



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Securizadora Security S.A.

Décimo Patrimonio Separado

Anual y Cambio de Clasificación

ANALISTAS:

Ignacio Muñoz Quezada
Hernán Jiménez Aguayo
ignacio.munoz@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Marzo 2023

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitizados		
Serie E	A ¹	Favorable
Serie F	C	Estable
EEFF base		Diciembre 2022

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	133.190	897	10,22%	20,73%	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 31/01/2023	Tasa de interés	Fecha vencimiento
E	Subordinada	46.000	70.018	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	208.214	4,00%	Ene-26
Total		159.000	278.232		

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

¹ Clasificación anterior: Categoría A-.

Opinión

Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo del **Décimo Patrimonio Separado** de **Securizadora 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, 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.

El cambio de clasificación de la serie E, desde “*Categoría A-*” a “*Categoría A*”, 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 menores a lo supuesto inicialmente. 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, la tendencia de la clasificación se deja en “*Favorable*”. Por su parte, la serie F, subordinada respecto a la serie E, se clasifica en “*Categoría C*”

Al cierre de enero 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 220,50% del monto adeudado a los tenedores del bono E. Este porcentaje se reduce al 55,49% si se adicionan las obligaciones originadas por la serie F. A la misma fecha, el patrimonio separado tenía en disponible UF 20.750 y activos de respaldo por UF 133.190. Adicionalmente, el valor de las dos series vigentes de los bonos emitidos por el patrimonio separado sumaba UF 278.232.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a enero de 2023 tenía un *seasoning* de 202, 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 enero de 2023, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba a 8,83% 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 18,04%.

Adicionalmente, 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. Sin embargo, podría convertirse en una limitante para alzas futuras en la clasificación de riesgo si se produjeran incrementos

significativos en la tasa del cálculo del pago de las contribuciones, así como también incrementos relevantes en el avalúo fiscal de los activos del patrimonio separado.

Definición categorías de riesgo

Categoría A

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

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, considerando al periodo comprendido entre diciembre 2021 y enero 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 4.745 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en enero de 2021 (UF 5.182) y la menor en enero de 2023 (UF 4.479). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 819, en el mismo periodo. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos dos años del patrimonio separado.

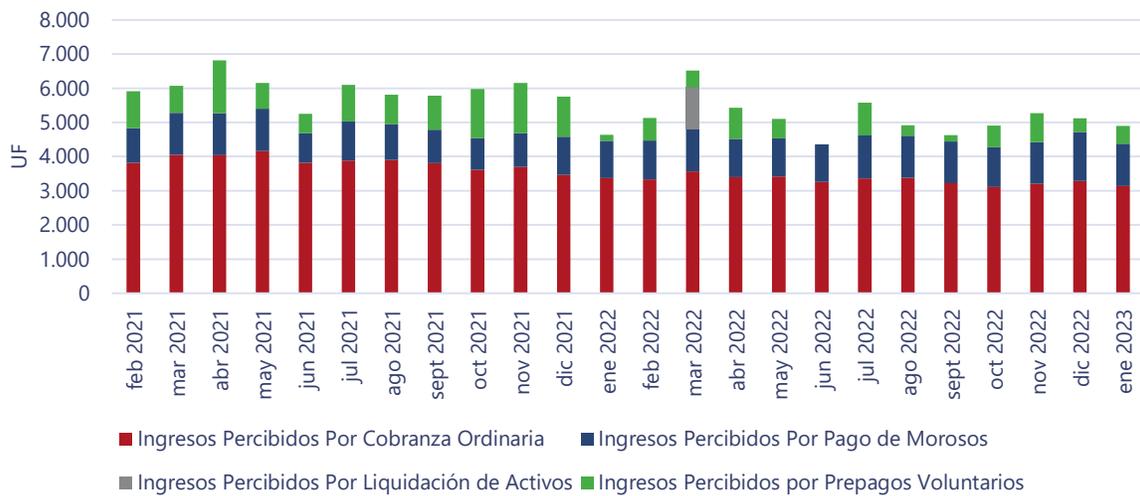


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A enero 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 16,18%. Por su parte, los tramos de 60 días o más y 90 días o más han llegado a niveles de 4,86% y 2,97% en el último año, respectivamente. La evolución de la morosidad del patrimonio separado se presenta en la Ilustración 2.

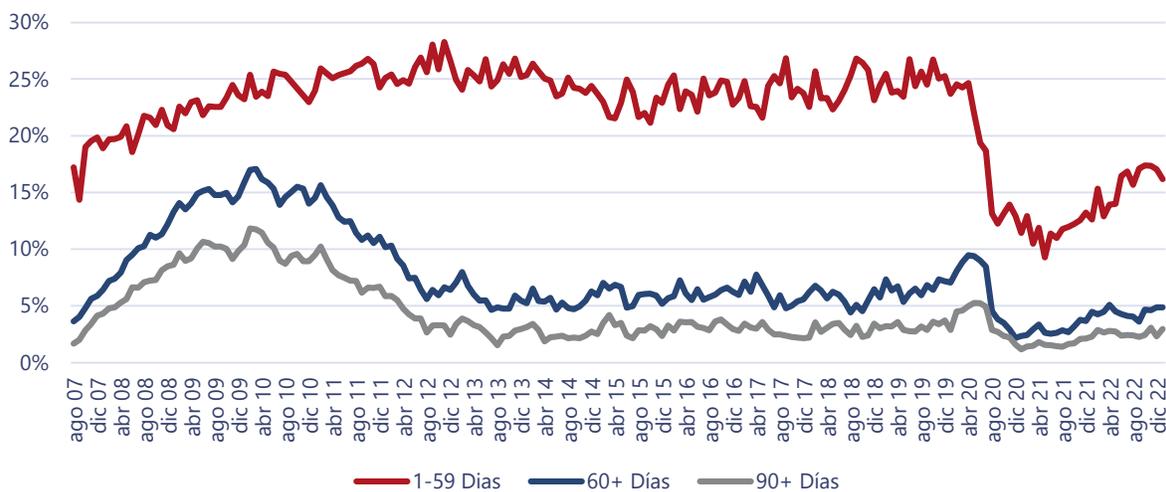


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron en noviembre de 2007 y acumulan a enero de 2023 un monto de UF 155.234, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 18,04% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del prepago se encuentra en la Ilustración 3.

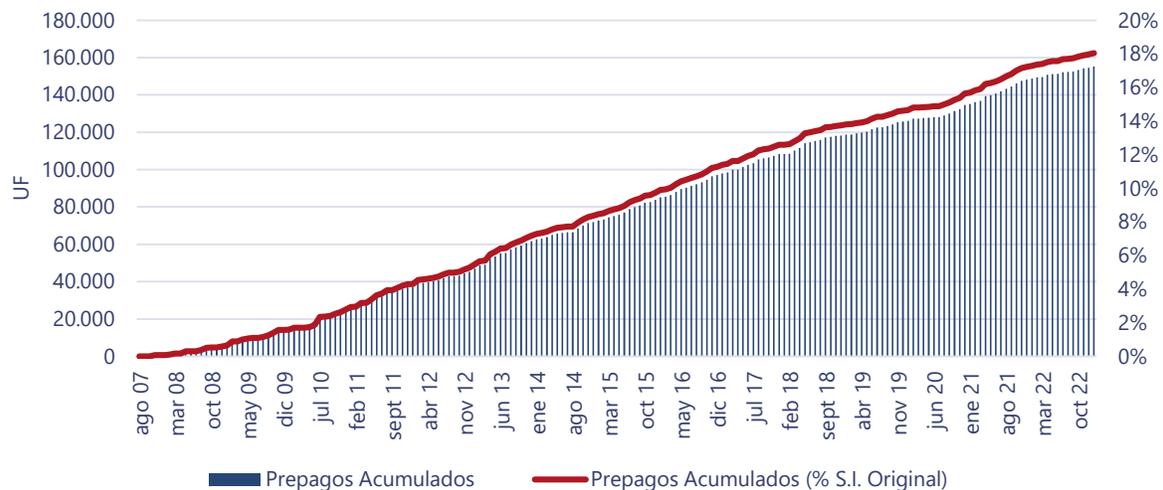


Ilustración 3: Prepagos acumulados de los activos

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 enero 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 8,83% (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 (salvo por un eventual efecto no significativo en el período post crisis pandemia). Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en julio de 2008. A enero de 2023, los activos liquidados se mantienen en 8,30% del saldo insoluto total.

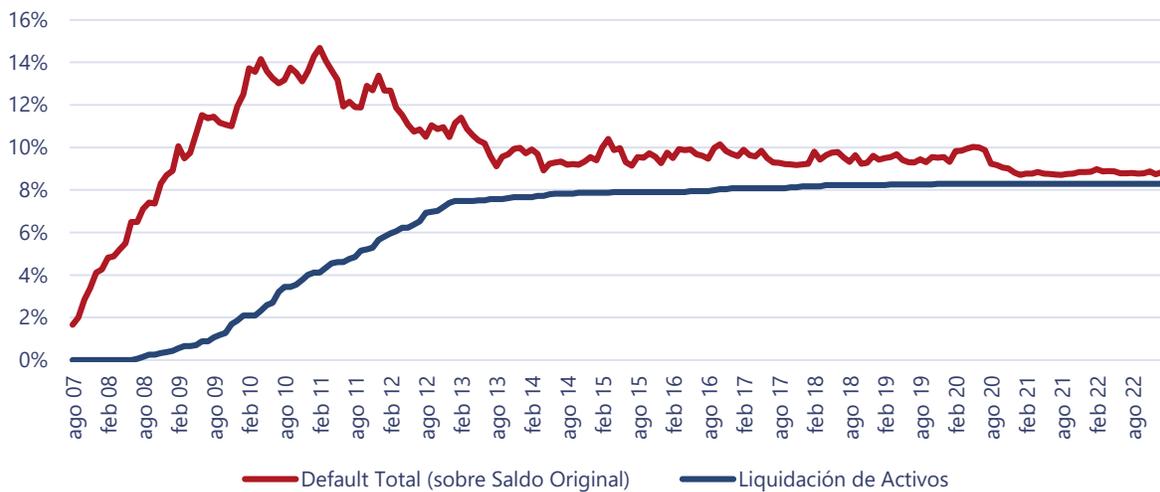


Ilustración 4: Default de la cartera

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual	20,73%	UF 716	10,22%	202
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 febrero de 2022 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 64.863 para el pago de la serie F.

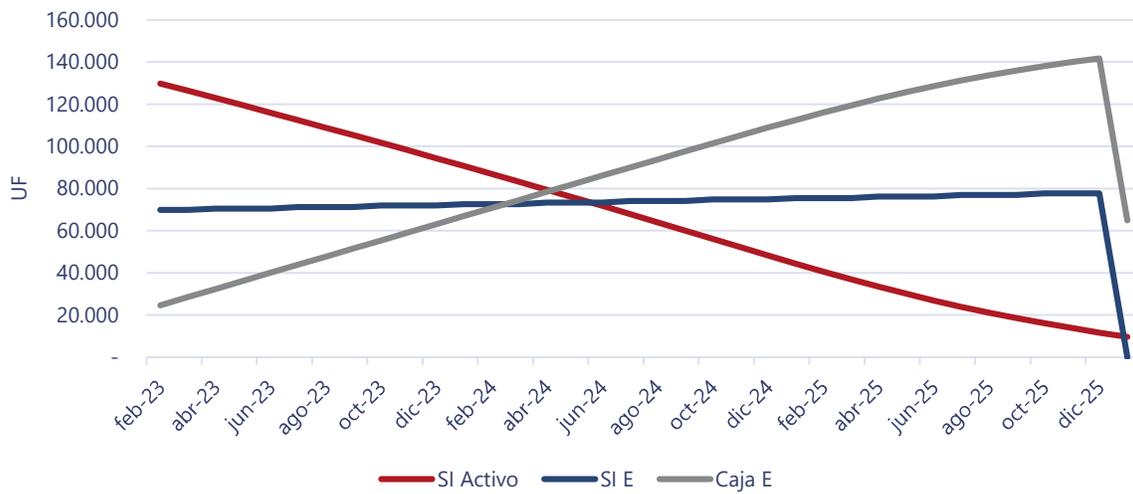


Ilustración 5: Flujos teóricos de los activos

"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."