



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

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)

## **Securizadora Security S.A.**

### **Séptimo Patrimonio Separado**

Junio 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

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
<b>Bonos securitizados:</b>	
Serie C	AAA
Serie D	AAA
Serie E	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Marzo 2020

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie C (BSECS-7C)	Nº 420 de 23.06.05
Bono Serie D (BSECS-7D)	Nº 420 de 23.06.05
Bono Serie E (BSECS-7E)	Nº 420 de 23.06.05

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-7
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Hipotecario
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 Hipotecario	104.756	390	11,43%	32,23%	UF 833
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles					
Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a febrero 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 par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
C	Subordinada	32.000	12.726	4,50%	oct-24
D	Subordinada	28.000	53.990	4,50%	oct-24
E	Subordinada	25.000	48.206	4,50%	oct-24
<b>Total</b>		<b>85.000</b>	<b>114.923</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 29 de febrero de 2020.

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en el nivel de holgura que presentan los flujos esperados de parte de los activos, en relación con cada una de las series de bonos que conforman las obligaciones del patrimonio separado, considerando las preferencias de pagos establecidas en el contrato de emisión. Los activos—contratos de leasing habitacional—han sido originados y son actualmente administrados por Inmobiliaria Mapsa S.A.

En relación con la contingencia asociada a los efectos del COVID-19, la estructura de deuda del patrimonio separado no contempla obligaciones en el corto y mediano plazo; lo que sumado a su nivel de caja, le permite soportar una significativa reducción en su recaudación para los próximos meses. Sin embargo, si la situación actual se prolonga por más de un año, la capacidad de capturar el diferencial de tasa entre el activo y la deuda emitida podría reducirse, debilitando la posición de liquidez en el futuro.

La clasificación de las series C y D en “*Categoría AAA*”, responde al elevado sobrecolateral del patrimonio separado y al hecho que los activos de respaldo mantienen sus niveles de mora y *default* de forma acotada, fortaleciendo de este modo el pago de las distintas series de la operación (se presume una muy baja probabilidad de prepago forzoso y, de suceder, una alta probabilidad que la pérdida tienda a cero).

Dado esto, al 29 de febrero de 2020, el valor de los activos del patrimonio separado—saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo saldo en caja y los activos recuperados—representaba cerca del 892,54% del valor par vigente de los bonos series C y D, relación que ascendía a 77,10% al inicio de la operación (considerando los saldos insolutos de las series ya pagadas).

La cartera de activos, que a febrero de 2020 mantenía un *seasoning* de 188 meses, ha presentado un prepago acumulado que tiende a los niveles medios del modelo dinámico aplicado por **Humphreys** al momento de conformación del patrimonio separado, pero los resultados son distantes de los escenarios más extremos. En

cuanto al *default* acumulado, dada la antigüedad de los contratos de *leasing* habitacional, lo más probable es que se sitúe por debajo del valor medio inicialmente supuesto y que, por ende, se aleje del máximo.

Según información a febrero de 2020, la cartera de activos del patrimonio separado ha acumulado prepagos y *defaults* cercanos al 21,94% y 15,35%, respectivamente, del saldo insoluto original de los contratos de *leasing* habitacional originalmente aportados como respaldo al pago de los bonos. Este último porcentaje, se compone, en su mayoría, de la acumulación de los activos que cayeron en *default* y, en menor medida, de los activos que tienen más de tres meses de mora. Además, se estima que a futuro no debieran producirse cambios relevantes, dada la madurez de las operaciones.

La serie E, dada la subordinación a todas las restantes series, absorbe en primera instancia las pérdidas del patrimonio separado, situación que genera una alta probabilidad de incumplimiento y justifica su clasificación en "Categoría C".

## 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 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 24 meses, correspondientes al período comprendido entre marzo 2018 y febrero de 2020, el patrimonio separado generó ingresos promedios cercanos a las UF 2.701,24 mensuales, por concepto de recaudación ordinaria (dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados). La mayor recaudación se produjo en mayo de 2018 (UF 4.439,15) y la menor en abril de 2018 (UF 1.467,52).

Los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 474,96. Al ya encontrarse las series preferentes A y B prepagadas, los flujos de recaudación, prepago y liquidaciones se destinan al prepago de los bonos o sustitución de activos. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos dos años.

### Recaudación

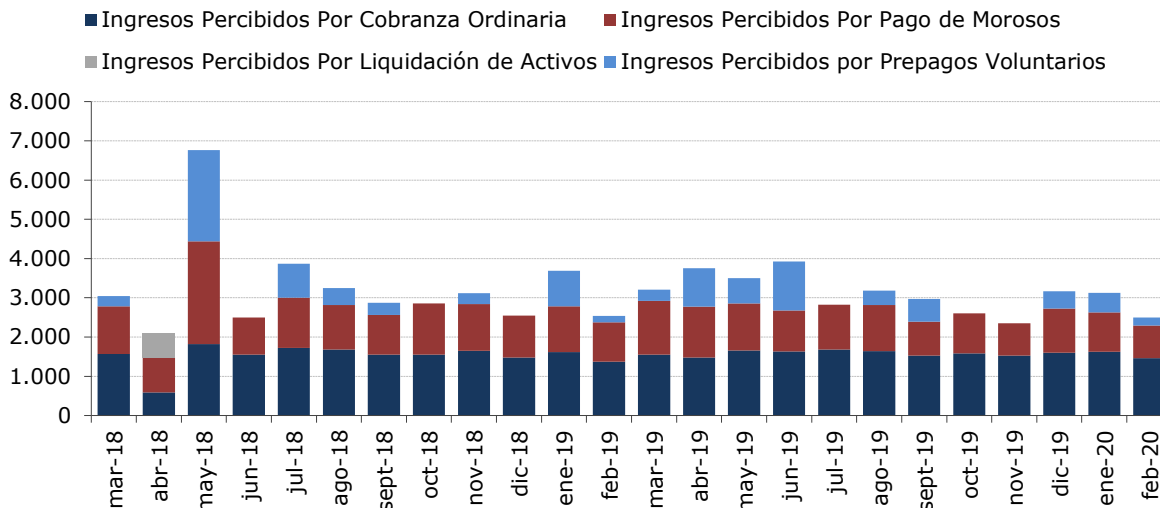


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

### Morosidad de la cartera de activos

A febrero 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 28,49%. Por su parte, tanto la morosidad mayor a 60 días como la mora dura, mayor a 90 días, se encuentran estables en torno al 8,68% y 3,77% del saldo insoluto. La Ilustración 2 muestra la evolución de la mora.

### Morosidad en Función del S.I.

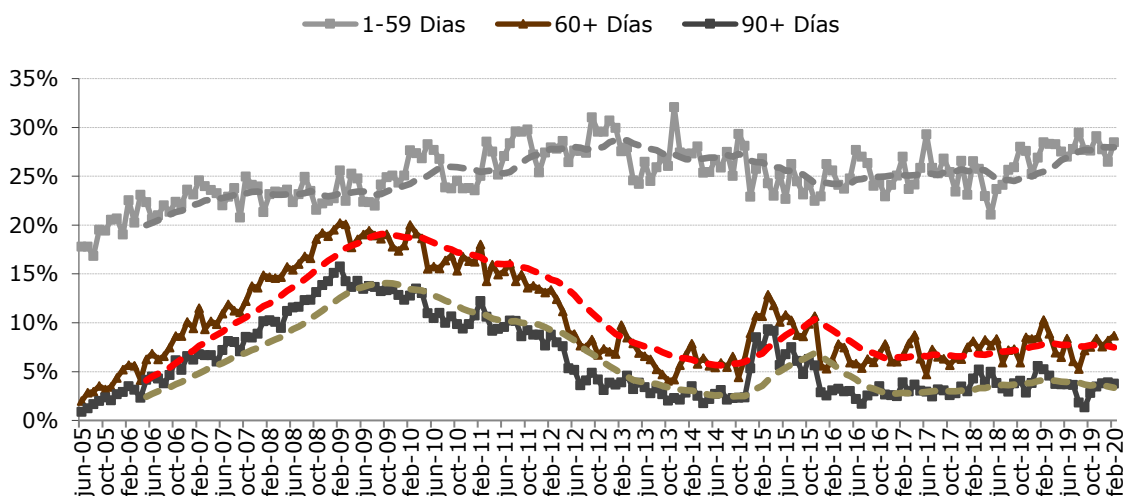


Ilustración 2: Morosidad de los activos

## Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron en septiembre de 2005 y acumulan a febrero de 2020 un monto de UF 111.300,51, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 21,94% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del prepago se encuentra en la *Ilustración 3*.

Para atenuar el efecto negativo que genera el prepago de los activos (pérdida de *spread*), el emisor ha procedido a anticipar parcialmente el pago de los bonos.

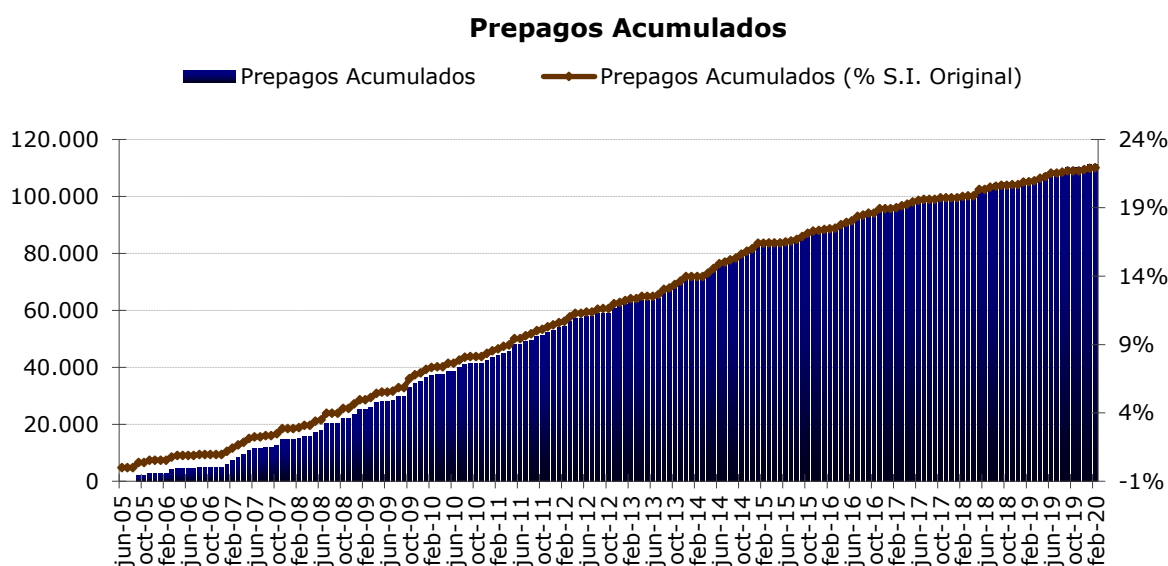


Ilustración 3: Prepagos acumulados de los activos

## 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 febrero 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 15,35% del saldo insoluto original. En la Ilustración 4 se evidencia que, a partir del 2016, el *default* acumulado ha tendido a mantenerse relativamente estable producto del comportamiento en la mora superior a tres cuotas (eliminado el efecto de la liquidación de activos). Dada la antigüedad del patrimonio separado, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.

Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en julio de 2006. A febrero de 2020, los activos liquidados se mantienen en 14,57% del saldo insoluto inicial.

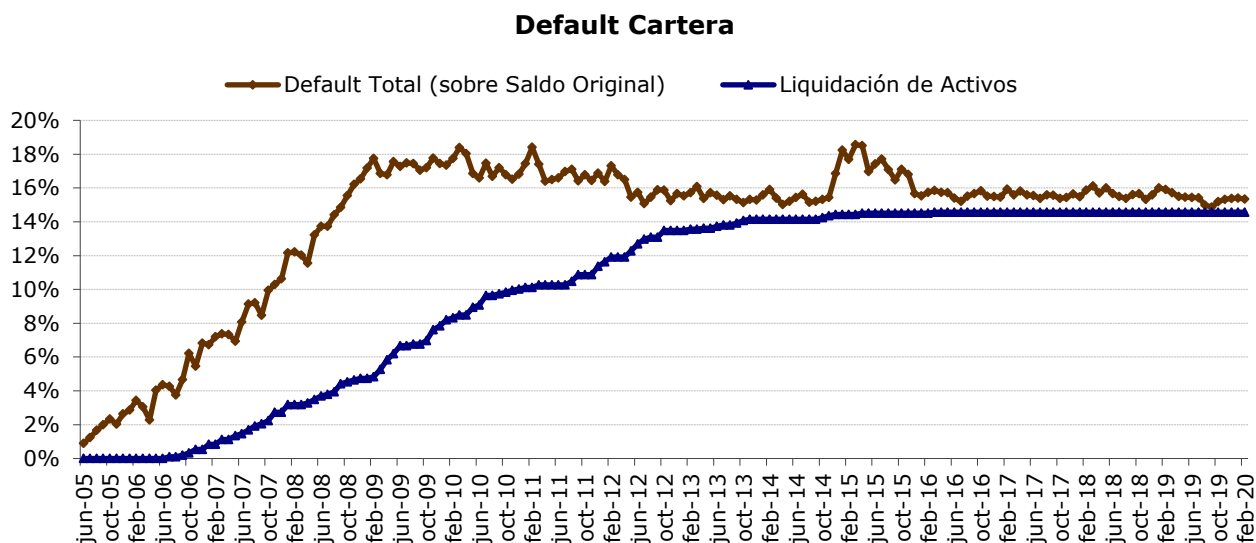


Ilustración 4: *Default* de la cartera

## Proyección de flujos estáticos

En la Ilustración 5 se muestran las proyecciones del saldo insoluto de los activos, así como saldo insoluto de las series C y D. Además, se calcula la evolución que tendría el flujo de caja teórico desde marzo de 2020 a la fecha de vencimiento de la última serie. La proyección se realiza con supuestos teóricos, sin prepagos ni *default* por parte de los activos, y gastos cercanos a UF 2.500 anual.

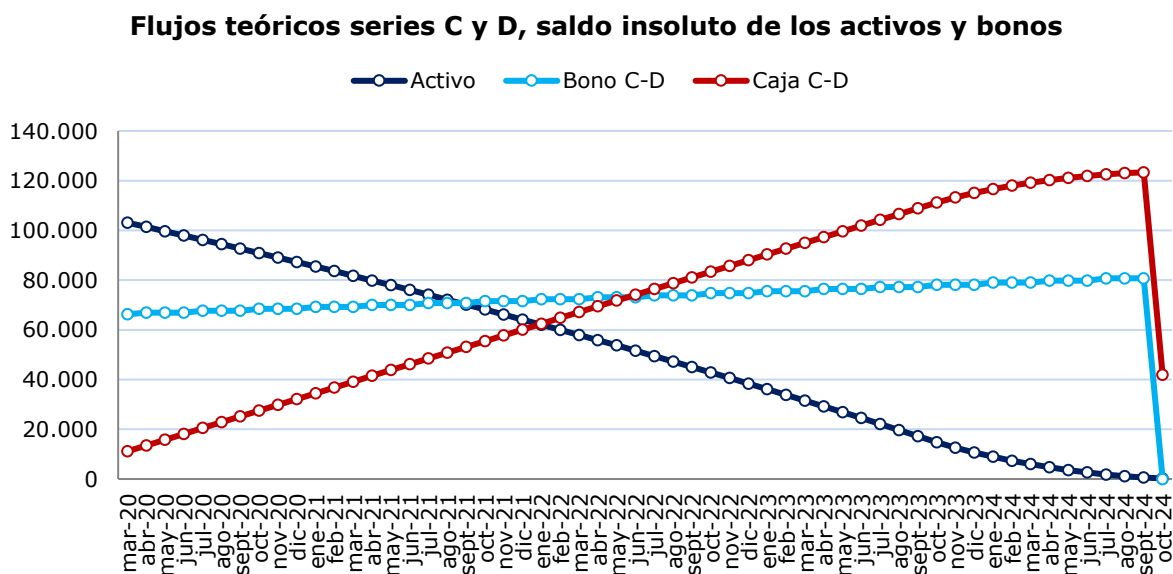


Ilustración 5: Flujo teórico de los activos

*"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."*