



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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.

Cuarto Patrimonio Separado

Octubre 2020

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

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitizados:		
Serie 4A	AA+	Estable
Serie 4B	C	Estable
Serie 4C	C	Estable
Estados Financieros	Junio de 2020	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie 4A (BSECS-4A)	N° 319 de 03.12.02
Bono Serie 4B (BSECS-4B)	N° 319 de 03.12.02
Bono Serie 4C (BSECS-4C)	N° 319 de 03.12.02

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-4
Inscripción Registro de Valores	N° 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	306.795	444	10,78%	85,71	UF 806
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha julio de 2020. El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.					

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	209.900	6,00%	Ene-25
B	Subordinada	58.000	161.585	6,00%	Ene-25
C	Subordinada	100.000	278.594	6,00%	Ene-25

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de julio de 2020, 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 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 caso de que la situación actual se prolongue por más de un año y, a la vez, se deterioren los niveles de recaudación, la capacidad de capturar el diferencial de tasa entre el activo y la deuda podría reducirse, debilitando la posición de liquidez en el futuro.

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 colateralización 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

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 2020, el valor de los activos—saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados—representaba el 151,37% del monto de los bonos preferentes (142,61% a octubre de 2019). A la fecha de emisión, enero de 2003, este ratio se encontraba en 82,70%. Si para el cálculo del indicador se incorpora la Serie B, el mismo disminuye a 84,53% (84,71% en octubre de 2019 y 77,94% a la fecha de emisión).

La cartera crediticia, que a julio de 2020 mantenía una *seasoning* de aproximadamente 225 meses, presentaba un nivel de *default*¹, medido sobre saldo insoluto original, de 14,69%, 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 40,36%, superior al 27,44%, nivel máximo de estrés supuesto por **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado; si bien, un elevado nivel de prepagos reduce el exceso de *spread*, esto resulta menos incidente debido a que el valor de los activos del patrimonio separado supera el de los pasivos y le permite obtener ingresos que se recibirían con posterioridad al vencimiento del bono preferente. En los hechos, esta situación ayuda al calce de flujos entre activos y pasivos.

Si bien tanto la Serie B como la Serie C se clasifican en “*Categoría C*”, cabe precisar que, dado el sistema de subordinación de la estructura, la pérdida esperada para la primera es significativamente menor a la esperada para la segunda serie.

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.

¹ El *default* contempla la cartera con mora mayor a 90 días más los activos en proceso de liquidación y los efectivamente liquidados

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 correspondientes a los últimos dos años, entre agosto de 2019 y julio de 2020 el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria—dividendos pagados al día más dividendos morosos—de aproximadamente UF 2.707 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en enero de 2019 (UF 3.325) y la menor en abril de 2020 (UF 1.541). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.445 en el mismo período. La evolución de la recaudación del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

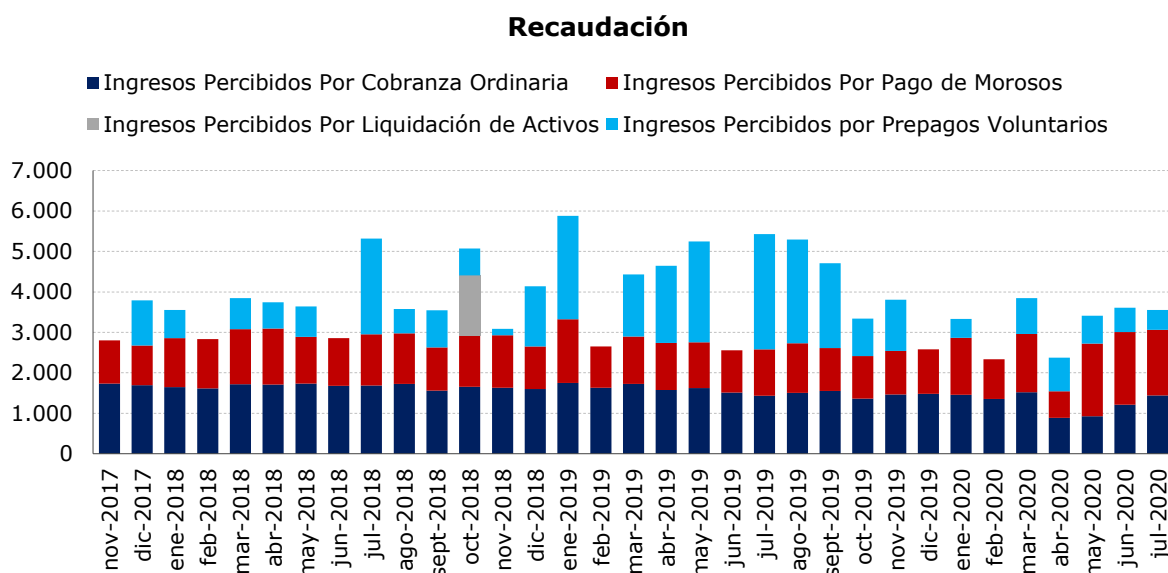


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A julio de 2020, la mayor parte de la mora estaba concentrada en activos con una o dos cuotas vencidas, los que representaban el 25,24% del saldo insoluto vigente de la cartera. En tanto, la morosidad mayor a 60 días alcanzaba el 7,11% y la por sobre 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, ascendía a 5,06%. La Ilustración 2 presenta la morosidad histórica de la cartera.

Morosidad en función del S.I.

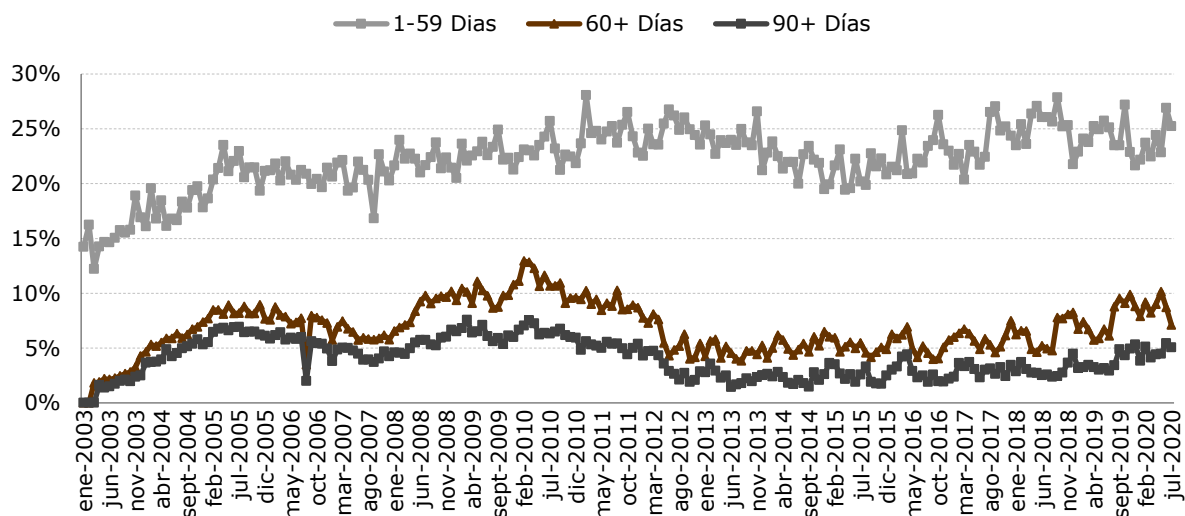


Ilustración 2: Morosidad de activos

Prepagos voluntarios

Hasta julio de 2020, el patrimonio separado había presentado prepagos por UF 327.934, incluyendo tanto los totales como los parciales, monto equivalente a un 41,74% 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. La tendencia creciente de los prepagos mostró una breve desaceleración en la segunda mitad de 2010; sin embargo recuperó su ritmo de crecimiento en los años posteriores. En la Ilustración 3 se observa el comportamiento que ha mostrado la cartera del patrimonio separado en cuanto a prepagos.

Un elevado nivel de prepagos disminuye significativamente el exceso de *spread* que la estructura financiera es capaz de capturar y, por tanto, deteriora la capacidad de pago del patrimonio separado, afectando fundamentalmente a las series subordinadas. Sin perjuicio de lo anterior, en este caso la pérdida de *spread* es menos incidente por cuanto el valor de los activos supera el de los pasivos y, además, permite captar un porcentaje de ingresos que, de no mediar los prepagos, se producirían con posterioridad al vencimiento del bono preferente.

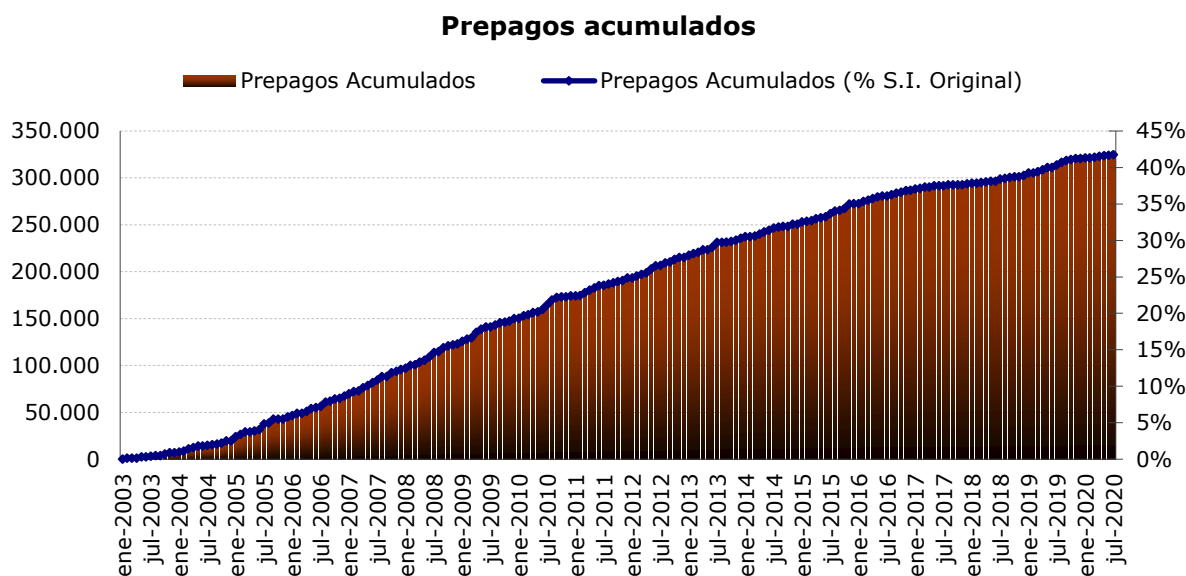


Ilustración 3: Prepago de activos

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.

El *default* de la cartera a julio de 2020 representaba el 14,69% del saldo insoluto original y estaba conformado mayoritariamente por activos efectivamente liquidados. 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 cartera que respalda el patrimonio separado.

Este patrimonio separado tuvo su primera liquidación de activos en enero de 2005, y a julio de 2020, los activos liquidados acumulan un monto equivalente al 12,63% del monto original de la cartera securitizada.

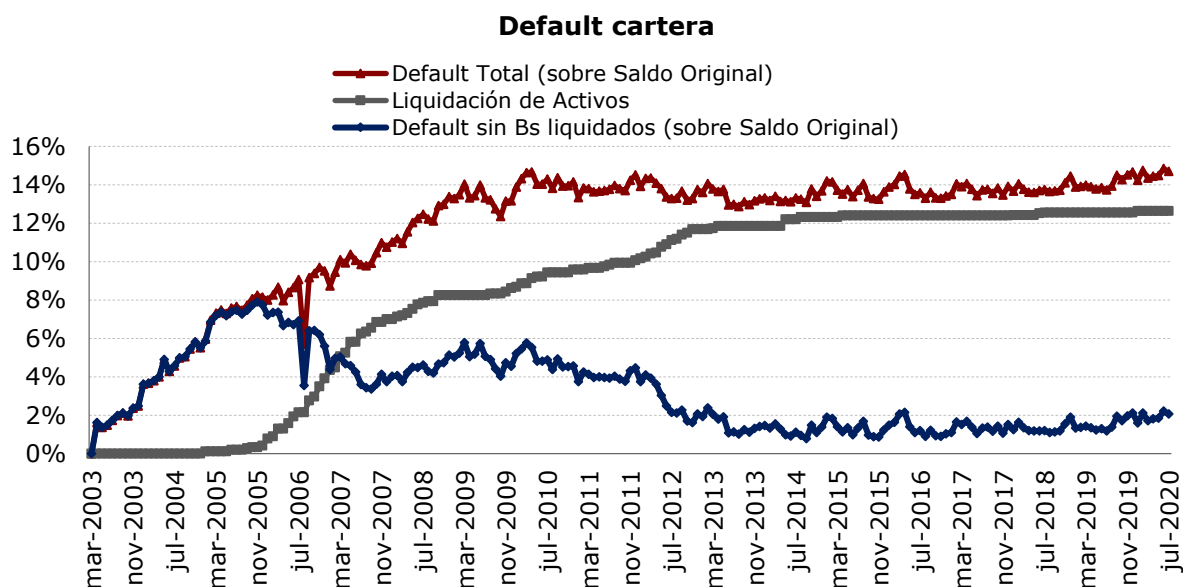


Ilustración 4: *Default* de la cartera

Otros Antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual (Jun 20)	85,71%	UF 806	10,78%	225
Original (Jun 01)	85,43%	UF 836	10,79%	14

Antecedentes de los bonos securitizados

La Ilustración 5 muestra el saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja y los activos recuperados en *stock*; así como el saldo insoluto de la Serie A, desde agosto de 2020 hasta el vencimiento de los bonos. Se expone también una estimación de la caja acumulada disponible para el mismo lapso. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin considerar prepagos ni *default*, asumiendo una rentabilidad de las cuentas de AFV de 2% y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 3.000 al año. Se evidencia que se producen saldos de caja positivos hasta el pago total de la

serie preferente. La Ilustración 6 muestra la misma proyección, pero con el supuesto de rentabilidad del 0% anual para los fondos administrados por la AFV.

Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 2%)

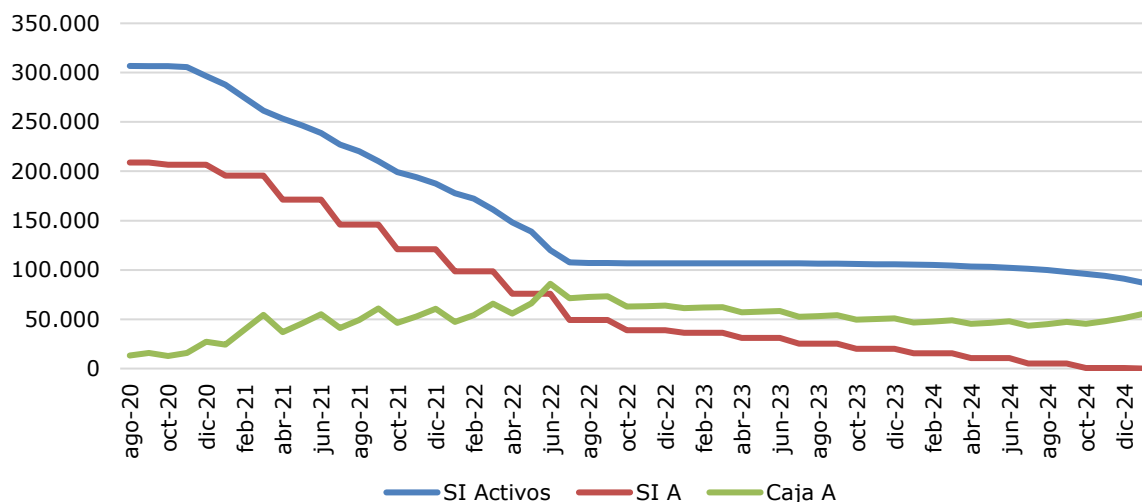


Ilustración 5: Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 2%)

Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 0%)

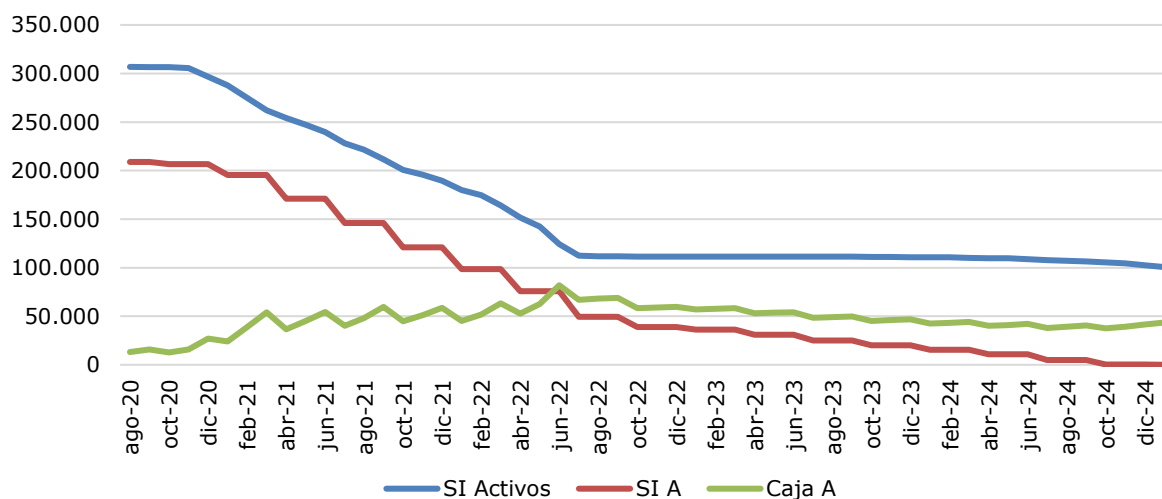


Ilustración 6: Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 0%)

"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."