic levels. The Reserve Fund was fully depleted in July 2020.
- ▶ **Counterparty Risk:** although Be-Spoke Capital has increased their track record since the inception of the deal, Axesor Rating still considers this as a medium risk to the transaction due to the yet short history. Furthermore, BNP Paribas Securities Services is the account bank holder, principal paying and calculation agent, loan and cash administrator of the transaction. Axesor Rating believes that this portion of the Counterparty Risk is mitigated by the implicit rating of the counterparty.
- ▶ **Principal Payment:** interest only periods have ended for some assets, which means that some of them will need to start amortizing principal as scheduled. Due to the current economic recession, liquidity has been limited, and therefore larger mandatory payments could result in higher default rates.
- ▶ **Interest Rates:** interest rates are expected to stay low in the short and medium term, which could impact the Excess Spread of the Transaction. Such impact has been considered and included in our Quantitative Analysis.

Sensitivity Analysis

Factors that could potentially affect the determined rating (individually or collectively)

▶ Positive Factors (↑).

An improvement in the probability of default (PD) in the underlying assets, could improve the Quantitative Analysis and therefore the risk of the transaction. Also, higher levels of recovery on the current defaulted loans, could potentially increase the respective PDL accounts and increase the credit enhancement of the transaction, which could lead to a better rating for each tranche. Finally, further Make Whole payments could increase senior tranches Credit enhancements and thus, their ratings (B and C Tranche)

▶ Negative Factors (↓).

A further decrease in borrower's liquidity due to current macroeconomic conditions, which could compromise their coming principal payments. Before September 2021 outstanding loans were in an interest only period, where they only had to pay interest on their loans, however as the grace period ends, borrowers must face principal payments of their obligations, which could trigger a greater default rate.

Description of the Transaction

The transaction consists of the securitization of a pool of loans granted to Spanish SME and mid-cap corporates. As of the payment date September 2021, the Fund contains 49 loans, which all have different interest only payment periods, starting in September 2021.

The transaction has been structured by Natwest Markets (Arranger and, together with JP Morgan, Joint Lead Managers) with the issuance of seven tranches. Axesor Rating rates Tranches A, B and C. While Tranches D, E and Z1 are structured as credit enhancement to the senior tranches, Tranche Z2 was structured to finance start-up fees and the purchase of collateralized loans.

The securitization has a reserve fund for the rated notes that is not pre-funded at the issuance, with a maximum amount of 4,000,000€ and whose sole purpose is to cover any shortfalls in interests of the Class A, B and C notes. This Rated Notes reserve fund expires once the rated notes have been fully paid. Additionally, a Principal Deficiency Ledger (PDL) is put in place for all notes to cover loan defaults. The PDL will be in force until the final maturity date.

The underlying assets pay an interest of EUR 1M floored at zero + 6.90%, while the notes issued to finance the structure, accrue interest monthly with the following structure:

Class	Issue Price	Rate on Notes	Margin
A	99.31%	EUR 1M (Floor at 0)	2% per annum
B	98.34%	EUR 1M (Floor at 0)	2.50% per annum
C	100.00%	EUR 1M	5.25% per annum
D	100.00%	EUR 1M	9.25% per annum
E	100.00%	EUR 1M	15.00% per annum
Z1	100.00%	EUR 1M	15.00% per annum
Z2 ₂	100.00%	N/A	N/A

Source: BNP Paribas Trust Corporation UK Limited

Originally, the loans had been included in a warehousing structure established in September 2017 and have been sold to the issuer by Be-Spoke Loan Funding DAC (the seller) at the date of the issue of the Notes.

Description of the Transaction

Main Figures	Data
Issuer	Alhambra SME Funding 2019-1 DAC
Purpose	Funding
Fund Type	Closed
Asset Class	SME and Mid-Cap Corporates
Issue Date	21/11/2019
Listing	Euronext Dublin
Clean-up Call	10%
Call Initiation Period	30/11/2021
Payment Date	Last business day of the month
Assets Interest Payment Frequency	Monthly
Assets Principal Payment Frequency	Quarterly
Legal Maturity Date	30/11/2028

Source: BNP Paribas Trust Corporation UK Limited

Participants

Participants	Role
Be-Spoke Loan Funding DAC	Seller
Be-Spoke Capital (London) Limited	Servicer
NatWest Markets Plc	Arranger / Joint Lead Manager
JP Morgan Securities Plc	Joint Lead Manager
Intertrust Fiduciary Services (Ireland) Limited	Back-up Servicer Facilitator / Corporate Services Provider
BNP Paribas Securities Services	Loan, Cash Administrator ; Account Bank / Calculation Agent ; Paying Agent
BNP Paribas Trust Corporation UK Limited	Trustee
Grant Thornton	Auditors

Source: BNP Paribas Trust Corporation UK Limited

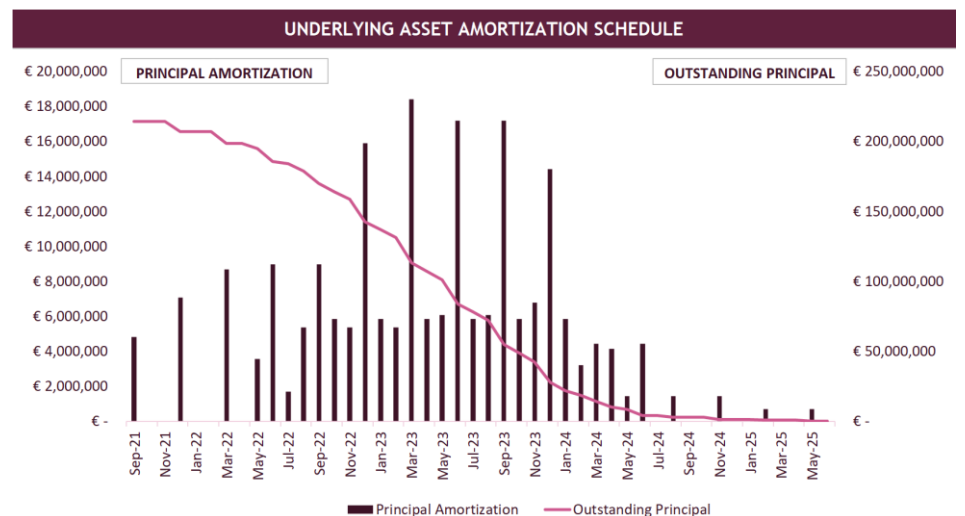
Description of the Servicer

Be-Spoke Capital is a direct lender that specializes in bringing long term capital solutions to Spanish SMEs and middle market companies. They have been investing since 2017 with over 50 transactions completed, across 17 industries.

Axesor Rating performed an operational visit to Bespoke's offices to review the origination and servicing practices and considers them to be consistent with those observed among other direct lending middle-market lenders. The extensive experience of senior management in asset-based lending is viewed as positive for the transaction.

Description of the Underlying

The underlying asset is formed by 49 loans granted to Spanish SME and mid-cap corporates. As of 20th of September 2021, 5 out of the 49 loans have defaulted. The aggregate amount of EUR 250.86 million is divided between performing loans of EUR 215.07 million and defaulted loans of EUR 35.79 million. The Underlying Asset Amortization Schedule shown below, exhibits how the principal amortization has now started, which increases the sensitivity of the defaulted loans.



Source: BNP Paribas Trust Corp. U.K Limited

Description of the Rating Evolution

Tranche B and C have experienced downgrades since inception primarily due to Covid-19 implications that affected the performance of the underlying portfolio. These downgrades have impacted in 2020 and 2021 reducing Tranche B by 1 notch and Tranche C by 5 notches, as these Tranches are more sensitive to borrowers defaults.

Rating	Sep-19	Sep-20	Sep-21
TRANCHE A	AAA _{sf}	AAA _{sf}	AAA _{sf}
TRANCHE B	AA _{sf} ⁺	AA _{sf}	AA _{sf}
TRANCHE C	BB _{sf} ⁺	B _{sf} ⁺	B _{sf} ⁻

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte de la entidad originadora de los activos, participando dicha entidad en el proceso. La calificación de crédito está basada en:

- ▶ Información proveniente de fuentes de acceso público.
- ▶ Información proporcionada por la entidad originadora de los activos cedidos o que vayan a ser cedidos al fondo de titulización.

Desde el momento de la emisión de la calificación de crédito, toda información proporcionada por el originador de los activos, por el administrador de los activos (si éste fuera una entidad distinta del originador) o por un tercer participante en la transacción, será revisada y analizada con objeto de valorar los siguientes puntos:

- Evolución de la calidad crediticia de los activos que sirven de colateral del Fondo.
- El nivel de mejora de crédito.
- Evolución de los triggers cuantitativos del Fondo.
- Evolución de los triggers cualitativos del Fondo (riesgo de contrapartidas).

La información ha sido exhaustivamente revisada con objeto de asegurar su validez, coherencia y consistencia, considerándose la misma como satisfactoria. No obstante, Axesor Rating no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones derivadas de la misma.

Información adicional

- ▶ La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Structured Finance Rating que puede consultarse en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/methodology; y bajo la Escala Estructurados disponible en www.axesor-rating.com/es-ES/about-axesor/rating-scale
- ▶ Axesor publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- ▶ De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses axesor ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada y a terceros vinculados. No obstante, conforme a nuestra Política de Conflictos de Intereses, no supone conflicto ya que dicha venta agregada no supera el 5% de la cifra neta de negocio.
- ▶ El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor.

La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión. La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

La información sobre personas físicas que pudiera aparecer en el presente informe incide única y exclusivamente en sus actividades comerciales o empresariales sin hacer referencia a la esfera de su vida privada y de esta manera debe ser considerada.

Le informamos que los datos de carácter personal que pudieran aparecer en este informe son tratados conforme al Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y otra legislación aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.axesor.com/es-ES/gdpr/>, o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@axesor.com.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2021 por AXESOR RISK MANAGEMENT S.L.U. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 2º Derecha, 18100, Armilla, Granada, España.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid.