



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a s

Ignacio Muñoz Q.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.munoz@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A.

Décimo Tercer

Patrimonio Separado

Enero 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Datos básicos bono securitizado

Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bono securitizado		
Serie A	AAA	Estable
Serie B	AAA	Estable
Serie C	AAA	Estable
Serie D	AAA	Estable
Serie E	AA+	Favorable ¹
Serie F	C	Estable
Estados Financieros	Septiembre de 2020	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie A (BSECS-13A)	Nº 582 de 27.04.09
Bono Serie B (BSECS-13B)	Nº 582 de 27.04.09
Bono Serie C (BSECS-13C)	Nº 582 de 27.04.09
Bono Serie D (BSECS-13D)	Nº 582 de 27.04.09
Bono Serie E (BSECS-13E)	Nº 582 de 27.04.09
Bono Serie F (BSECS-13F)	Nº 582 de 27.04.09

Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-13
Activos Respalados	Contratos de Leasing Habitacional
Originador	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Administrador Primario	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características activas	Contrato de arrendamiento con promesa de compraventa: tasa fija, arriendo mensual, ahorro acumulado (ahorro mensual y subsidio trimestral) para el ejercicio de la opción de compraventa.

Resumen características cartera securitizada

Tipo de activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio tasación
CLH	315.316	1.076	9,24%	37,40	UF 798

* Saldo insoluto actual / Valor de garantía inmuebles.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a octubre de 2020. Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.

¹ Tendencia anterior: Estable.

Datos básicos bono securitizado

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par* (UF) al 31/10/2020	Tasa de interés	Fecha vencimiento
A	Preferente	750.000	123.955	4,50%	octubre 2027
B	Subordinada	45.000	7.056	4,50%	octubre 2027
C	Subordinada	19.000	31.636	4,50%	octubre 2027
D	Subordinada	9.000	14.986	4,50%	octubre 2027
E	Subordinada	24.600	40.961	4,50%	octubre 2027
F	Subordinada	112.400	187.154	4,50%	octubre 2027

* Valor Par incluye capital e intereses devengados.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta, principalmente, en que los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado se consideran suficientes para responder a las obligaciones surgidas de las distintas emisiones de bonos, considerando sus respectivas preferencias (se exceptúa la serie F).

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 y, para el caso de las series A, B, C, D y E, por el hecho que el valor de los activos supera el saldo insoluto de la deuda.

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 caso de que la situación actual se prolongue por más de un año (crisis pandemia) y, a la vez, se deterioren los niveles de recaudación (pese a que a la fecha ello ni ha sucedido), la capacidad de capturar el diferencial de tasa entre el activo y la deuda podría reducirse, debilitando la posición de liquidez en el futuro.

El cambio de tendencia de clasificación de la serie E desde "*Estable*" a "*Favorable*", manteniendo su clasificación en "*Categoría AA+*", se fundamenta principalmente por la mejora sostenida que ha presentado el sobrecolateral de la serie, registrando un incremento por sobre lo estimado por **Humphreys** debido al buen comportamiento que ha presentado la cartera de activos del patrimonio separado, tanto en términos de prepago como de *default*. Asimismo, se ha tenido en consideración que, dado la antigüedad promedio de los contratos de *leasing* habitacional, se presume una muy baja probabilidad que la liquidación forzosa de activos experimente a futuro un alza significativa (y las que pudieren suceder tenderían a no presentar pérdida de capital). Las clasificaciones de las series A, B, C y D se mantienen en "*Categoría AAA*", mientras que la Serie F continúa en "*Categoría C*".

A octubre de 2020, el valor de los activos—saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados—representaban el 263,81% del monto de la serie preferente serie A, un 249,60% del saldo insoluto de las series A y B, un 201,05% del saldo de las series A, B y C, un 184,09% si se agrega la serie D y un 149,60% si se incluyen las series desde la A hasta la E. Al sumarse la serie F, este porcentaje se reduce a 80,59%.

Cabe destacar, que a la fecha de emisión el sobrecolateral se encontraba en un 99,8% para la Serie A, un 94,2% para las series A y B, un 92,0% para las series A, B y C y un 91,0% para las series A, B, C y D. El sobrecolateral de las series de la A hasta la E al momento de constitución del patrimonio separado era de 88,3%.

La cartera crediticia -que a octubre de 2020 mantenía un *seasoning* de 158 meses- presentaba un nivel de *default*, medido sobre el saldo insoluto original, cercano al 7,36% (por *default* se entiende contratos liquidados o en cobranza judicial y/o mora superior a tres meses). A la misma fecha, los activos liquidados representaban un 6,53% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado. En términos de prepagos, la cartera de activos ha presentado niveles bajos para su *seasoning*, pues estos están en un 12,30% del saldo traspasado inicialmente al patrimonio. No obstante, no se puede asegurar que en el futuro se mantenga la tendencia mostrada hasta la fecha.

La Serie F se mantiene en “Categoría C” por cuanto su pago se produciría sólo cuando se hubiesen pagado las restantes series, lo cual implicaría excedentes insuficientes para servir dicha obligación.

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 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.

Análisis de patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras del período comprendido entre noviembre de 2018 y octubre de 2020, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 5.336, registrándose la menor recaudación en mayo de 2020 (UF 4.160) y la máxima en agosto de 2020 (UF 6.552). La Ilustración 1 presenta el total percibido en el mes, el cual incluye tanto, la cobranza ordinaria (recaudaciones por pagos al día y morosos) como la cobranza extraordinaria (ingresos por prepagos voluntarios e ingresos percibidos por liquidación de activos).

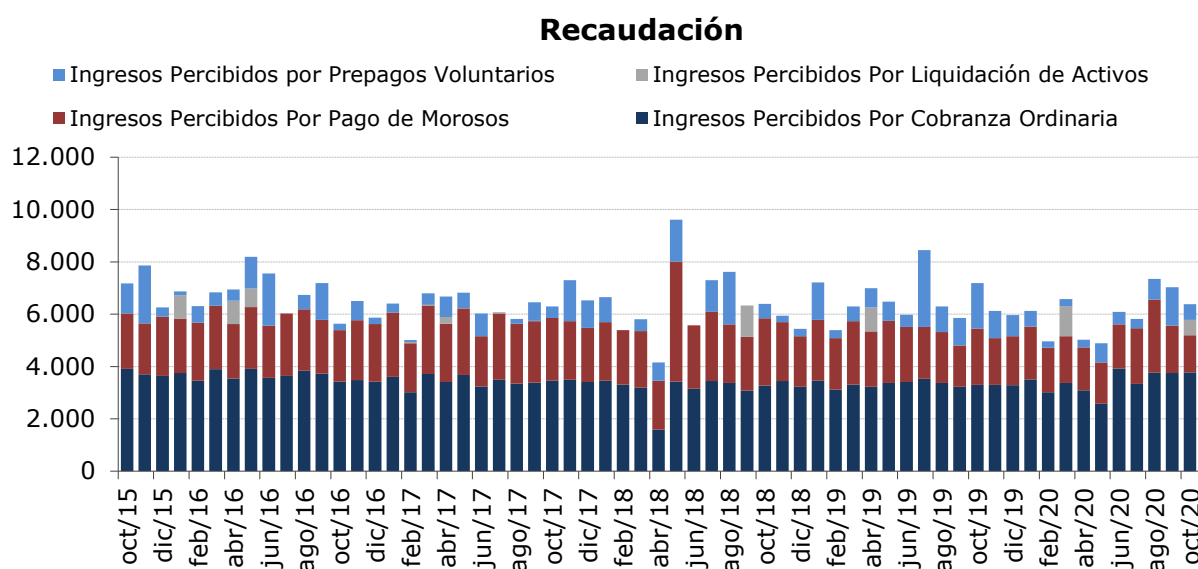


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

En el último año, la morosidad de 1 a 59 días ha presentado una disminución con respecto a la misma fecha en 2019, pasando de 26,61% a un 14,25% en octubre de 2020, mientras que la morosidad por sobre 60 días a la misma fecha es de un 7,38%. El tramo duro de la mora—mayor a 90 días—registró un leve aumento en comparación al mismo período en 2019, llegando a un 4,92% de la cartera a octubre de 2020. La Ilustración 2 presenta la morosidad de la cartera del patrimonio separado en función del saldo insoluto vigente.

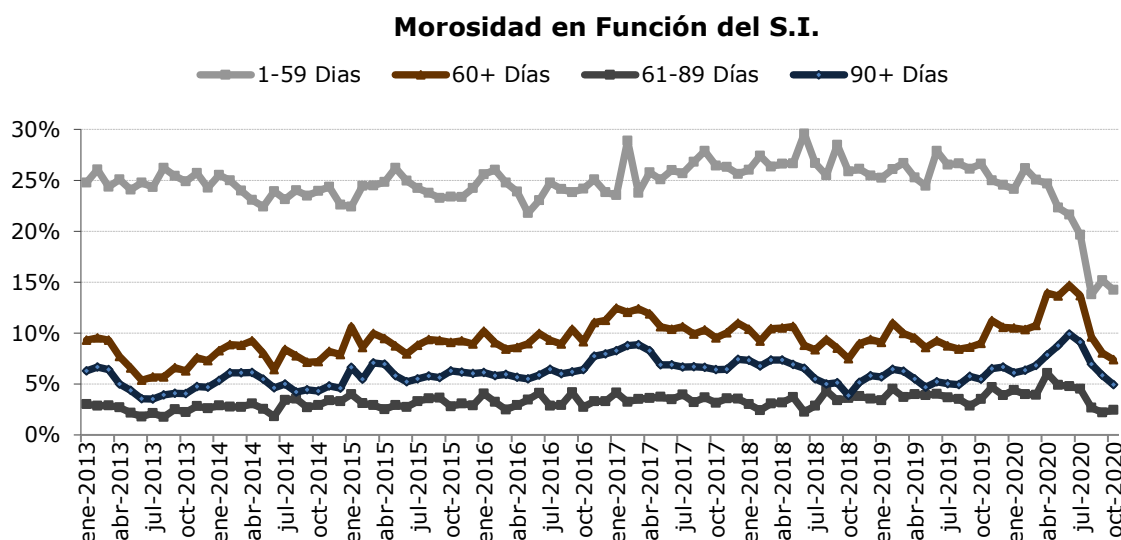


Ilustración 2: Morosidad de activos

Prepagos voluntarios

El patrimonio separado registra prepagos activos a partir de mayo de 2009, los que, a octubre de 2020, fueron de UF 92.077, que representan un 12,30% del saldo insoluto original. Este porcentaje se encuentra bajo los parámetros medios supuestos por **Humphreys** previo a la conformación del patrimonio separado. La *Ilustración 3* presenta el comportamiento que ha mostrado la cartera del patrimonio separado en cuando a prepagos.

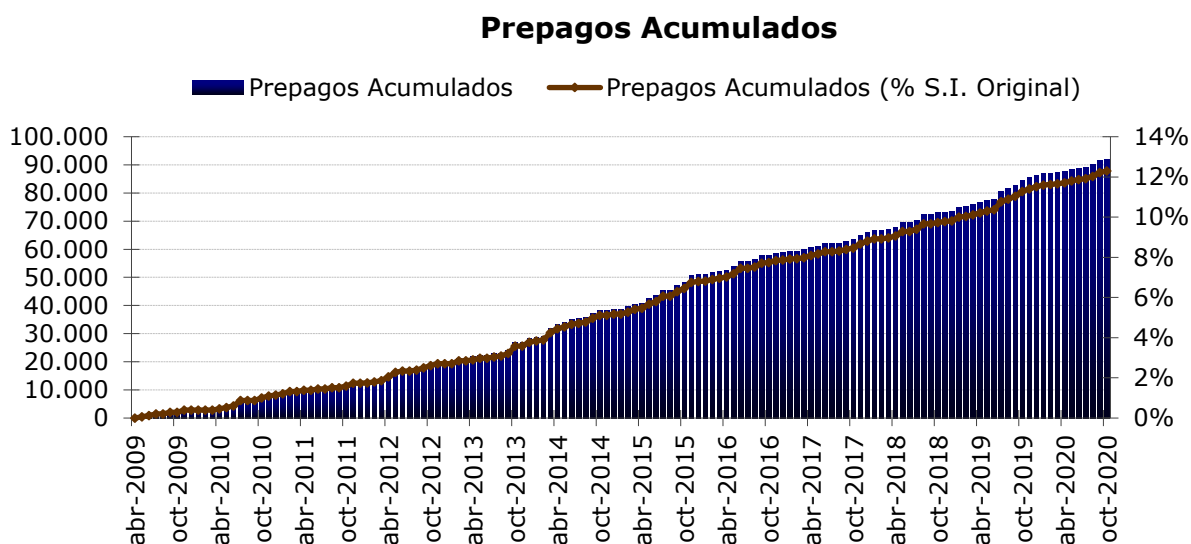


Ilustración 3: Prepago de activos

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.

A octubre de 2020, el *default* de la cartera representaba un 7,36% del saldo insoluto original. Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2009, alcanzando a octubre de 2020 el 6,53% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original. La *Ilustración 4* presenta el comportamiento del *default* de los activos que conforman la cartera que respalda el patrimonio separado.

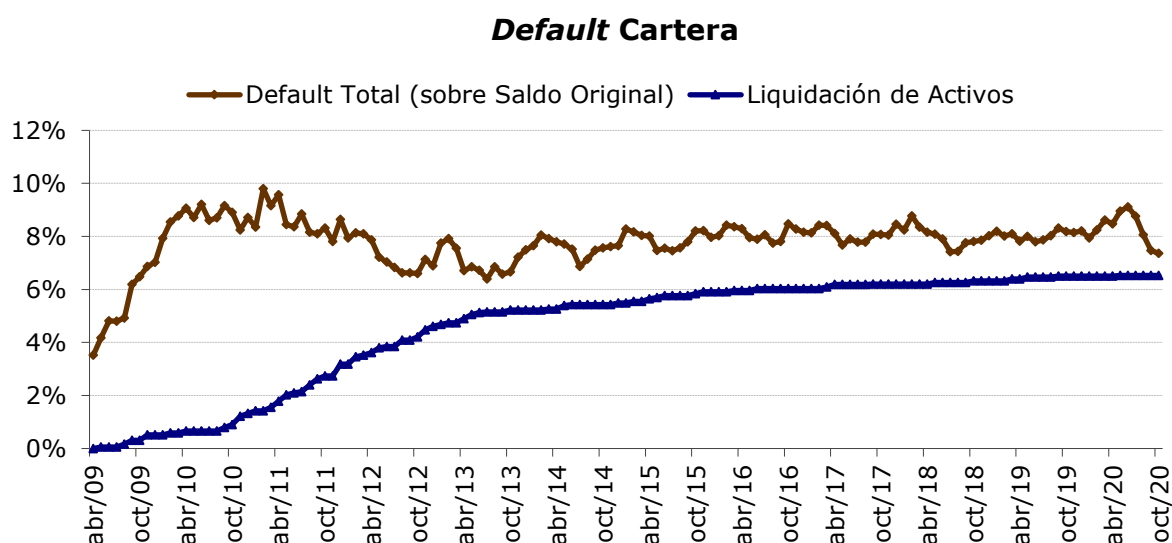


Ilustración 4: *Default* de la cartera

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual (Oct 20)	37,40	UF 798	9,24%	158
Original (Jun 01)	69	UF 741	9,25%	22

Antecedentes de los bonos securitizados

La *Ilustración 5* representa el saldo insoluto de los activos y el de todas las series, excluida la F, más el flujo de caja estimado desde noviembre de 2020 a la fecha de vencimiento del bono. La trayectoria de estas variables, estimada sin considerar prepagos ni *default*, muestra que, en esas condiciones, el patrimonio sería

capaz de cumplir con sus obligaciones emanadas de las series A hasta la E y aun así tener un flujo acumulado positivo para el pago parcial de la serie subordinada F (obviamente los prepagos, voluntarios o forzosos, reducen el exceso de *spread* y, por lo tanto, los excedentes del patrimonio separado).

Proyección Flujos Teóricos

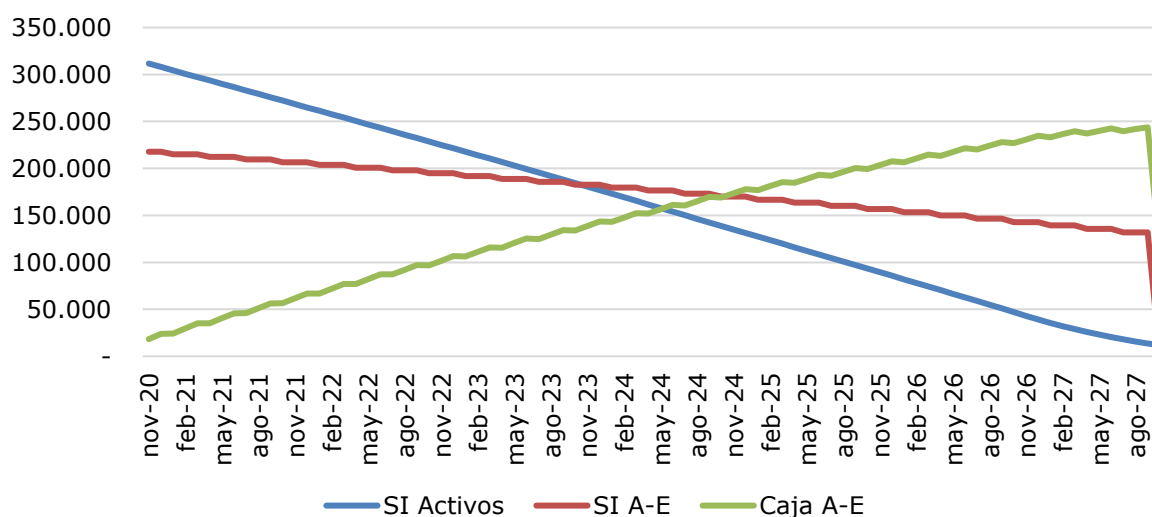


Ilustración 5: Flujos teóricos del patrimonio separado

"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."