



Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

**Securizadora Security S.A.**  
**Tercer Patrimonio Separado**

Noviembre 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
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 2016

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 Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	144.431	217	11,63%	83,76	UF 795

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles  
 Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha junio de 2016.  
 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	122.997	7,00%	jul-22
B	Subordinada	80.000	213.381	7,00%	jul-22

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de junio de 201, según lo informado por la SVS

## Opinión



### Fundamento 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.

A junio de 2016 el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, más los fondos disponibles– representaban en torno al 126,3% del monto del bono preferente, mientras que al incluir la serie subordinada, la relación se reduce a 46,2%. A la fecha de emisión, estos indicadores registraban un 86,3% y 73,3% respectivamente.

En cuanto el comportamiento que han presentado los activos de respaldo del patrimonio separado, el cual tiene un *seasoning* de 192 meses, se observa que los prepagos de los activos se han situado por sobre lo previsto, llegando a un 40,4% del saldo insoluto original de la cartera. Sin embargo el *default*<sup>1</sup> tiene un comportamiento relativamente estable en los últimos años el cual es equivalente a un 22,4% del saldo insoluto original, registrando un valor inferior a lo esperado inicialmente por **Humphreys**.

Es importante señalar que, no obstante el elevado sobrecolateral en términos de relación entre valor de los activos y valor de los pasivos, el calce de los flujos entre los ingresos y egresos del patrimonio separado depende de la rentabilidad de las Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV) en 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 una AFV, ahorra con el objeto de ejercer la opción de compra de la vivienda en la fecha inicialmente fijada como

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

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, manteniendo el pago mensual pero cambiando 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 prepago 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 prepago 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, por cuanto 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

### 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: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años (julio 2014 - junio 2016), el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 2.179, registrándose la menor en diciembre de 2015 (UF 1.218) y la mayor en abril 2015 (UF 4.904). El total de recaudaciones del mes incluye tanto las recaudaciones del pago al día y morosos como los prepagos que se realizaron en dicho mes y los ingresos percibidos por liquidación de activos. El comportamiento de la recaudación se puede observar en la Ilustración 1.

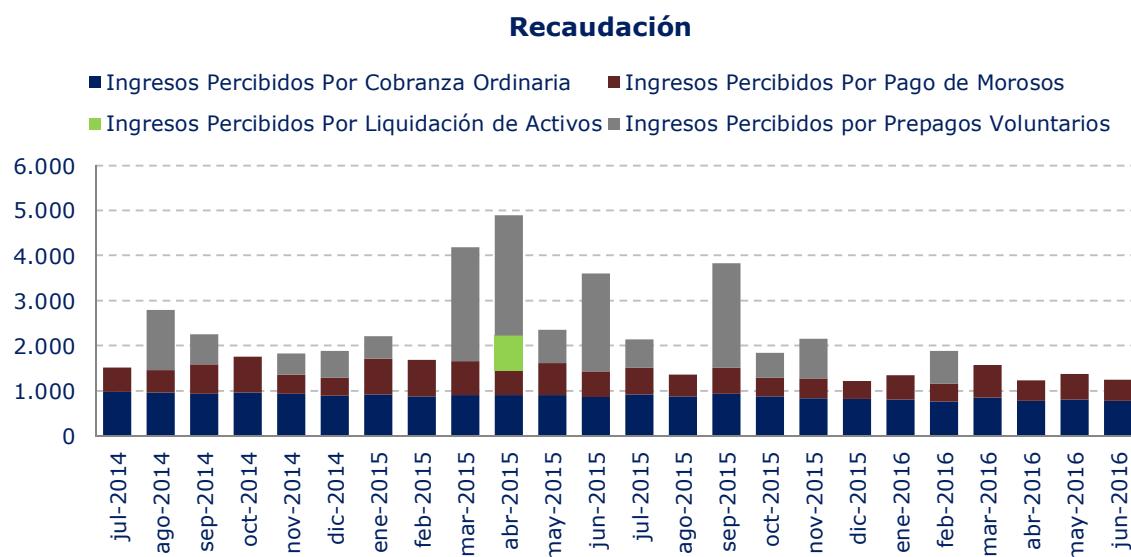


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

### 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 2016 el 22,1% del saldo insoluto vigente de la cartera. La morosidad sobre 60 días<sup>2</sup> se encuentra en 10,7%, mientras que la de más de 90 días registra un 8,3. La Ilustración 2 muestra la evolución de la mora del patrimonio separado.

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

## Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos de activos a partir de enero de 2002, los que a junio de 2016 acumulaban un monto de UF 156.922, correspondiendo a un 40,4% 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.

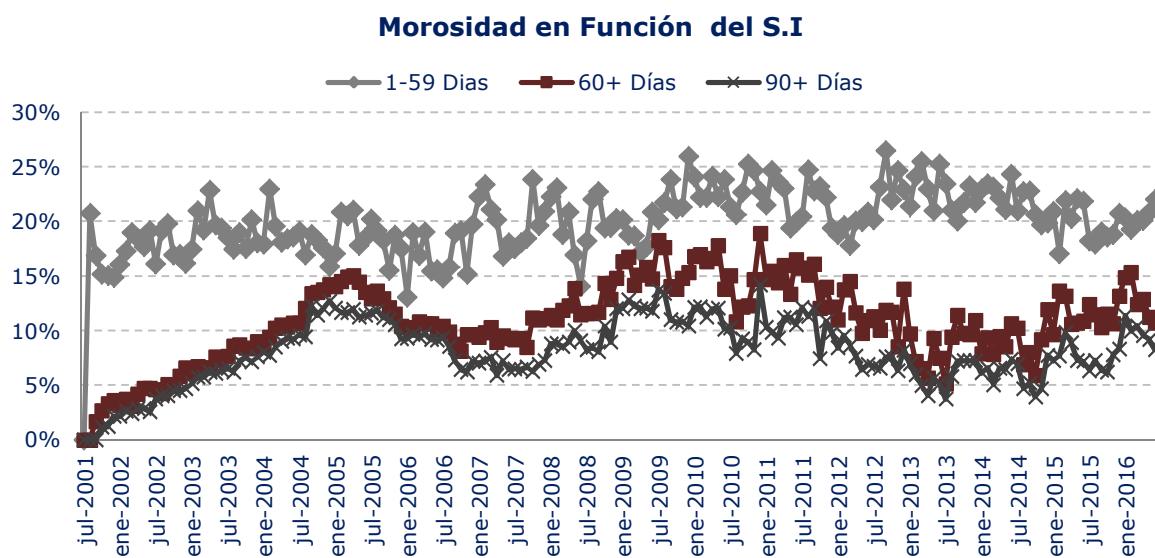


Ilustración 2: Evolución de la morosidad de los activos

## Default de la cartera

**Humphreys**, dado su criterio conservador, considera como *default* los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentre sin cobranza judicial o en proceso judicial. También se consideran los activos efectivamente liquidados.

El *default* de la cartera, a junio de 2016, representaba un 22,4% 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 2016 el 19,1% de activos liquidados medido sobre saldo insoluto. El comportamiento del *default* del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 4.

### Prepagos Acumulados

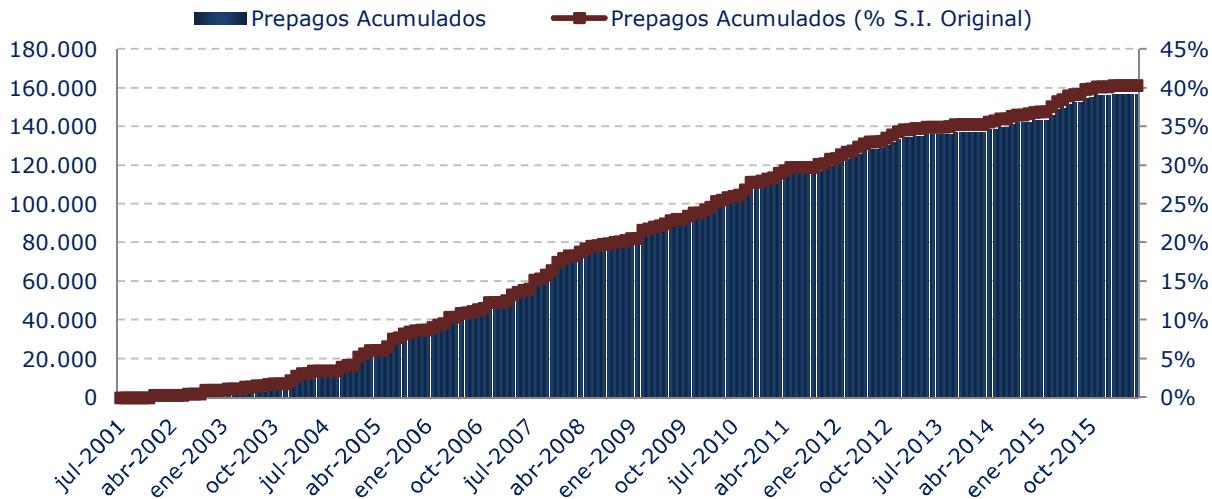


Ilustración 3: Prepagos de activos

### Default de cartera

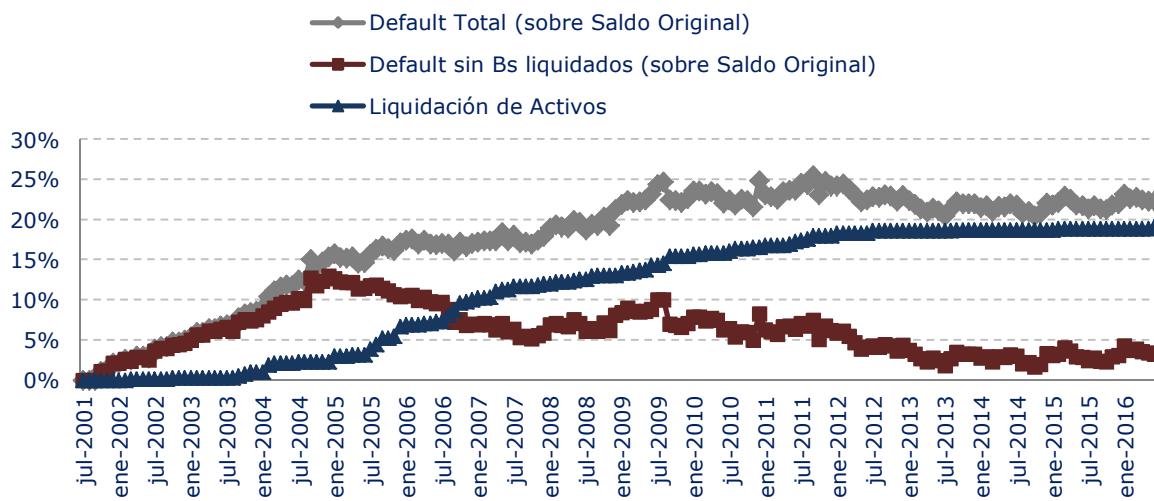


Ilustración 4: Comportamiento del *default* de los activos

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interes	Seasoning
Actual	83,76	UF 795	11,63%	192
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 2016 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 del 3,1% promedio anual sobre saldo insoluto del patrimonio y una rentabilidad del 2% anual para los fondos administrados por la AFV.

**Flujos teóricos serie preferente**

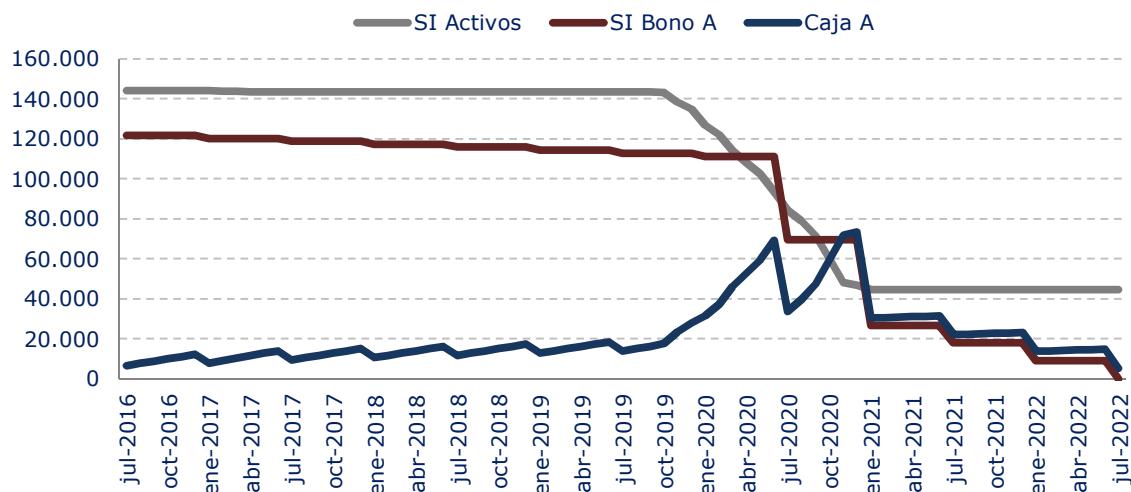


Ilustración 5: Proyección de flujos teóricos

"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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."