



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Securitizadora Security S.A.

Cuarto Patrimonio Separado

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:
Sebastián Arriagada T.
Hernán Jiménez A.
sebastian.arriagada@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Octubre 2021

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

Bonos securitizados:

Serie 4A	AA+	Favorable ¹
Serie 4B	C	Estable
Serie 4C	C	Estable

EEFF base Junio de 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie 3A (BSECS-4A)	Nº 319 de 03.12.02
Bono Serie 3B (BSECS-4B)	Nº 319 de 03.12.02
Bono Serie 3C (BSECS-4C)	Nº 319 de 03.12.02

Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-4
Inscripción Registro de Valores	Nº 319, 3 de diciembre de 2002
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional
Originador	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Administrador Primario	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características activos	Contrato de arrendamiento con promesa de compraventa: tasa fija, arriendo mensual, ahorro acumulado (ahorro mensual + subsidio trimestral) para el ejercicio de la opción de contrato de compraventa.

Resumen características cartera securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	204.853	368	10,64%	68,08	UF 818

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha julio de 2021.

El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.

¹ Tendencia anterior: Estable.

Características de las series de bonos

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor nominal Par* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	950.000	102.916	6,00%	ene-25
B	Subordinada	58.000	171.280	6,00%	ene-25
C	Subordinada	100.000	295.309	6,00%	ene-25

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

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en que los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado se estiman suficientes y holgadas para responder con las obligaciones emanadas de la serie preferente de bonos, no así para las series subordinadas. Los activos —contratos de *leasing* habitacional— han sido originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. El sobrecolateral de la operación está dado por el exceso de *spread* generado por el diferencial de tasas entre los activos y pasivos del patrimonio separado; además, en el caso del bono senior, se dispone del mayor valor de los activos.

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, su nivel de caja actual le permite soportar una significativa reducción en su recaudación para los próximos meses y aun así dar cumplimiento a los compromisos asumidos en relación con los bonos preferentes (en los hechos no se ha evidenciado cambios significativos en los niveles de recaudación).

El cambio de tendencia de la clasificación del bono preferente, desde “*Estable*” a “*Favorable*”, responde principalmente a que, hay un mayor nivel de holgura para el pago de los bonos (en relación con las obligaciones a la serie preferente). A julio de 2021 el colateral de la serie preferente representó un 213,65%², lo que representa un aumento de un 41,15% respecto a lo observado a julio 2020 donde el colateral alcanzó un 151,37%.

La clasificación para la serie preferente, “*Categoría AA+*”, se fundamenta en el hecho que la operación posee un buen nivel de colateral con respecto a sus obligaciones, en conjunto con la mantención de niveles de mora y *default* acotados y controlados en el tiempo. Este grado de colaterización permite que el flujo de los activos sea adecuado para el pago de los bonos incluso bajo el escenario de una muy reducida rentabilidad en las cuentas de la AFV (fondos ahorrados para pagar el saldo de precio del contrato de *leasing*).

Es importante destacar que los contratos de *leasing* habitacional, que sirven de respaldo a la operación, han sido originados bajo la modalidad de ahorro en la AFV (administradora de fondos para la vivienda). De esta forma, el arrendatario paga mensualmente el arriendo (el equivalente al interés del crédito, dinero que ingresa directamente al patrimonio separado) y, en paralelo, ahorra en la AFV. Así, acumula los fondos necesarios para pagar al saldo de precio adeudado (amortización del capital). El tiempo que demore el arrendatario para saldar totalmente la operación dependerá de la rentabilidad de los fondos administrados por la AFV. Si a la fecha del

² Responde principalmente al prepago de la serie preferente en julio y abril del presente año.

vencimiento original del contrato de arrendamiento no se hubiese reunido la totalidad de los recursos para ejercer el pago del saldo de precio, el importe acumulado se utiliza para amortizar parcialmente el saldo de precio (dinero que ingresa al patrimonio separado) y se extiende la fecha de vencimiento del *leasing* habitacional.

De acuerdo con la información de la cartera y los antecedentes financieros a julio de 2021, el valor de los activos —saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados— representaba, como ya se mencionó, el 213,65% del monto de los bonos preferentes (151,37% a julio de 2020). A la fecha de emisión, enero de 2003, esta ratio se encontraba en 82,70%. Si para el cálculo del indicador se incorpora la Serie B, el mismo disminuye a 80,19% (85,53% en julio de 2020 y 77,94% a la fecha de emisión).

La cartera crediticia, que a julio de 2021 mantenía una *seasoning* de aproximadamente 228 meses, presentaba un nivel de *default*³, medido sobre saldo insoluto original, de 13,28%, coherente con lo inicialmente proyectado por **Humphreys**. A la misma fecha, los activos liquidados representaban el 12,63% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

Los prepagos de la cartera exhiben un dinamismo mayor al inicialmente supuesto por la clasificadora, con una relación de prepagos acumulados sobre saldo insoluto original de la cartera de 45,72%, superior al 27,44%, nivel máximo de estrés supuesto por **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado.

La clasificación en “Categoría C” de las series subordinadas B y C se basa en el hecho de que su pago está subordinado al cumplimiento de la serie preferente, por cuanto absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos. De esta manera, se refuerza la clasificación de riesgo obtenida por la serie preferente, aunque exponiendo a los tenedores de este título subordinado a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

Definición categorías de riesgo

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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una 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.

³ El *default* contempla la cartera con mora mayor a 90 días más los activos en proceso de liquidación y los efectivamente liquidados

Análisis de patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre agosto de 2019 y julio de 2021 el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria —dividendos pagados al día más dividendos morosos— de aproximadamente UF 2.492 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en agosto de 2020 (UF 3.090) y la menor en abril de 2020 (UF 1.541). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.730 en el mismo período. La evolución de la recaudación del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

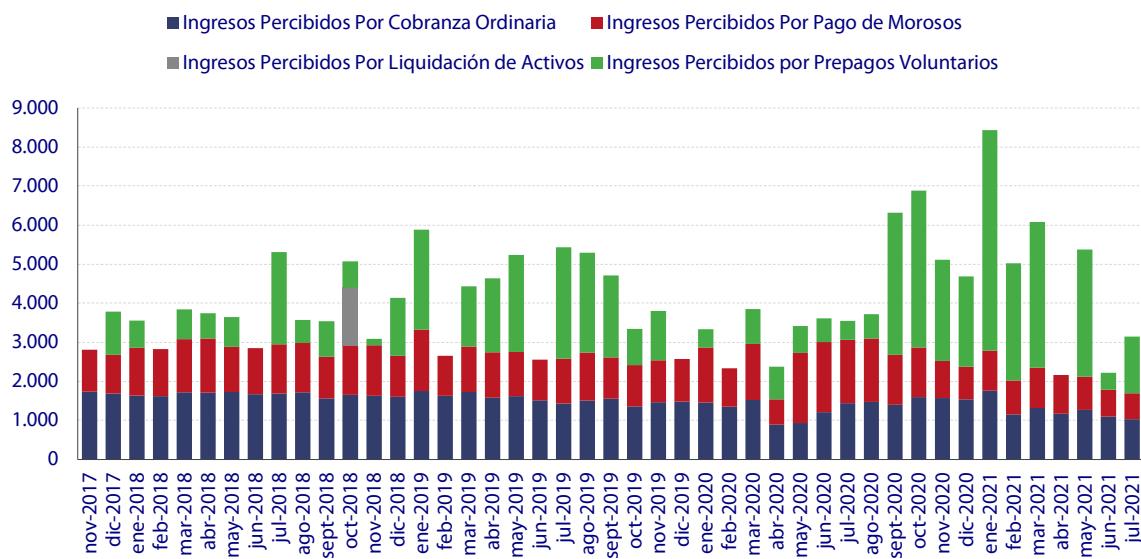


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A julio de 2021, la mayor parte de la mora estaba concentrada en activos con una o dos cuotas vencidas, los que representaban el 16,87% del saldo insoluto vigente de la cartera. En tanto, la morosidad mayor a 60 días alcanzaba el 3,82% y la por sobre 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, ascendía a 2,16%. La Ilustración 2. presenta la morosidad histórica de la cartera.

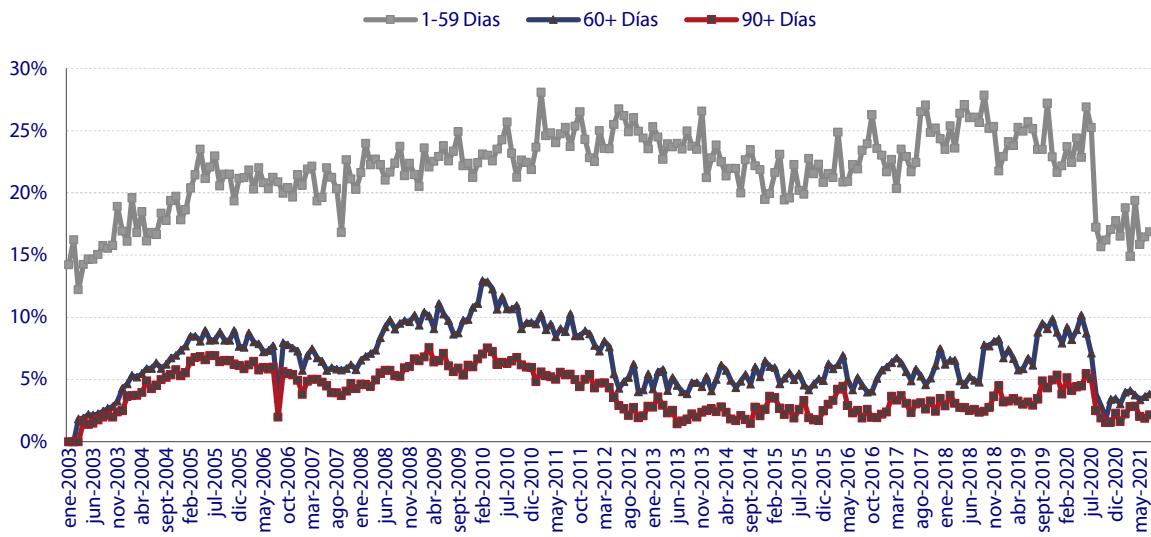


Ilustración 2: Morosidad de activos

Prepagos voluntarios

Hasta julio de 2021, el patrimonio separado había presentado prepagos por UF 359.165, incluyendo tanto los totales como los parciales, monto equivalente a un 45,72% del saldo insoluto original de la cartera. Este nivel de prepagos es superior a los niveles medio (20,39%) y máximo (27,44%) de prepagos supuestos por **Humphreys** al inicio de la operación. En la ilustración 3 se observa el comportamiento que ha mostrado la cartera del patrimonio separado en cuanto a prepagos.

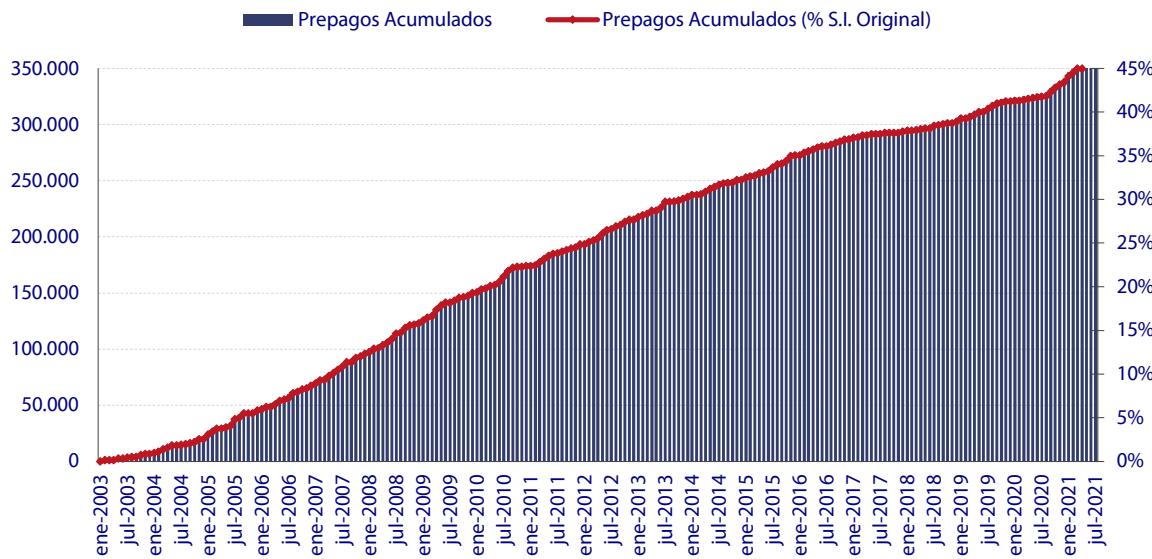


Ilustración 3: Pre pago de activos

Default de la cartera

Humphreys, dado su criterio conservador, califica como *default* los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. También se consideran los activos efectivamente liquidados.

El *default* de la cartera a julio de 2021 representaba el 13,28% del saldo insoluto original y estaba conformado mayoritariamente por deudores con más de tres cuotas atrasadas. Dada la antigüedad y las características de la operación, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador. La Ilustración 4. presenta la trayectoria del *default* de los activos que conforman la careta que respalda el patrimonio separado.

Este patrimonio separado tuvo su primera liquidación de activos en enero de 2005, y a julio de 2021, los activos liquidados acumulan un monto equivalente al 12,63% del monto original de la cartera securitizada

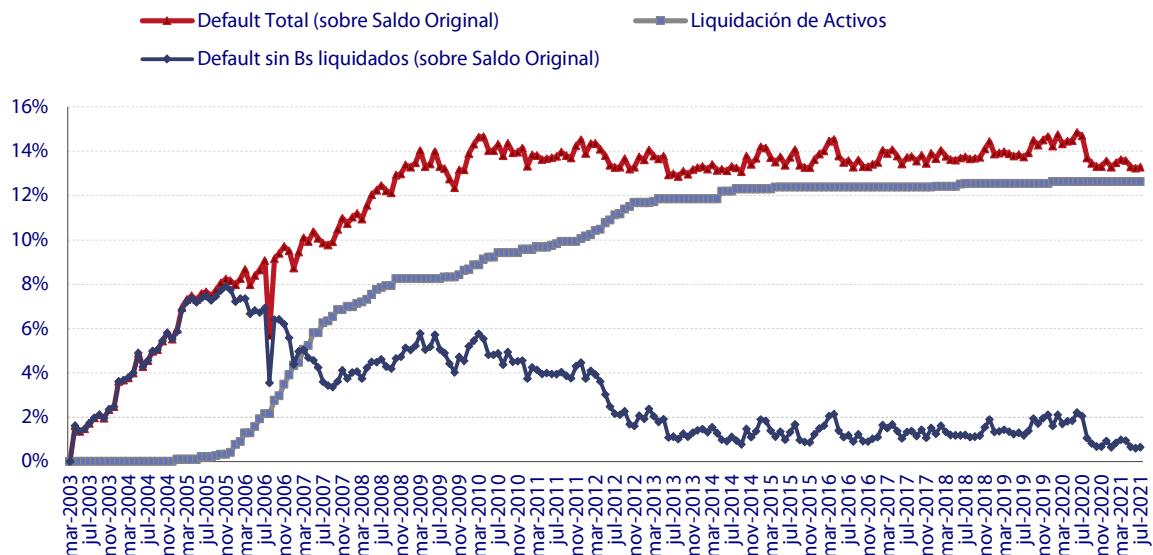


Ilustración 4: Default de la cartera de activos

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Original (Jun-01)	85,43	UF 836	10,79%	14
Actual (Jul 21)	68,08	UF 818	10,64%	228

Antecedentes de los bonos securitzados

La Ilustración 5 muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de la serie preferente, desde julio de 2021 hasta el vencimiento de este bono. 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. El gráfico evidencia la alta sobrecoletarización de la serie preferente que se mantendría durante toda la vigencia de los bonos.

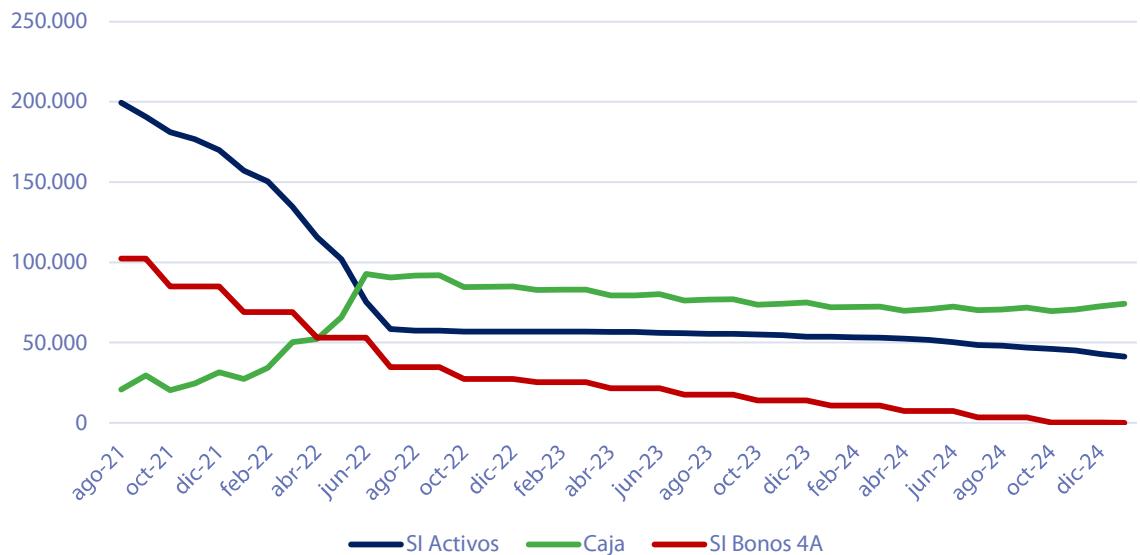


Ilustración 5: Proyección teórica de los flujos del patrimonio separado

“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.”