



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

Analistas

Sebastián Arriagada Tapia

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56) 22433 5200

sebastian.arriagada@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

Securizadora Security S.A. Décimo Patrimonio Separado

Julio 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo			
Tipo de instrumento		Categoría	Tendencia
Bonos securitzados:			
Serie C		AAA	Estable
Serie D		AAA ¹	Estable ²
Serie E		BBB+ ³	Favorable
Serie F		C	Estable
Estados Financieros		Marzo de 2021	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie C (BSECS-10C)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie D (BSECS-10D)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie E (BSECS-10E)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie F (BSECS-10F)	Nº 510 de 16.08.07

Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-10
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 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 garantía
Contratos de leasing habitacional	271.046	1.017	10,26%	30,14%	UF 714

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a abril de 2021.

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

¹ Clasificación anterior: Categoría AA.

² Tendencia anterior: Favorable.

³ Clasificación anterior: Categoría BBB.

Características de las Series de Bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
C	Subordinada	45.000	57.460	4,00%	ene-26
D	Subordinada	18.000	30.966	4,00%	ene-26
E	Subordinada	46.000	79.137	4,00%	ene-26
F	Subordinada	113.000	194.402	4,00%	ene-26
Total		1.226.000	361.966		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de abril de 2021.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en la suficiencia de los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado, en relación con las obligaciones emanadas por la emisión de los títulos de deuda, reconociendo los distintos grados de preferencia que presentan las diferentes series de bonos. Los activos que respaldan la operación —contratos de leasing habitacional— han sido originados por Inmobiliaria Mapsa S.A.

En relación con la contingencia asociada a los efectos del Covid-19, se esperaba un aumento en la morosidad en la cartera de activos del patrimonio separado y, consecuentemente, una baja en los niveles de recaudación. Sin embargo, durante el último año se ha evidenciado una disminución en la morosidad, no obstante, esta podría revertirse dependiendo de cuanto se prolongen los efectos de la pandemia; en todo caso, se presume, que de suceder, que el impacto no sería significativo para el patrimonio separado.

El cambio de clasificación de la serie D, de “Categoría AA” a “Categoría AAA”, y la serie E, de “Categoría BBB” a “Categoría BBB+”, obedece al fortalecimiento del sobrecolateral del patrimonio separado, producto que los niveles de *default* y de prepago que exhibe la cartera de respaldo del patrimonio separado siguen siendo menor al supuesto inicialmente. Dada la antigüedad de la cartera, y el comportamiento que se ha evidenciado con la pandemia Covid-19, se presume que el patrimonio separado capturará el exceso de *spread* en forma superior a lo inicialmente previsto. La tendencia de la serie D se modifica desde “Favorable” a “Estable”.

La clasificación de la serie C se mantiene en “Categoría AAA” debido a la capacidad de generación de flujo que posee el patrimonio separado y el sobrecolateral que resguarda la operación, además de la prelación de los pagos de los bonos emitidos.

A abril de 2021, 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 391,4% del monto adeudado a los

tenedores del bono C. Este porcentaje se reduce al 254,3% si se adicionan las obligaciones originadas por las series D y 134,2% al agregar la serie E. Finalmente, considerando la serie F, el porcentaje disminuye a un 62,1%. A la misma fecha, el patrimonio separado tenía en disponible UF 5.768 y activos de respaldo por UF 218.613. Adicionalmente, el valor de las cuatro series vigentes de los bonos emitidos por el patrimonio separado sumaba UF 361.966.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a abril de 2021 tenía un *seasoning* de 182 meses, 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 abril de 2021, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 8,84% del saldo insoluto original de los activos, valor que esta 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 16,19%, de acuerdo con información a abril de 2021.

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 BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse 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

Análisis del patrimonio



Recaudación

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al periodo comprendido entre mayo de 2019 y abril de 2021, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria —dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados— en torno a las UF 5.540 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en mayo de 2019 (UF 6.087) y la menor en febrero de 2020 (UF 5.054). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 784, en el mismo periodo. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos cuatro años del patrimonio separado.

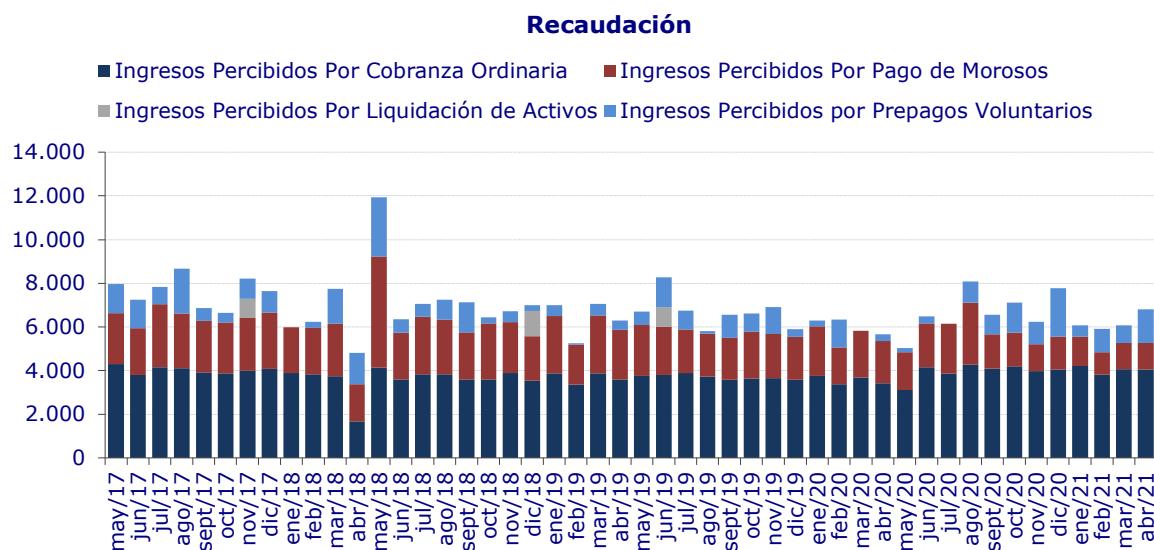


Ilustración 1:Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A abril de 2021, la morosidad de la cartera de activos, medida sobre el saldo insoluto existente en el mes vigente, se concentra en la mora blanda (menor a 60 días), la cual ha disminuido y se encuentra cercana al 11,88%. Por su parte, tanto la morosidad mayor a 60 días como la mora dura, mayor a 90 días, han mostrado una disminución desde abril 2020, situándose en torno al 3,34% y 1,81% del saldo insoluto vigente. La Ilustración 2 presenta la evolución de la mora del patrimonio separado.

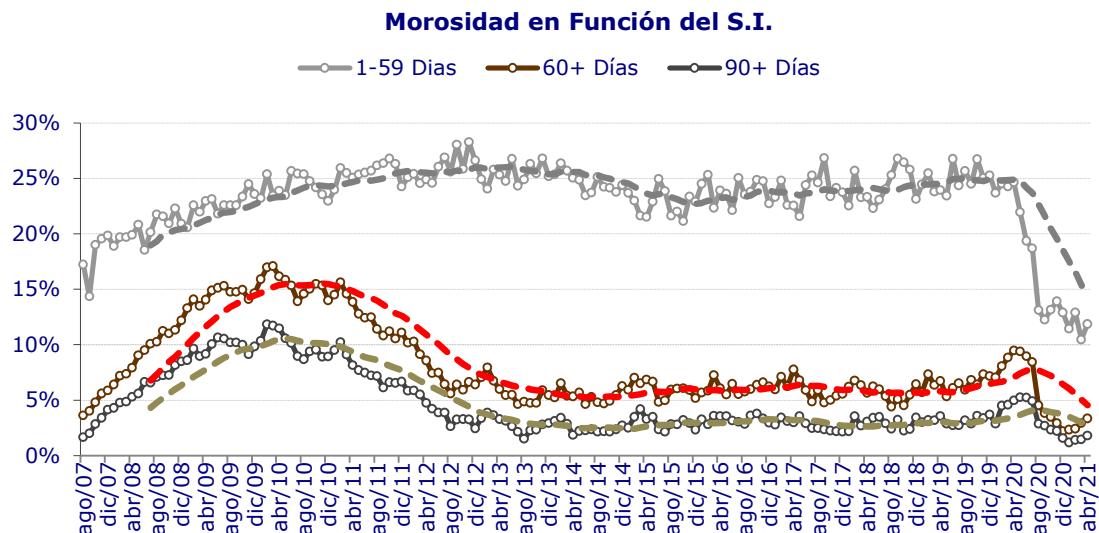


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron en noviembre de 2007 y acumulan a abril de 2021 un monto de UF 139.335, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 16,19% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del pre pago se encuentra en la Ilustración 3.

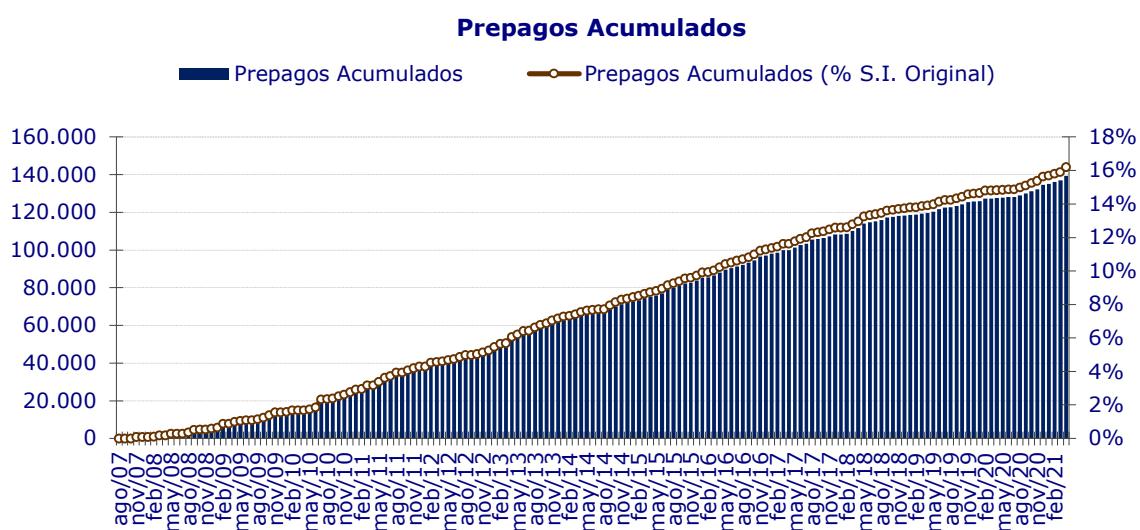


Ilustración 3: Pre pago acumulados de los activos

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

Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** también considera en *default* a los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentre sin cobranza judicial o en proceso judicial.

A abril de 2021, el *default* de la cartera, medido como activos liquidados o en cobranza judicial y/o con mora superior a los tres meses, alcanzaba el 8,84% (sobre el saldo insoluto original de la cartera). En la Ilustración 4, se evidencia que, a partir 2010 el *default* tendió a estabilizarse 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, sin descartar alza producto de la crisis económica.

Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en julio de 2008. A abril de 2021, los activos liquidados se mantienen en 8,30% del saldo insoluto inicial.

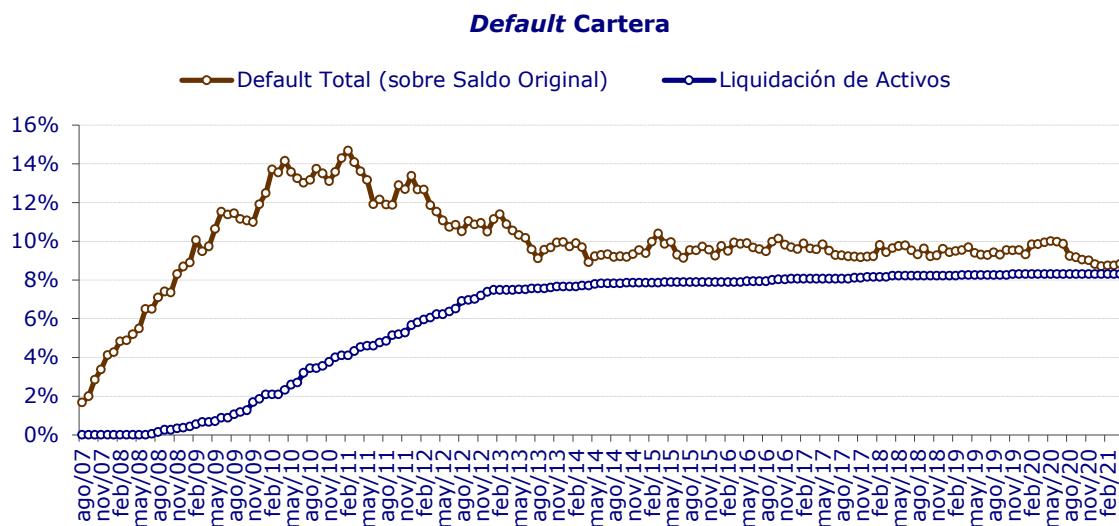


Ilustración 4: *Default* de la cartera

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 las "Serie C" hasta la "Serie E", desde mayo de 2021 hasta el vencimiento de los bonos en enero de 2026. Se muestra también una estimación de la caja disponible para el mismo lapso. Los flujos de

caja y saldos insoluto fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin asumir prepagos ni *default*, considerando que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 2.000 al año. Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de las series C, D y E se irían incrementando, terminando con un flujo de caja excedentario después del pago de las mismas series y dejando cerca de UF 44.760 para el pago de la serie F.

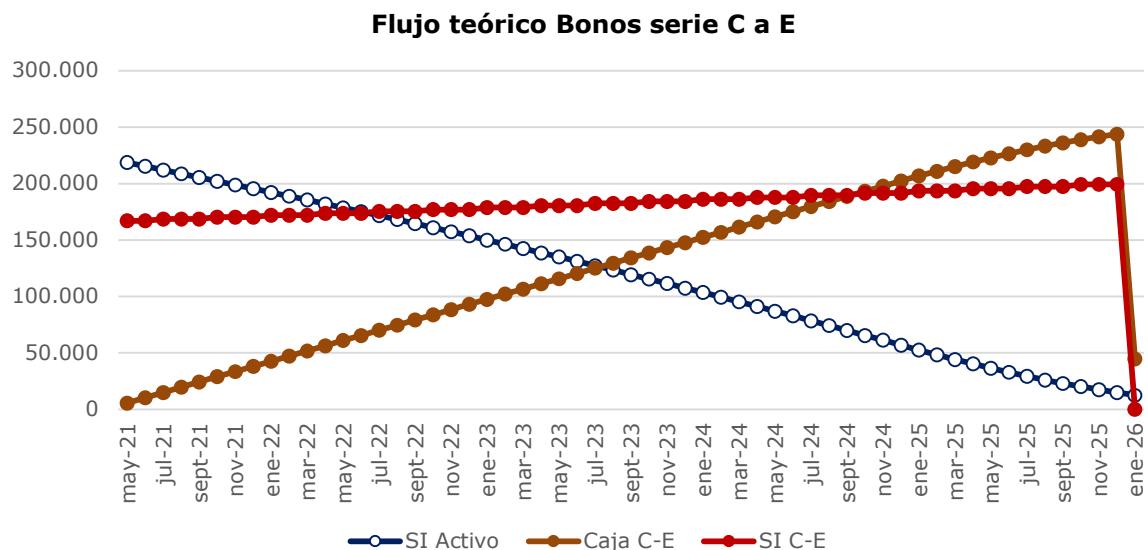


Ilustración 5: Comportamiento teórico saldos insoluto del patrimonio separado

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual (Abr 21)	30,14	UF 714	10,26%	182
Original (Ago 07)	69,78	UF 775	10,38%	22

"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."