



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# Securitizadora Security S.A. Décimo Patrimonio Separado

Anual y Cambio de Clasificación

ANALISTAS:  
Diego Tapia Zárata  
Ignacio Muñoz Quezada  
diego.tapia@humphreys.cl  
ignacio.munoz@humphreys.cl

FECHA  
Marzo 2024

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 E Serie F	AAA <sup>1</sup> C	Estable <sup>2</sup> Estable
EEFF base		
Diciembre 2023		

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie E (BSECS-10E)	N° 510 de 16.08.07
Bono Serie F (BSECS-10F)	N° 510 de 16.08.07

#### Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-10
Activos Respaldados	Contratos de Leasing Habitacional.
Originadores y Administradores primarios	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de los activos	Contrato de arrendamiento con promesa de compraventa: tasa fija, arriendo mensual, ahorro acumulado (ahorro mensual + subsidio trimestral) para uso de opción de contrato de compraventa.

#### Resumen características cartera securitizada

Tipo de activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio tasación
CLH	90.279	856	10,19%	14,74%	UF 716

\* Saldo insoluto actual / Valor de garantía inmuebles.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a enero de 2023. Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.

Datos básicos bono securitizado					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par* (UF) al 31/12/2023	Tasa de interés	Fecha vencimiento
E	Subordinada	46.000	19.133	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	216.209	4,00%	Ene-26
<b>Total</b>		<b>159.000</b>	<b>235.343</b>		

\* Valor Par incluye capital e intereses devengados y no pagados.

<sup>1</sup> Clasificación anterior: Categoría AA.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Favorable.

# Opinión

## Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo del **Décimo Patrimonio Separado** de Securitizadora Security S.A. se basa en que los flujos esperados para los activos que lo conforman resultan suficientes, en forma holgada, para responder a las obligaciones emanadas por la emisión de los títulos de deuda serie E, no así para la serie F en donde se observa una situación deficitaria para el pago íntegro de dicho bono. Los activos que respaldan la operación —contratos de *leasing* habitacional— han sido originados por Inmobiliaria Mapsa S.A.

El cambio de clasificación de la serie E, desde “*Categoría AA*” a “*Categoría AAA*”, obedece al fuerte aumento en el fortalecimiento del sobrecolateral del patrimonio separado, el cual en el último año ha aumentado más del doble al medirse como la relación entre el valor de los activos y el saldo insoluto de la serie E. Ello se explica por cuanto los niveles de *default* y de prepago que exhibe la cartera de respaldo del patrimonio separado siguen siendo menores a lo supuesto inicialmente como valores medio. Dada la antigüedad de la cartera, y el comportamiento que se ha evidenciado ante las crisis, se presume que el patrimonio separado capturará el exceso de *spread* en forma superior a lo inicialmente previsto. Asimismo, como se espera que se mantenga el fortalecimiento del patrimonio separado y no se visualizan cambios relevantes en los factores que determinan la evaluación de riesgo, la tendencia de la clasificación se modifica desde “*Favorable*” a “*Estable*”. Por su parte, la serie F, subordinada respecto a la serie E, mantiene su clasificación en “*Categoría C*”

Al cierre de diciembre de 2023, el valor de los activos del patrimonio —saldo insoluto de los contratos de *leasing*, más los fondos disponibles y los bienes recuperados— representaba alrededor del 562,82% del monto adeudado a los tenedores del bono E. Este porcentaje se reduce al 45,76% si se adicionan las obligaciones originadas por la serie F. A la misma fecha, el patrimonio separado tenía en caja disponible UF 17.119 y activos de respaldo por UF 90.279. Adicionalmente, el valor de las dos series vigentes de los bonos emitidos por el patrimonio separado sumaba UF 235.343, de los cuales UF 19.133 corresponden a la serie E.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a diciembre de 2023 tenía un *seasoning* de 213, ha presentado un comportamiento dentro de los rangos inferiores esperados por el modelo dinámico de **Humphreys**, dada su antigüedad y características, ello en términos de morosidad, prepagos y *default*.

Según información a diciembre de 2023, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba a 8,75% del saldo insoluto original de los activos, valor que está por debajo de los niveles medio y máximo proyectados por **Humphreys** al inicio de la operación. Los contratos efectivamente liquidados alcanzaron, a la misma fecha, el 8,30% del saldo insoluto inicial de los activos. Por su parte, los prepagos acumulados, medidos como porcentaje del saldo insoluto original de los contratos alcanzaban aproximadamente al 18,59%.

Cabe señalar que la clasificación considera excesos de gastos que no estaban contempladas al momento de la estructuración del patrimonio separado, como por ejemplo los pagos de contribuciones que debe

realizar el patrimonio separado sobre los contratos de *leasing* habitacional. Si bien es un elemento que puede reducir la holgura con que cuenta la estructura en su capacidad de captura de *spread*, no afectaría profundamente al patrimonio separado considerando la madurez con que cuenta.

## Definición categoría 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 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Análisis del patrimonio

### Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, considerando el periodo comprendido entre enero 2022 y diciembre de 2023, el patrimonio generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria —dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados— en torno a las UF 4.417 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en marzo de 2022 (UF 4.794) y la menor en febrero de 2023 (UF 3.782). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 573, en el mismo periodo. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos dos años del patrimonio separado.

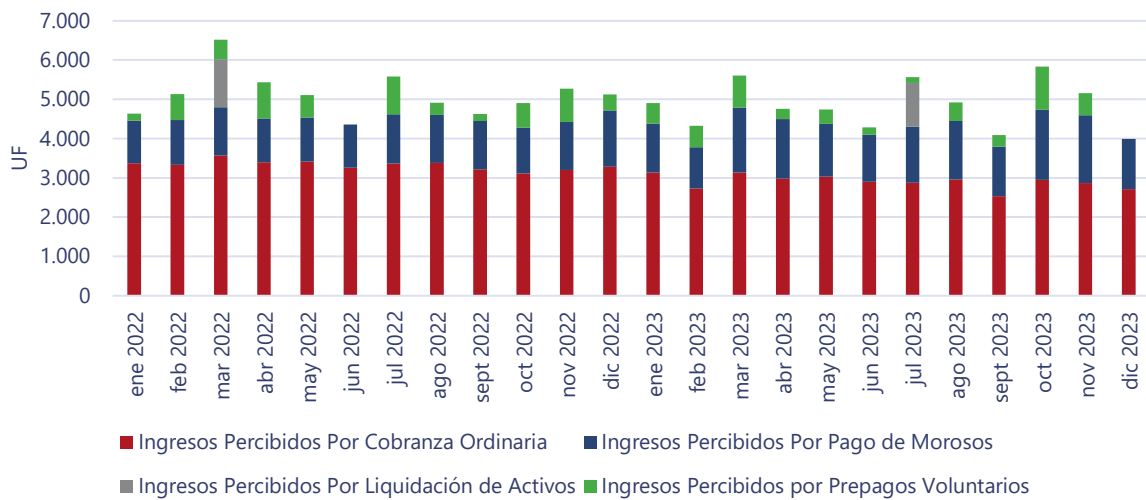


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

## Morosidad de la cartera de activos

A diciembre de 2023, la morosidad de la cartera de activos en términos del saldo vigente se concentra en la mora blanda, la cual ha aumentado durante el último año, representando un 18,22%. Por su parte, los tramos de 60 días o más y 90 días o más han llegado a niveles de 6,93% y 3,79% en el último año, respectivamente. La evolución de la morosidad del patrimonio separado se presenta en la Ilustración 2.

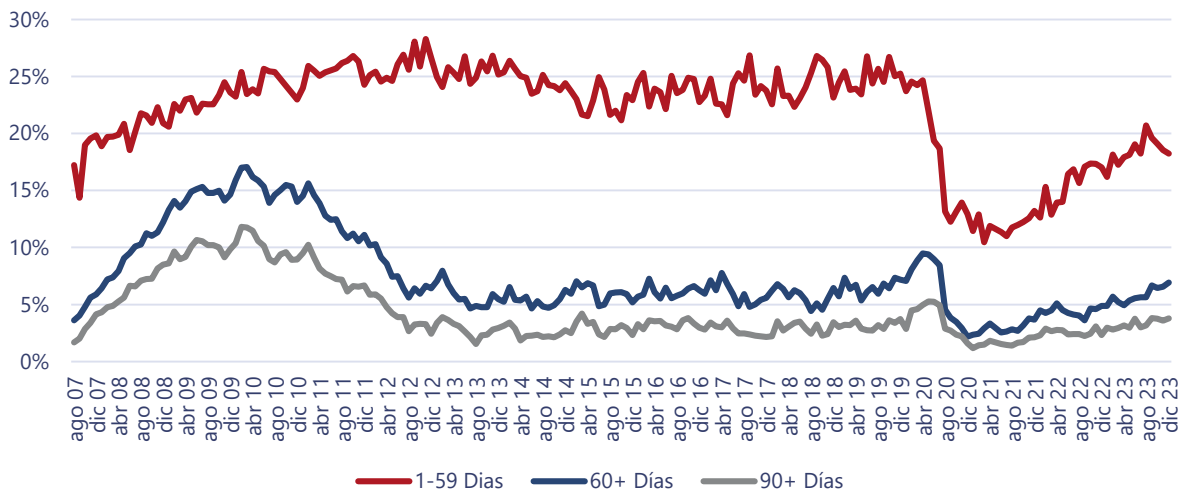


Ilustración 2: Morosidad de los activos

## Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron en noviembre de 2007 y acumulan a diciembre de 2023 un monto de UF 159.931, considerando tanto los prepagos totales como aquellos

parciales, los que representan aproximadamente el 18,59% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del prepago se encuentra en la Ilustración 3.

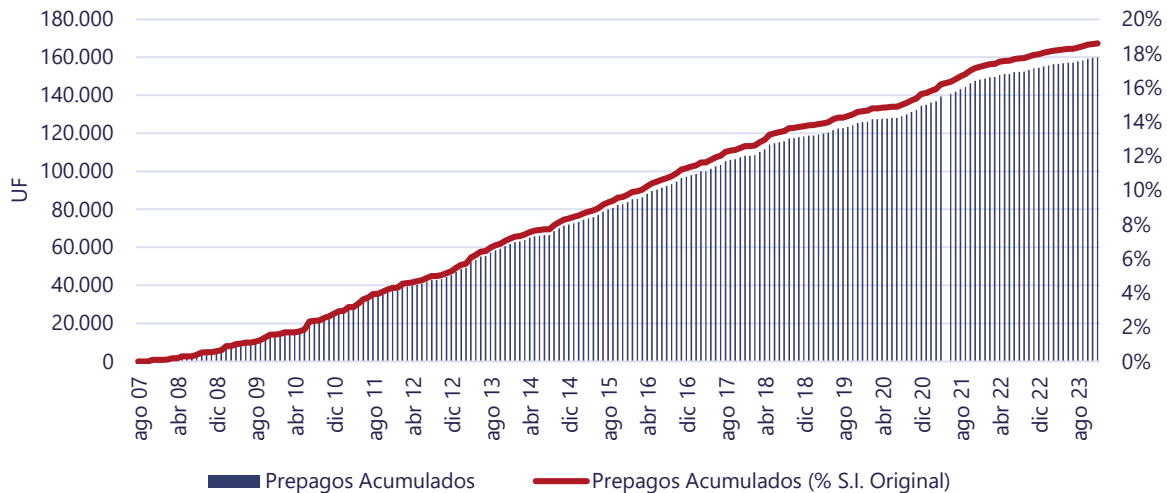


Ilustración 3: Prepagos acumulados de los activos

El riesgo de pérdida del sobrecolateral producto de los pagos anticipados puede ser atenuado mediante la adquisición de nuevos activos o mediante el prepago de los pasivos. El presente patrimonio, a la fecha, ha optado por esta última opción.

### Default de la cartera

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

A diciembre de 2023, el *default* de la cartera, medido como activos liquidados o en cobranza judicial y/o con mora superior a los tres meses, alcanzaba el 8,75% (sobre el saldo insoluto original de la cartera). En la Ilustración 4, se evidencia que, a partir de 2010 el *default* presentó un comportamiento más estable para luego mostrar tendencia a la baja. Dada la antigüedad de los activos que conforman el patrimonio separado, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador. Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en julio de 2008. A diciembre de 2023, los activos liquidados se mantienen en 8,30% del saldo insoluto total.

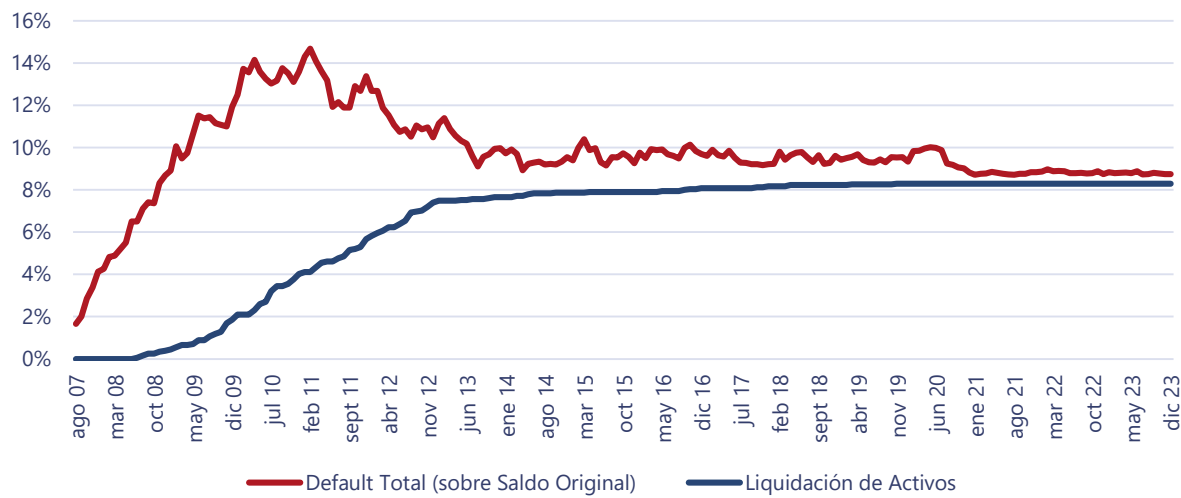


Ilustración 4: Default de la cartera

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual	14,74%	UF 716	10,19%	213
Original (Ago 07)	69,78%	UF 775	10,38%	22

### Proyección de flujos estáticos

La Ilustración 5 muestra el saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de la Serie E, desde enero de 2024 hasta el vencimiento del bono en enero de 2026. Se presenta también una estimación de la caja disponible para el mismo lapso. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin asumir prepagos ni *default*, considerando que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 3.600 al año. Se evidencia que el nivel sobrecolateralización de la serie E se iría incrementando, terminando con un flujo de caja excedentario después del pago de ésta y dejando cerca de UF 72.939 para el pago de la serie F.

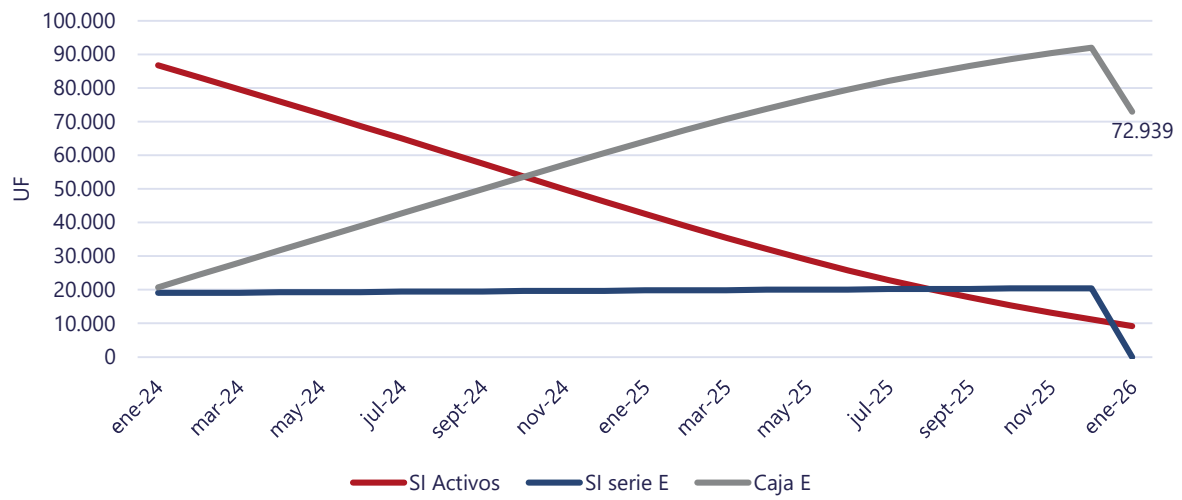


Ilustración 5: Flujos teóricos de los activos

*"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."*