



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analistas

Ignacio Muñoz Q.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

[ignacio.munoz@humphreys.cl](mailto:ignacio.munoz@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

## **Securitizadora Security S.A.**

### **Tercer Patrimonio Separado**

Octubre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
<b>Bonos securitzados:</b>		
Serie 3A	AA+	Estable
Serie 3B	C	Estable
Estados Financieros		Junio de 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie 3A (BSECS-3A)	Nº 270 de 11.09.01
Bono Serie 3B (BSECS-3B)	Nº 270 de 11.09.01

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-3
Inscripción Registro de Valores	Nº 270, 11 de septiembre de 2001
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 donde el arrendatario paga mensualmente el interés del saldo de precio (tasa fija), el cual ingresa directamente al patrimonio separado. En forma paralela se realiza un ahorro mensual predeterminado que son administrados por una AFV, de manera de pagar el saldo de precio a la fecha de término del contrato. De no ser suficiente los fondos, se extiende el plazo del contrato.

Resumen Características Cartera Securitzada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	84.911	164	11,64%	28,12	UF 779

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha junio 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	450.000	67.212	7,00%	julio 2022
B	Subordinada	80.000	289.322	7,00%	julio 2022

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de junio de 2020, según lo informado por la CMF

## Opinión



### Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo del tercer patrimonio de Securizadora Security S.A. se fundamenta en que los flujos esperados que conforman el patrimonio separado resultan suficientes en relación con las obligaciones emanadas de la emisión del bono preferente. Los activos del patrimonio están conformados por contratos de *leasing* habitacional originados por Inmobiliaria Mapsa S.A., los cuales sirven como respaldo para pagar, en primera instancia, el bono preferente serie A y con el remanente el bono subordinado serie B.

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 resintieran 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.

A junio de 2020, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, más los fondos disponibles– representaban en torno al 182,43% del monto del bono preferente, mientras que al incluir la serie subordinada, la relación se reduce a 34,39%. A la fecha de emisión, estos indicadores registraban un 86,34% y 73,31%, respectivamente.

En cuanto el comportamiento que han presentado los activos de respaldo del patrimonio separado, el cual tiene un *seasoning* de 231 meses, se observa que los prepagos de los activos se han situado por sobre lo previsto, llegando a un 46,65% del saldo insoluto original de la cartera, situación que ayuda al calce de flujos entre activos y pasivos. Sin embargo, el *default*<sup>1</sup> tiene un comportamiento relativamente estable en los últimos años el cual es equivalente a un 23,15% del saldo insoluto original, registrando un valor inferior a lo esperado inicialmente por **Humphreys**.

<sup>1</sup> Por default se entiende contratos liquidados, en cobranza judicial y con mora superior a tres meses.

Es importante señalar que, no obstante el elevado sobrecolateral en términos de relación entre los valores de los activos y pasivos, el calce de los flujos entre los ingresos y egresos del patrimonio separado depende de la rentabilidad de la Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV), donde los arrendatarios depositan periódicamente los fondos para ejercer a futuro su opción de compra.

En efecto, la modalidad de los contratos de *leasing* habitacional aportados al patrimonio separado implica que el arrendatario paga mensualmente un alquiler al patrimonio separado (interés) y, en paralelo, en la AFV ahorra con el objeto de ejercer la opción de compra de la vivienda en la fecha inicialmente fijada como término del contrato de arriendo (amortización). La oportunidad de reunir los recursos necesarios para pagar el precio de la vivienda depende de la rentabilidad que tengan los fondos de la AFV.

De acuerdo con los términos del contrato de arrendamiento, con opción de compra, los recursos acumulados en la AFV deben ser traspasados al patrimonio separado en la fecha de término del contrato; no obstante, si estos no fueren suficientes para pagar íntegramente el saldo de precio, el plazo de la operación se entenderá automáticamente extendido, debiendo el arrendador seguir con los pagos al patrimonio separado (interés implícito de la transacción) y continuar ahorrando en la AFV hasta completar el diferencial adeudado. El pago mensual se mantiene, pero cambian las proporciones de arriendo y ahorro.

Considerando que una reducida rentabilidad de los fondos en la AFV retarda el pago del saldo de precio de los contratos de *leasing* habitacional, descalzando el flujo de ingresos y egresos del patrimonio separado, y, por otra parte, que el valor nominal de la cartera de activos supera el saldo insoluto del bono preferente, da como resultado que los prepagos de las cuentas por cobrar (cuyos recursos se utilizan para anticipar la amortización del título de deuda *senior*) refuerzan la probabilidad que la serie A se pague oportunamente, de acuerdo con lo establecido en el respectivo contrato de emisión. En contraposición, los mismos prepagos de activos, disminuyen el recupero esperado para la serie B por cuanto ésta es dependiente del exceso de *spread* que la operación pueda capturar.

Por su parte, la clasificación de la serie subordinada se basa en que su pago está sometido al cumplimiento de la serie preferente, ya que absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos, reforzando, de esta manera, la clasificación de riesgo obtenida por la serie preferente, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

## 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.

### 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 de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre julio de 2018 y junio de 2020, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 1.953, habiéndose producido la mayor recaudación en abril de 2019 (UF 4.252) y la menor en abril de 2020 (UF 571). El total de recaudaciones del mes incluye tanto los pagos al día y morosos como los prepagos que se realizaron en dicho mes y los ingresos percibidos por liquidación de activos. La evolución de la recaudación del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 1.

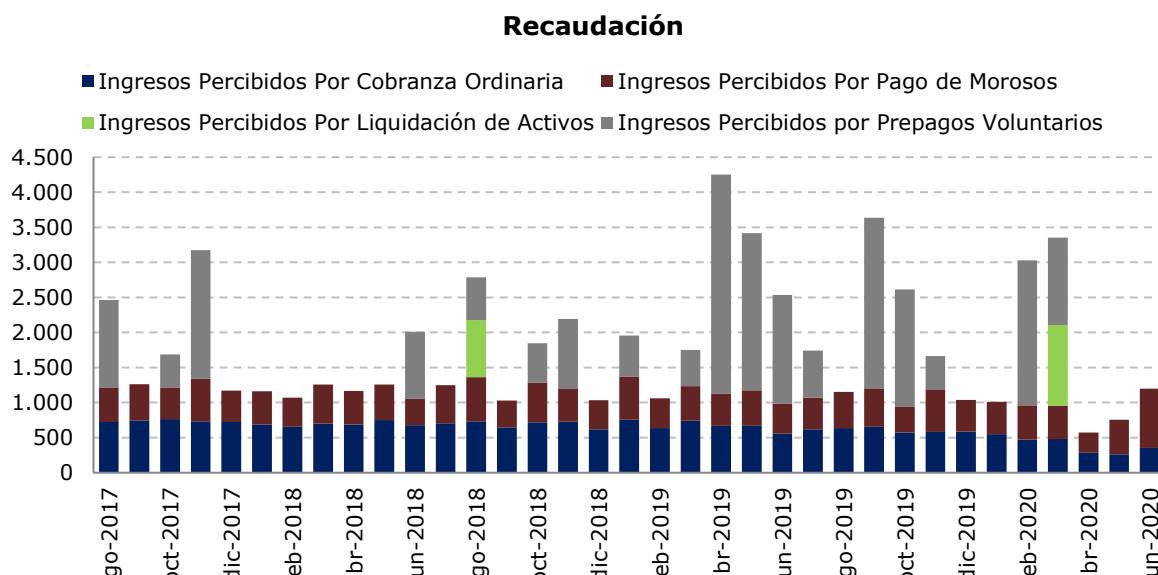


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

### Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la cartera indica que durante los últimos dos años, la mora se concentra en clientes con una o dos cuotas atrasadas, representando a junio de 2020 el 25,60% del saldo insoluto vigente de la cartera. En el último año, se evidenció un aumento tanto la morosidad sobre 60 días<sup>2</sup>, como la de 90 días, las que

<sup>2</sup> La morosidad sobre 60 días considera el saldo insoluto con tres cuotas atrasadas más las que se encuentran en proceso judicial.

alcanzaron niveles de 21,89% y 17,31% respectivamente. La Ilustración 2 presenta la morosidad histórica de la cartera.

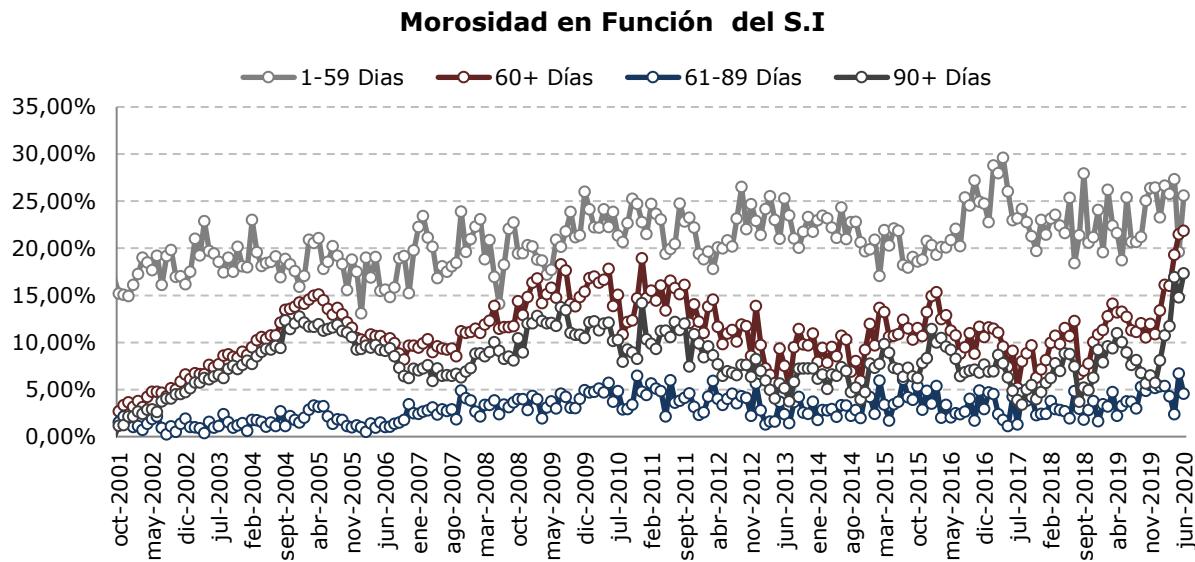


Ilustración 2: Morosidad de activos

## Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos de activos a partir de enero de 2002, los que a junio de 2020 acumulaban un monto de UF 181.253, correspondiente a un 45,65% de la cartera original. Este porcentaje se encuentra por sobre los parámetros supuestos por **Humphreys** previo a la conformación del patrimonio separado. La securitizadora ha efectuado prepagos de los bonos con el fin de atenuar el riesgo proveniente de los prepagos de los activos. En la Ilustración 3 se observa el comportamiento que ha mostrado la cartera del patrimonio en cuanto a prepagos.



Ilustración 3: Pre pago 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 junio de 2020, representaba un 23,15% del saldo insoluto original, y se estima ya estabilizado. El patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en agosto de 2002, alcanzando a junio de 2020 el 19,36% de activos liquidados medido sobre saldo insoluto. La Ilustración 4 presenta la trayectoria del *default* de los activos que conforman la cartera que respalda el patrimonio separado.

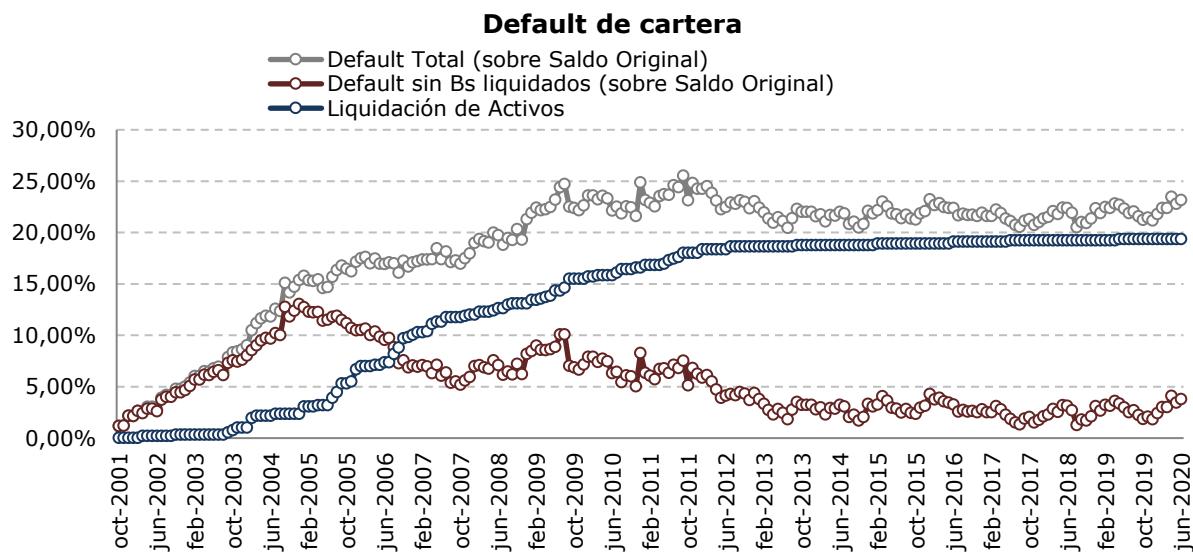


Ilustración 4: *Default* de la cartera de activos

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual (Jun 20)	28,12	UF 779	11,64%	231
Original (Jun 01)	86,51	UF 830	11,58%	7

### Antecedentes de los bonos securitzados

En la Ilustración 5 se muestran las proyecciones del saldo insoluto de los activos, así como saldo insoluto de la serie preferente. Además, se calcula la trayectoria que tendría el flujo de caja teórico desde julio de 2020 a la fecha de vencimiento del bono preferente. La proyección se realiza con supuestos teóricos, sin prepagos ni *default* por parte de los activos, gastos del orden de UF 2.000 promedio anual y una rentabilidad del 0% y del 2% anual para los fondos administrados por la AFV. La Ilustración 6 muestra la misma proyección, pero con el supuesto de una rentabilidad del 0% anual para los fondos administrados por la AFV.

### Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 2%)

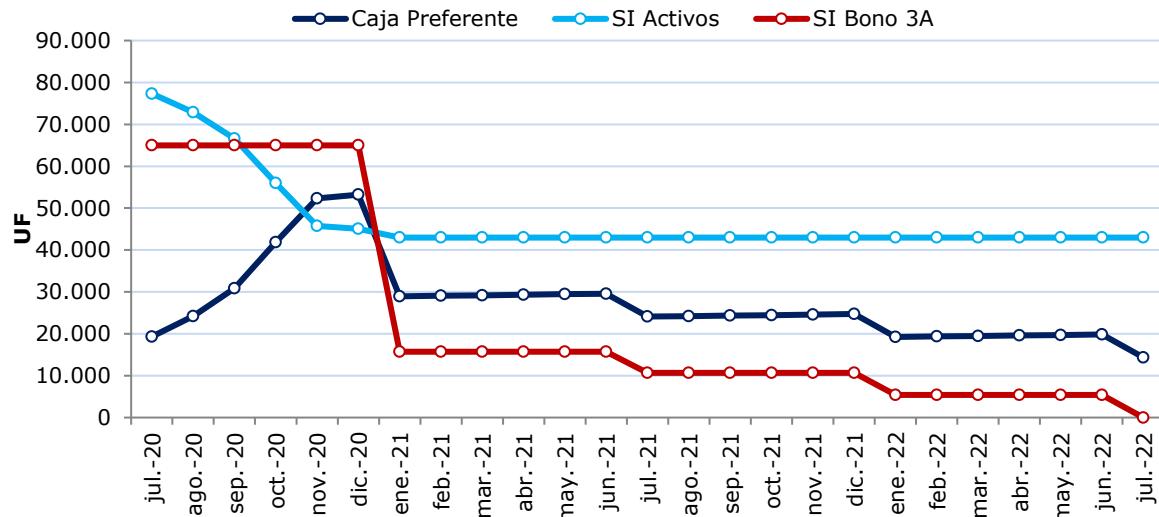


Ilustración 5: Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 2%)

### Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 0%)

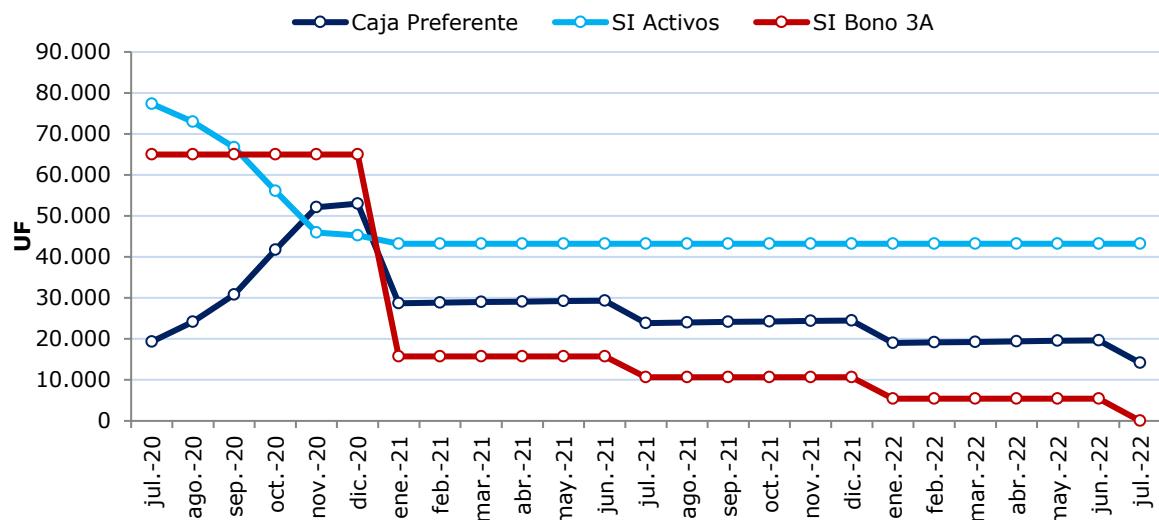


Ilustración 6: Proyección de flujos teóricos (Rentabilidad AFV 0%)

"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."