



Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

Analistas

Felipe Guerra T.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

felipe.guerra@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Securizadora Security S.A. Décimo Patrimonio Separado

Julio 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securizados:		
Serie A	AAA	Estable
Serie B	AAA	Estable
Serie C	AAA	Estable
Serie D	AA- ¹	Favorable
Serie E	BB- ²	Favorable
Serie F	C	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2018	

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.

¹ Clasificación anterior: A.

² Clasificación anterior: B+.

Resumen Características Cartera Securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	372.831	1.240	10,30%	42,20%	UF 713

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2018.

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 par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	863.000	182.926	4,00%	ene-26
B	Preferente	141.000	30.393	4,00%	ene-26
C	Subordinada	45.000	68.598	4,00%	ene-26
D	Subordinada	18.000	27.440	4,00%	ene-26
E	Subordinada	46.000	70.122	4,00%	ene-26
F	Subordinada	113.000	172.258	4,00%	ene-26
Total		1.226.000	551.736		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2018.

Opinión

Fundamento 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.

El cambio de clasificación sobre las series D, desde “Categoría A” a “Categoría AA-”, y de la serie E, desde “Categoría B+” a “Categoría BB-”, ambos manteniendo su tendencia en “Favorable”, obedece al fuerte fortalecimiento del sobre-colateral del patrimonio separado y que los niveles de *default* y prepago que exhibe la cartera de respaldo del patrimonio separado siguen siendo menores al supuesto inicial. Dada la antigüedad de la cartera, es muy poco probable que el *default* tenga variaciones significativas a futuro, lo que permite que el patrimonio separado sea capaz de capturar el exceso de *spread* de forma superior a lo inicialmente

previsto. La serie A, B, C y F mantienen su clasificación, “Categoría AAA” con tendencia “Estable” para las tres primeras y “Categoría C” con tendencia “Estable” para la cuarta.

A marzo de 2018, el valor de los activos del patrimonio separado –saldo insoluto de los contratos de leasing, más los fondos disponibles y los bienes recuperados– representaba alrededor del 141,4% del monto adeudado a los tenedores del bono serie A, B y C (126,6% hace un año y 82,4% al inicio de la operación). Este porcentaje se reduce al 128,9% si se adicionan las obligaciones originadas por la serie D (117,8% hace un año y al 81,0% al comienzo del patrimonio) y a 105,1% al agregar la serie E (100,1% el año pasado y 77,7% al inicio del patrimonio).

Según datos al 31 de marzo de 2018, el patrimonio separado tenía disponible UF 25.877 y activos de respaldo por UF 372.831. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados ascendía a UF 182.926 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 368.810.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforma el patrimonio separado, que a marzo de 2018 tenía un *seasoning* de 146 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 marzo de 2018, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 9,34% 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 8,16% 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 12,58%, de acuerdo con información a marzo de 2018.

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.

Categoría BB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital 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.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre abril de 2016 y marzo de 2018, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados– en torno a las UF 6.488 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en marzo de 2017 (UF 7.162) y la menor en febrero de 2017 (UF 5.930). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 988, en el mismo período.

Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2018, la morosidad entre uno y 59 días representaba el 23,4% del saldo insoluto de la cartera vigente, la superior a 60 días alcanzaba el 6,4% y la por sobre 90 días, considerada como mora dura por **Humphreys**, llegaba al 2,71%. En la Ilustración 2 se observa una disminución en los tramos de mora sobre los 60 días a partir de comienzos de 2010 hasta mediados de 2012, la que se ha estabilizado en 5%. Esta reducción se explica por una mejora en la calidad de la cartera tras la crisis financiera y la aceleración en la liquidación de activos. Asimismo, en el último año, la morosidad más dura ha tendido a mantenerse por debajo de 5%.

Recaudación

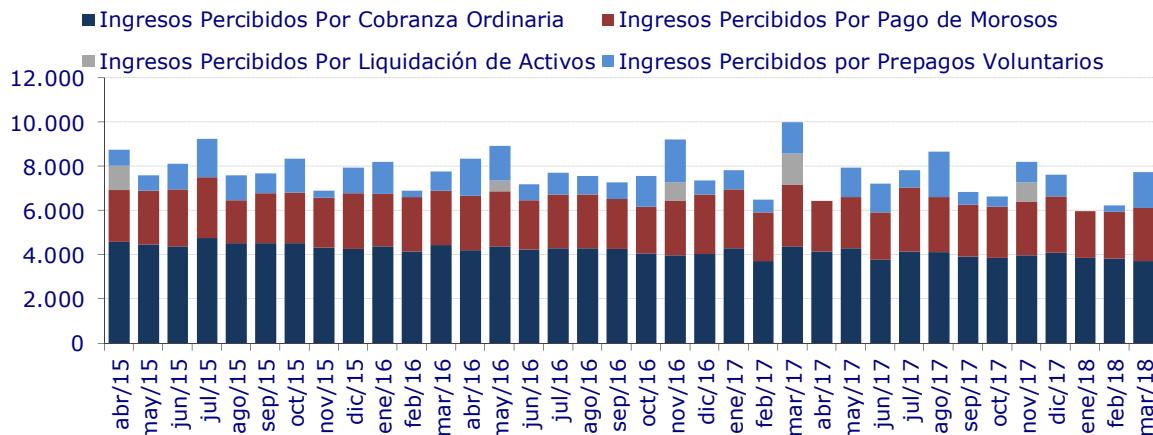


Ilustración 1: Recaudación de la cartera

Morosidad en Función del S.I.

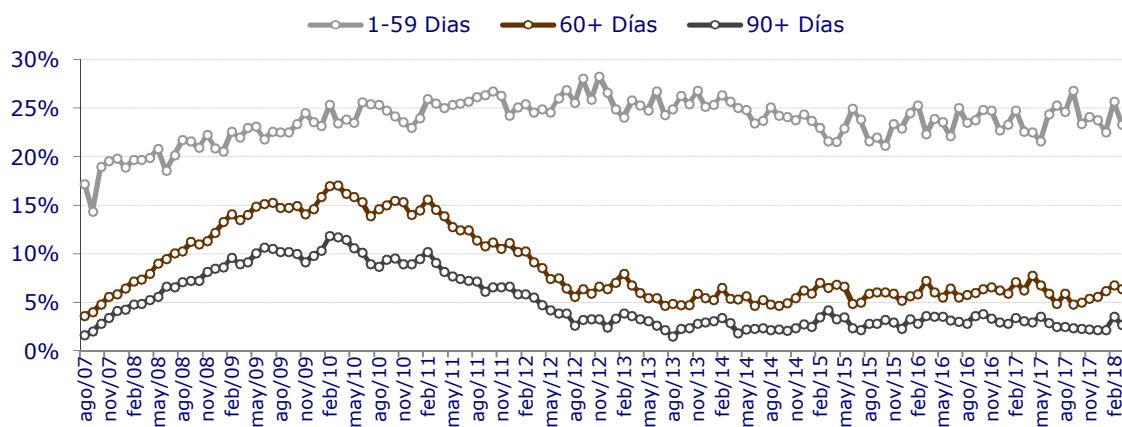


Ilustración 2: Morosidad en función del saldo insoluto

Prepagos voluntarios

Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a marzo de ese año acumulaban un monto equivalente a UF 108.282, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 12,6% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada al patrimonio separado.

Prepagos Acumulados

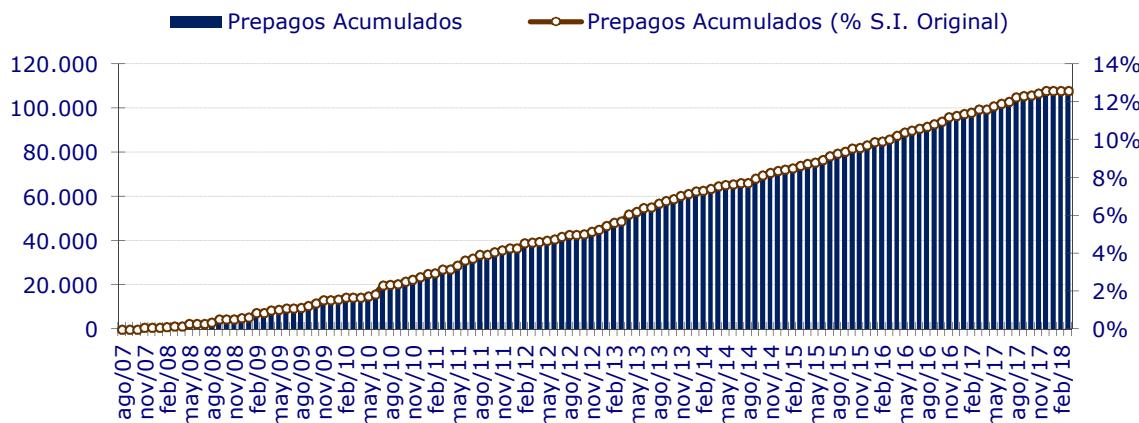


Ilustración 3: Prepagos acumulados

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** considera en *default* la cartera con mora superior a tres cuotas. En la Ilustración 4: Default de la cartera de activos, muestra el *default* de activos de la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A marzo de 2018, el incumplimiento total de la cartera alcanzaba el 9,34%³ del saldo insoluto original. Asimismo, 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.

Este patrimonio efectuó su primera liquidación de activos en julio de 2008, alcanzando en marzo de 2018 el 8,16% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

³ En el incumplimiento total se incluye el saldo adeudado al Patrimonio Separado de más de tres cuotas atrasadas.

Default Cartera

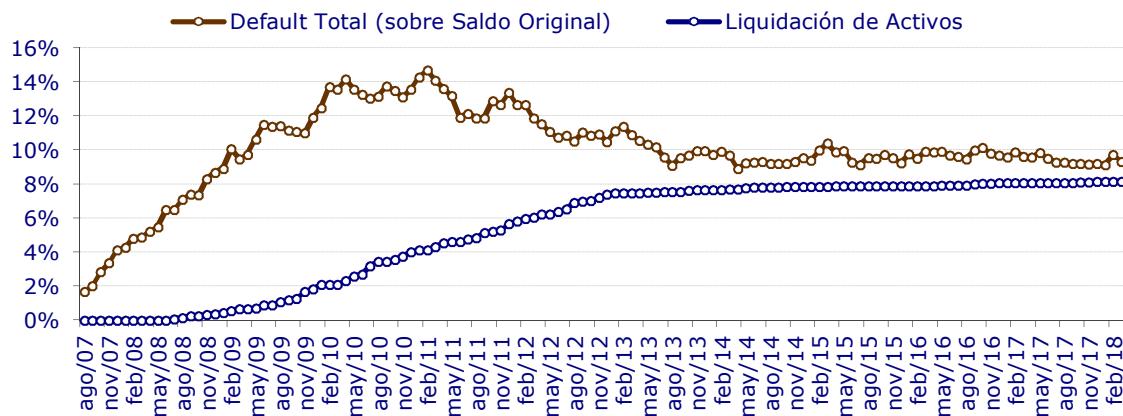


Ilustración 4: *Default* de la cartera de activos

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Tabla 1: Antecedentes adicionales

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interes	Seasoning
Actual (Mar 18)	42,20	UF 712	10,30%	146
Original (Ago 07)	69,78	UF 775	10,38%	22

Antecedentes de los bonos securitzados

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 abril de 2018 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 la series A, B, C, D y E irían subiendo para terminar con un flujo de caja excedentario después del pago de las mismas series.

⁴ En la práctica estos gastos son inferiores.

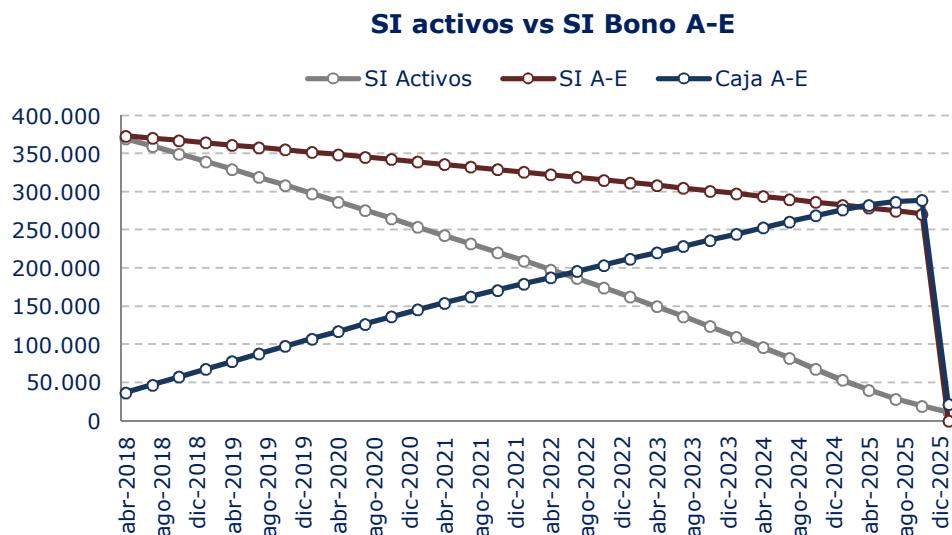


Ilustración 5: Comportamiento teórico saldos insoluto del patrimonio separado

"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."