



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de Tendencia  
de Clasificación**

A n a l i s t a

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Securitizadora Security S.A. Tercer Patrimonio Separado**

Octubre 2018

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo                                     |               |                        |
|---|---------------|------------------------|
| Tipo de instrumento                                     | Categoría     | Tendencia              |
| <b>Bonos securitizados:</b><br><br>Serie 3A<br>Serie 3B | AA            | Favorable <sup>1</sup> |
|   | C             | Estable                |
| Estados Financieros                                     | Junio de 2018 |                        |

| 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   | 132.897             | 194       | 11,63%        | 33,87                 | 792                     |
| <p>* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles</p> <p>Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha agosto de 2018.</p> <p>El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.</p> |                     |           |               |                       |                         |

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

### 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                     | 95.714                  | 7,00%           | julio 2022           |
| B     | Subordinada | 80.000                      | 255.603                 | 7,00%           | julio 2022           |

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de agosto de 2018, según lo informado por la CMF

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo del tercer patrimonio de **Securitizadora 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 agosto de 2018, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, más los fondos disponibles– representaban en torno al 144,3% del monto del bono preferente, mientras que al incluir la serie subordinada, la relación se reduce a 39,3%. A la fecha de emisión, estos indicadores registraban un 86,3% y 73,3%, respectivamente.

El cambio de tendencia del bono preferente, desde “*Estable*” a “*Favorable*”, responde a la propensión observada en cuanto a disipar el riesgo de liquidez que presentaba el patrimonio separado como consecuencia del descalce de flujos esperados producto de la baja rentabilidad de los fondos (AFV) constituidos con el objetivo de pagar el saldo de precio de los inmuebles entregados en arriendo. Este riesgo se ha ido diluyendo por el valor que presentan actualmente los fondos AFV, la entrada de recursos por prepagos de activos y por la acción de la sociedad securitizadora de anticipar parcialmente el pago de la serie A.

En cuanto el comportamiento que han presentado los activos de respaldo del patrimonio separado, el cual tiene un *seasoning* de 218 meses, se observa que los prepagos de los activos se han situado por sobre lo previsto, llegando a un 42,8% del saldo insoluto original de la cartera. Sin embargo, el *default*<sup>2</sup> tiene un comportamiento relativamente estable en los últimos años el cual es equivalente a un 20,2% del saldo insoluto original, registrando un valor inferior a lo esperado inicialmente por **Humphreys**.

<sup>2</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

### 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 (septiembre 2016 - agosto 2018), el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 1.702, registrándose la menor en febrero de 2018 (UF 1.070) y la mayor en noviembre 2017 (UF 3.177). 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.

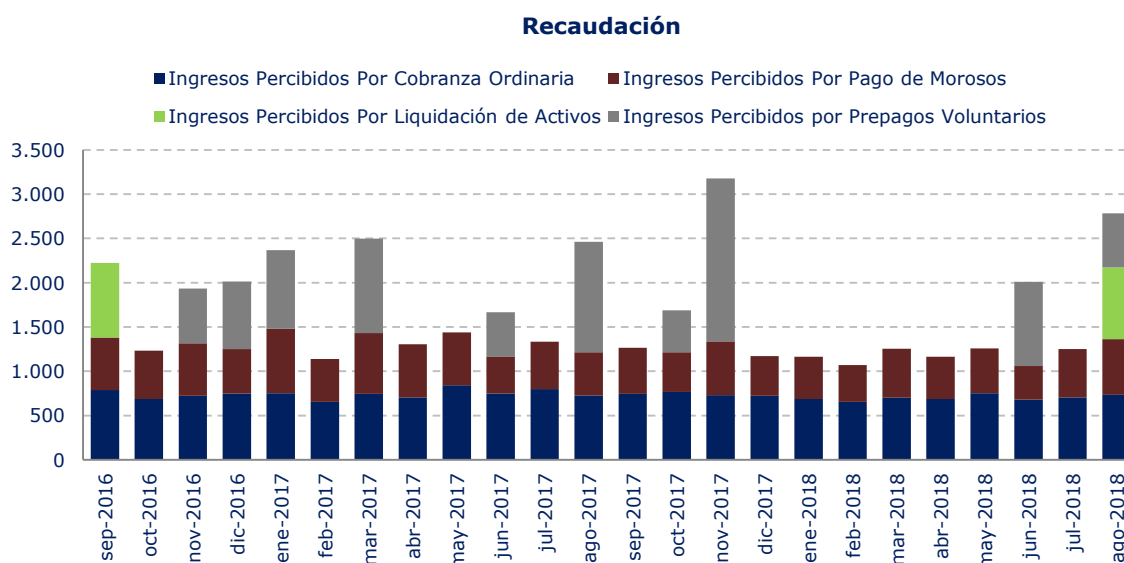


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

## 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 agosto de 2018 el 21,4% del saldo insoluto vigente de la cartera. La morosidad sobre 60 días<sup>3</sup> se encuentra en 5,7%, mientras que la de más de 90 días registra un 2,8%. La *Ilustración 2* muestra la evolución de la mora del patrimonio separado.

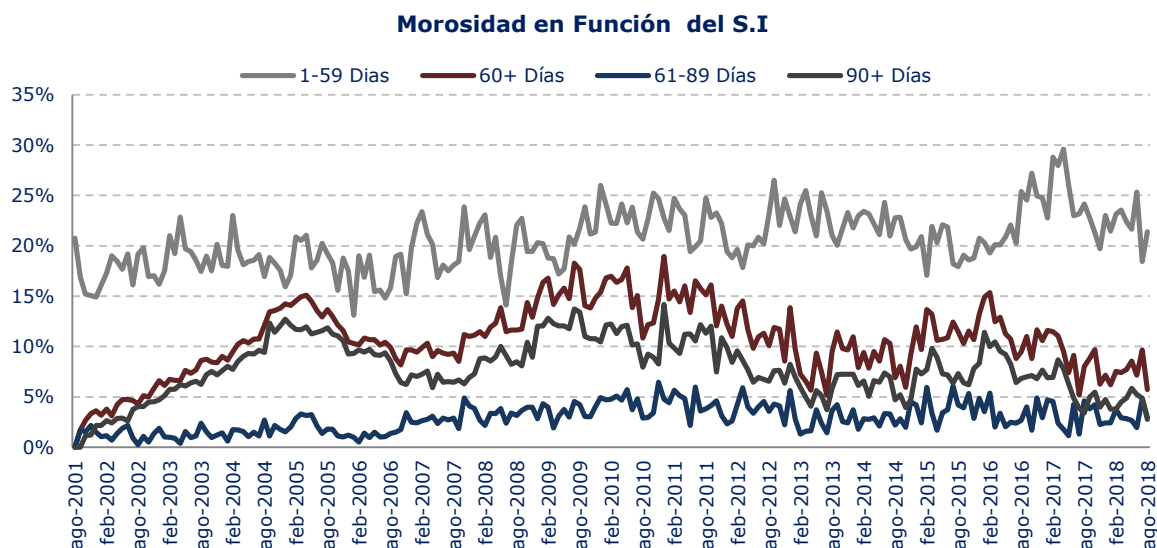


Ilustración 2: Evolución de la morosidad de los activos

## Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos de activos a partir de enero de 2002, los que a agosto de 2018 acumulaban un monto de UF 166.364, correspondiendo a un 42,8% 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.

<sup>3</sup> La morosidad sobre 60 días considera el saldo insoluto con tres cuotas atrasadas más las que se encuentran en proceso judicial.

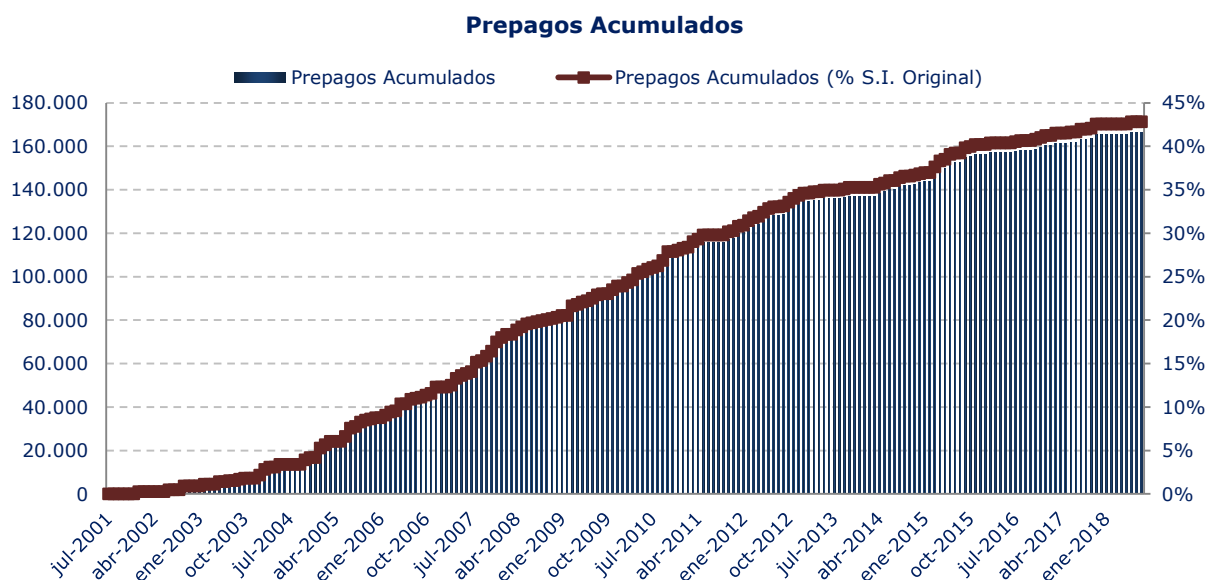


Ilustración 3: Prepagos de activos

## 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 agosto de 2018, representaba un 20,2% del saldo insoluto original, y se estima ya estabilizado. El patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en agosto de 2002, alcanzando a agosto de 2018 el 19,2% de activos liquidados medido sobre saldo insoluto. El comportamiento del *default* del patrimonio separado se puede observar en la Ilustración 4.

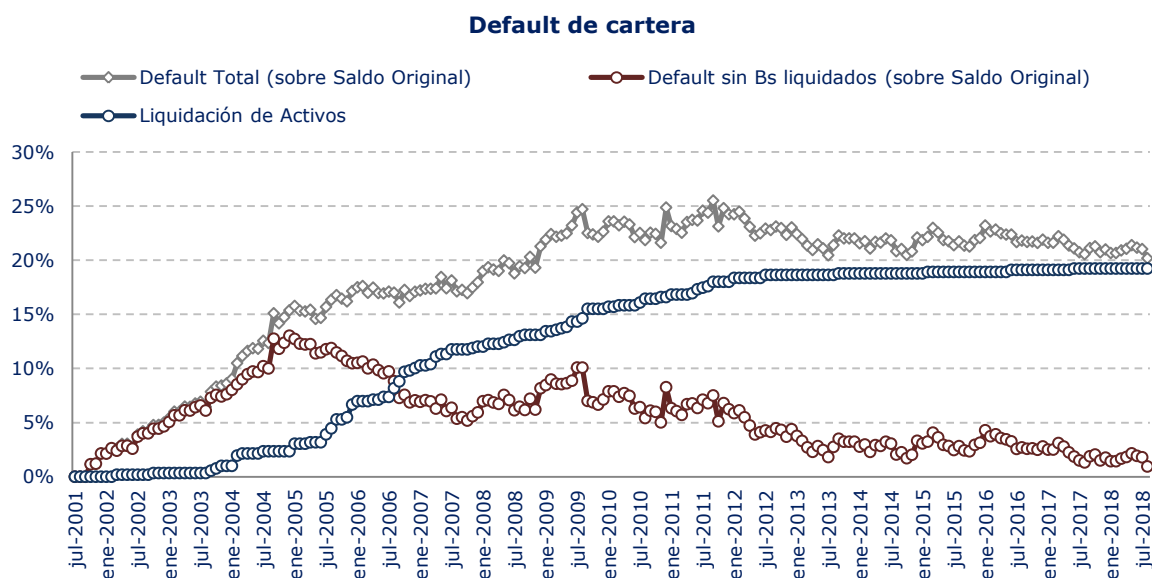


Ilustración 4: Comportamiento del *default* de los activos

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

|                          | LTV   | Valor Prom. Tasación | Tasa de Interes | Seasoning |
|--------------------------|-------|----------------------|-----------------|-----------|
| Actual                   | 33,87 | UF 792               | 11,63%          | 218       |
| <b>Original (Jun 01)</b> | 86,51 | UF 830               | 11,58%          | 7         |

### Antecedentes de los bonos securitizados

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 agosto de 2018 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.



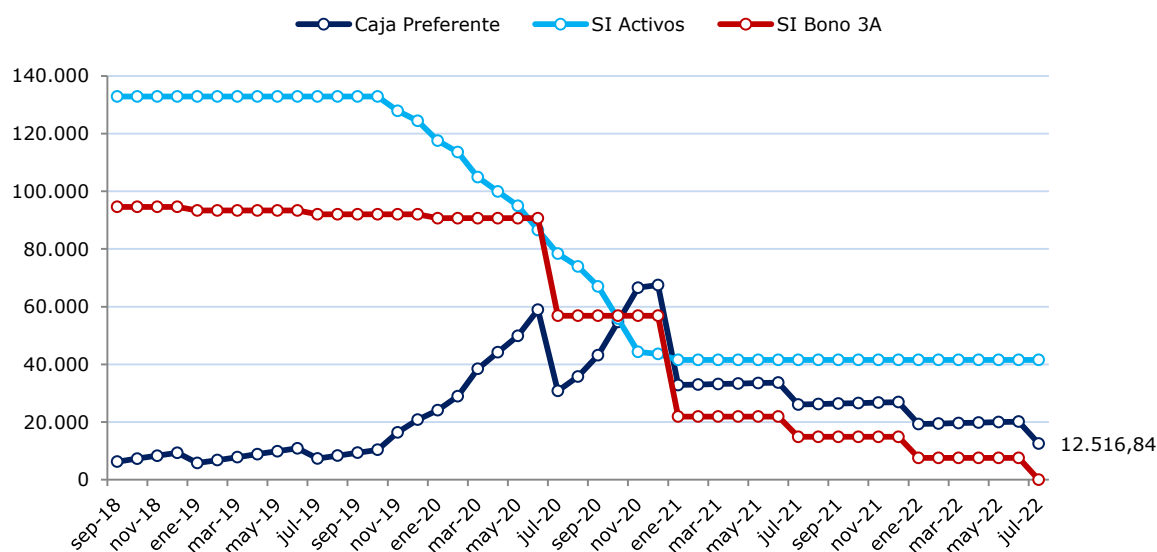


Ilustración 5: Proyección de flujos teóricos

"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 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."