



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

Securizadora Security S.A. Décimo Patrimonio Separado

Julio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono (56) 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitzados:		
Serie A	AAA	Estable
Serie B	AAA	Estable
Serie C	AAA	Estable
Serie D	AA	Favorable ¹
Serie E	BBB	Favorable ²
Serie F	C	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2020	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie A (BSECS-10A)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie B (BSECS-10B)	Nº 510 de 16.08.07
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	1.129	10,26%	33,75%	UF 711

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a abril de 2020.

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

¹ Tendencia anterior: Estable

² Tendencia anterior: Estable

Características de las Series de Bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	863.000	42.167	4,00%	ene-26
B	Subordinada	141.000	7.004	4,00%	ene-26
C	Subordinada	45.000	74.440	4,00%	ene-26
D	Subordinada	18.000	29.775	4,00%	ene-26
E	Subordinada	46.000	76.093	4,00%	ene-26
F	Subordinada	113.000	186.925	4,00%	ene-26
Total		1.226.000	416.404		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de abril de 2020.

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, es probable esperar para los próximos meses un aumento en la morosidad en la cartera de activos del patrimonio separado y, consecuentemente, una baja en los niveles de recaudación. Sin perjuicio de ello, la estructura del patrimonio separado está capacitada para responder a sus obligaciones financieras, en particular por el hecho que sólo los bonos serie A tienen pago de intereses y amortizaciones periódicas; las restantes series son pagadas el año 2026 con posibilidad de prepagos en la medida que existan recursos suficientes. De esta forma, en caso de incrementarse sustancialmente el término forzoso de los contratos de leasing habitacional, existe la holgura de tiempo necesaria para liquidar los activos subyacentes (viviendas).

El cambio de tendencia de las series D y E, de “Estable” a “Favorable”, obedece al fuerte 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 considerando los efectos del Covid-19, se presume que el patrimonio separado capturará el exceso de *spread* en forma superior a lo inicialmente previsto. La serie A, B y C mantienen su clasificación en “Categoría AAA” con tendencia “Estable”, mientras que la serie F se mantiene en “Categoría C” con tendencia “Estable”.

A abril de 2020, 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 226,8% del monto adeudado a los tenedores del bono A, B y C (164,3% hace un año y 82,4% al inicio de la operación). Este porcentaje se reduce al 182,8% si se adicionan las obligaciones originadas por las series D (144,5% hace un año y al 81,0% al comienzo del patrimonio) y 122,2% al agregar la serie E (110,5% el año pasado y 77,7% al inicio del patrimonio).

Según datos a abril de 2020, el patrimonio separado tenía disponible UF 9.280 y activos de respaldo por UF 271.046. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados ascendía a UF 42.167 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 374.237.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a abril de 2020 tenía un seasoning de 170 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 2020, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 9,87% 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 14,83%, de acuerdo con información a abril de 2020.

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 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 la 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.

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 2018 y abril de 2020, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria-dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados-en torno a las UF 5.999 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en mayo de 2018 (UF 9.225) 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 794, en el mismo periodo. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos dos años del patrimonio separado.

Recaudación

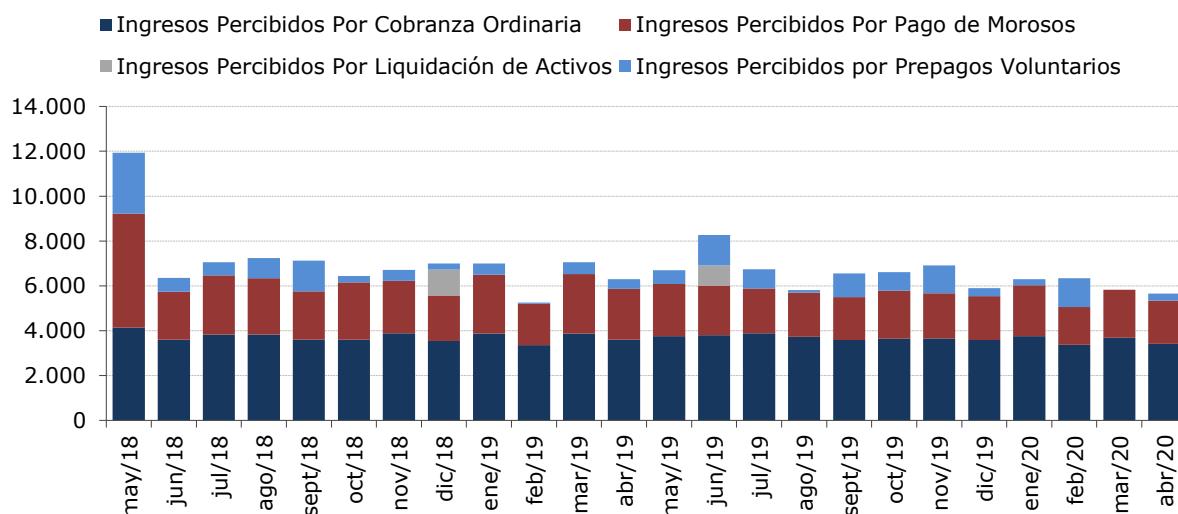


Ilustración 1:Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A abril de 2020, 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 se encuentra cercana al 24,65%. Por su parte, tanto la morosidad mayor a 60 días como la mora dura, mayor a 90 días, que mostraron estabilidad hasta fines de 2019, insinúan un alza en las últimas observaciones situándose en torno al 9,48% y 4,97% del saldo insoluto vigente. La Ilustración 2 presenta la evolución de la mora del patrimonio separado.

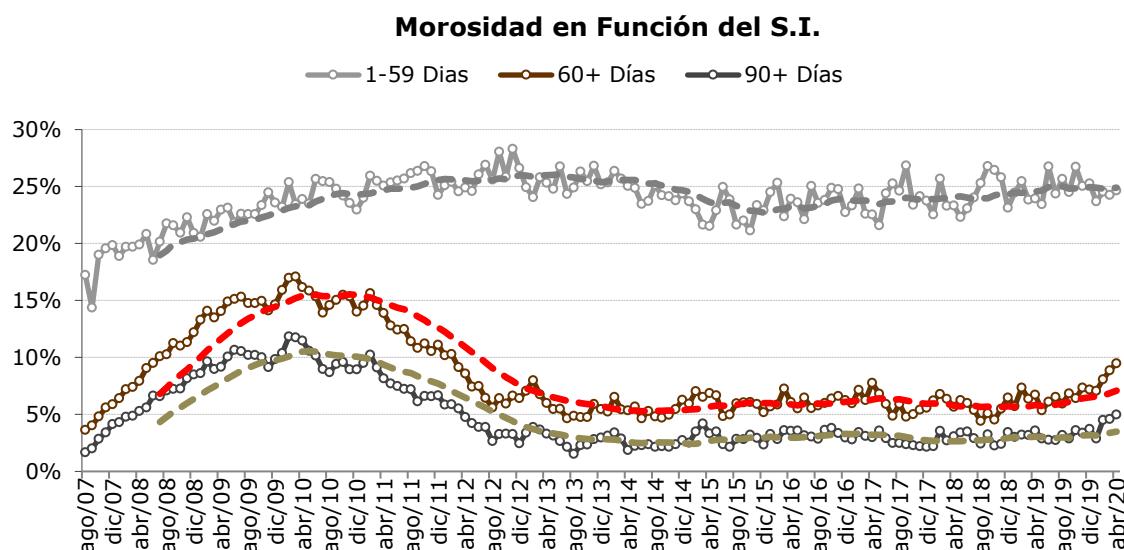


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron en noviembre de 2007 y acumulan a abril de 2020 un monto de UF 127.570, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 14,83% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del prepago se encuentra en la Ilustración 3.

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.

Prepagos Acumulados

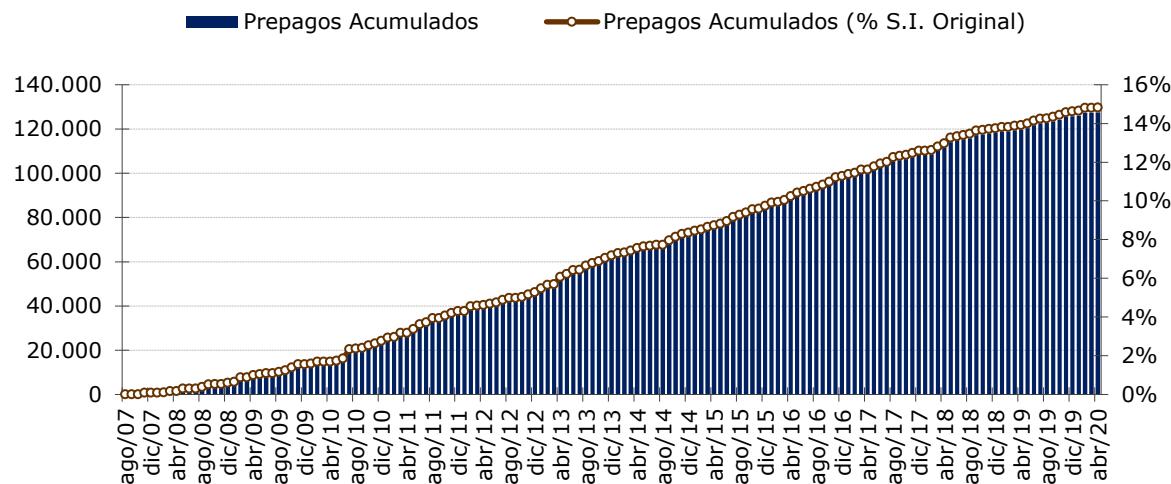


Ilustración 3: Pre pago acumulados de los activos

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 2020, el *default* de la cartera, medido como activos liquidados o en cobranza judicial y/o con mora superior a los tres meses, alcanzaba el 9,87% (medido 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 2020, los activos liquidados se mantienen en 8,30% del saldo insoluto inicial.

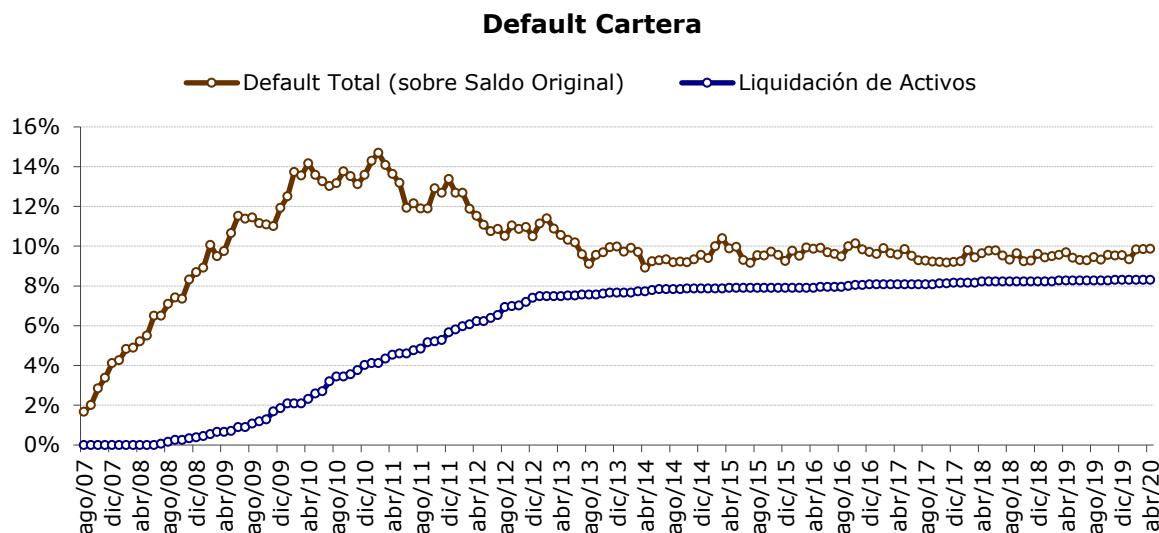


Ilustración 4: *Default* de la cartera

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 A" hasta la "Serie E", desde mayo de 2020 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 insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin asumir prepagos ni *default*, considerando que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 4.0004 al año. Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de las series A, B, 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 33.060 para el pago de la serie F.

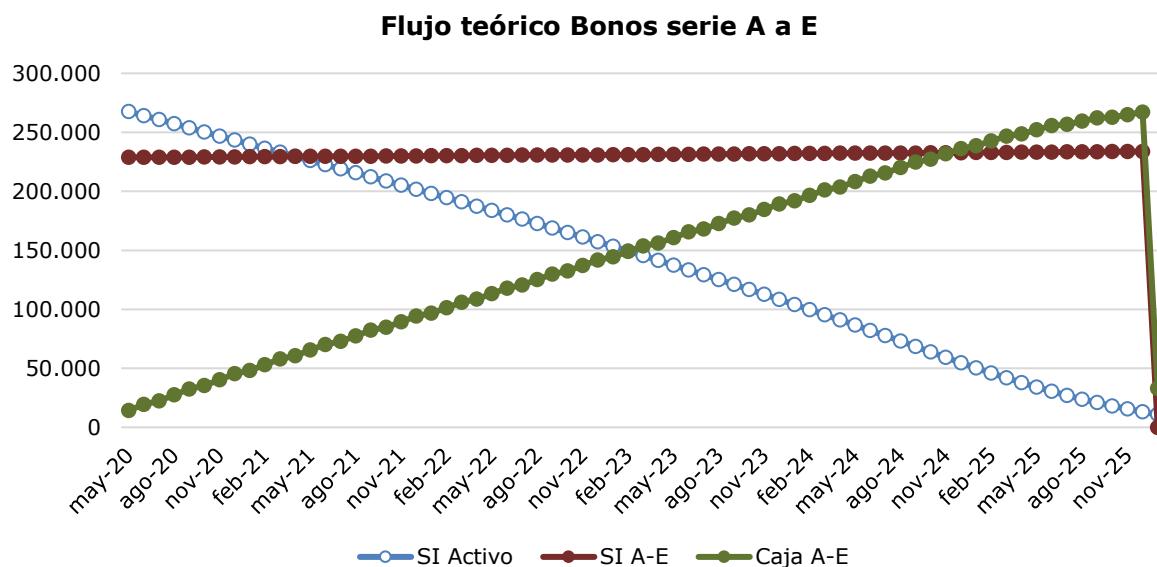


Ilustración 5: Comportamiento teórico saldos insoluto del patrimonio separado

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual (Abr 20)	33,75	UF 711	10,26%	170
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."