



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:  
Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Macarena Villalobos M.  
Hernán Jiménez A.  
Tel. (56) 22433 5200  
macarena.villalobos@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

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

**Marzo 2019**

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
Bonos securitizados:	
Serie A (BSECS-2A)	AA+
Serie B (BSECS-2B)	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2018

### Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-2
Inscripción Registro de Valores	Nº 228, 2 de Mayo de 2000
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.

### Resumen características cartera securitizada

Tipo de activo	Saldo Insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
CLH	83.314	169	12,12%	67,76%	728

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre 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	433.000	82.783	7,5%	Jul-21
B	Subordinada	60.000	232.841	7,5%	Jul-22
Total		493.000	315.624		

\* al 31 de diciembre de 2018

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en el hecho de que el valor económico de los activos supera satisfactoriamente el valor de la deuda preferente (no así la deuda subordinada), con una generación de flujos periódicos, incluyendo los provenientes del pago anticipado de activos, capaces de responder al pago de intereses y amortización de los bonos. Los activos -contratos de *leasing* habitacional- han sido originados y son actualmente administrados por **Inmobiliaria Mapsa S.A. (Mapsa)**. El sobrecolateral de la operación está dado por el mayor valor de los activos, en relación con los pasivos del patrimonio separado, y por el exceso de *spread* generado por el diferencial de tasas entre ambas partidas: 12,1% los activos y 7,5% los pasivos.

A diciembre de 2018, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes más los fondos disponibles y los activos recuperados valorizados a saldo insoluto– representaba el 146,11% del valor par del bono preferente y el 38,32% del valor conjunto de las series preferente y subordinada. Al diciembre de 2017, estos cocientes eran de 128,49% y 41,14%, respectivamente. A la fecha de clasificación, el patrimonio separado contaba con activos hipotecarios por UF 87.076 y disponible por UF 34.968. Cabe agregar que UF 50.910 (61,11% del valor de los activos hipotecarios) se encontraban depositados en una Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV) con el objeto de dar cumplimiento al saldo de precio de los contratos de *leasing* habitacional.

La cartera crediticia –que a la fecha de clasificación mantenía un *seasoning* cercano a los 232 meses– presentaba un nivel de *default*<sup>1</sup>, medido sobre saldo insoluto original de los activos, de 20,46%, nivel que se mantuvo estable durante los dos últimos años y en el que no se esperan cambios significativos a futuro. Por otra parte, los activos liquidados representan el 19,49% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

En cuanto al nivel de prepago, a diciembre de 2018 la cartera había acumulado un monto equivalente al 44,62% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado, lo que se encontraba muy por sobre los rangos máximos estimados al inicio por el modelo dinámico de **Humphreys**<sup>2</sup>. Con todo, en este caso particular, el prepago de activos favorece al patrimonio separado por cuanto le permite captar parte de recursos que, de no mediar el prepago, se producirían con posterioridad al vencimiento del bono preferente (se debe considerar, además, que la operación dispone de exceso de activos y que la sociedad securitizadora utiliza los recursos por prepagos para el pago anticipado del bono serie A).

<sup>1</sup> Debido a su criterio conservador, **Humphreys** considera en *default*, además de los activos efectivamente liquidados, aquellos con mora superior a 90 días.

<sup>2</sup> Al inicio del patrimonio separado se estimó un nivel promedio de prepagos de 16% y un nivel máximo de 22%.

Es importante destacar que los contratos de *leasing* habitacional que sirven de respaldo a la operación, han sido originados bajo la modalidad de ahorro en la AFV. De esta forma, el arrendatario paga mensualmente el arriendo (el equivalente al interés del crédito, dinero que ingresa directamente al patrimonio separado) y, en paralelo, ahorra en una cuenta de AFV, acumulando así los fondos necesarios para ejercer su opción de compra pagando el saldo de precio adeudado (amortización del capital). El tiempo que demore el arrendatario para saldar totalmente la operación dependerá, entre otros factores, de la rentabilidad de los fondos administrados por la AFV. Si a la fecha del vencimiento original del contrato de arrendamiento no se hubiese reunido la totalidad de los recursos para ejercer el pago del saldo de precio, el importe acumulado se utiliza para amortizar parcialmente el saldo insoluto del activo (dinero que ingresa al patrimonio separado) y se extiende a la fecha de vencimiento del *leasing* habitacional.

Finalmente, la serie B subordinada, se clasifica en *Categoría C* ya que absorbe prioritariamente las pérdidas asociadas a los activos, reforzando de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por las series preferentes, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

En general, el patrimonio separado ha mostrado un comportamiento estable y dentro de los parámetros esperados. Asimismo, el administrador primario ha ejercido adecuadamente las funciones de las cuales es responsable. Bajo este contexto, la perspectiva de clasificación se califica "*Estable*".

## 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 periodo comprendido entre enero 2017 y diciembre 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 1.105,44. La mayor recaudación se registró en marzo de 2017 (UF 1.278) y la menor en noviembre de 2018 (UF 854).

Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, generados por prepagos voluntarios y liquidación de activos, promediaron UF 484,47. La Ilustración 1 presenta el comportamiento de la recaudación del patrimonio separado.

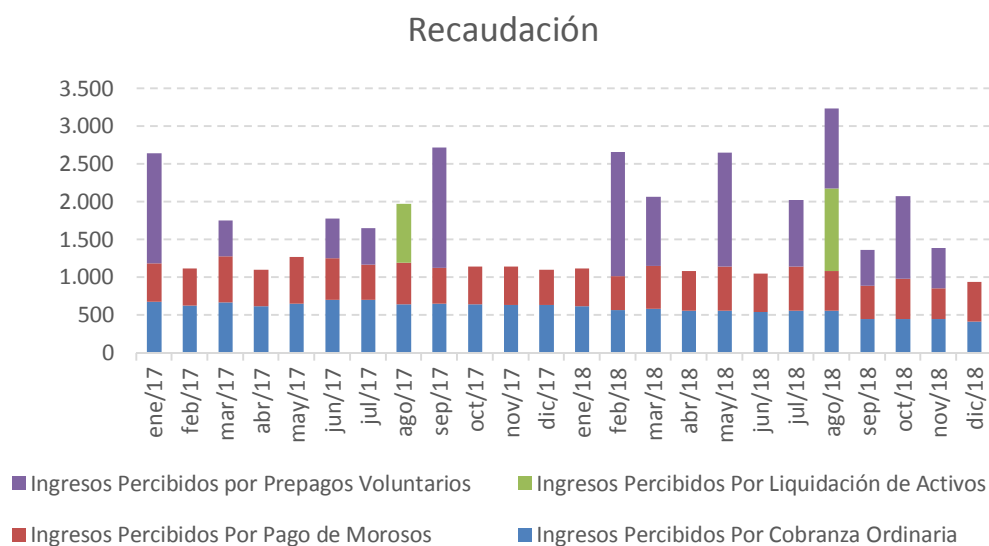


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

### Morosidad<sup>3</sup> de la cartera de activos

A diciembre de 2018, el grueso de la morosidad, 24,13% del saldo insoluto de la cartera vigente, estaba concentrado en el tramo entre uno y 59 días. La morosidad a más de 60 días, por su parte, alcanzaba el 7,94%, mientras que aquella superior a 90 días ascendía a 4,23%.

Finalmente, la ilustración 2, presenta el comportamiento que ha mostrado la mora desde julio de 2004 hasta diciembre de 2018.

<sup>3</sup> De acuerdo con la última información histórica entregada por la securitizadora.

### Morosidad en Función de S.I. Vigente

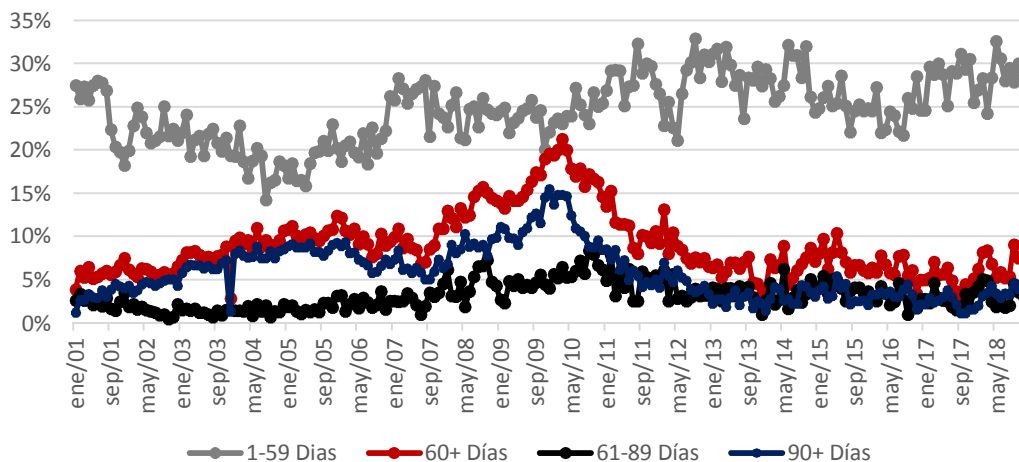


Ilustración 2: Evolución de la morosidad de los activos

### Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de enero de 2001, y a diciembre de 2018 acumulaba por este concepto un monto de UF 162.674, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que equivalen aproximadamente al 44,62% del saldo insoluto original de la cartera. A pesar de que esta cifra es superior a los prepagos promedio y máximo supuestos por el modelo dinámico de **Humphreys** durante la estructuración del patrimonio separado, 16% y 22%, respectivamente, su efecto negativo en la captura del *spread* de la operación se atenúa porque el nivel de sobrecolateralización del bono *senior* ya es mayor al 100%.

### Prepagos Acumulados

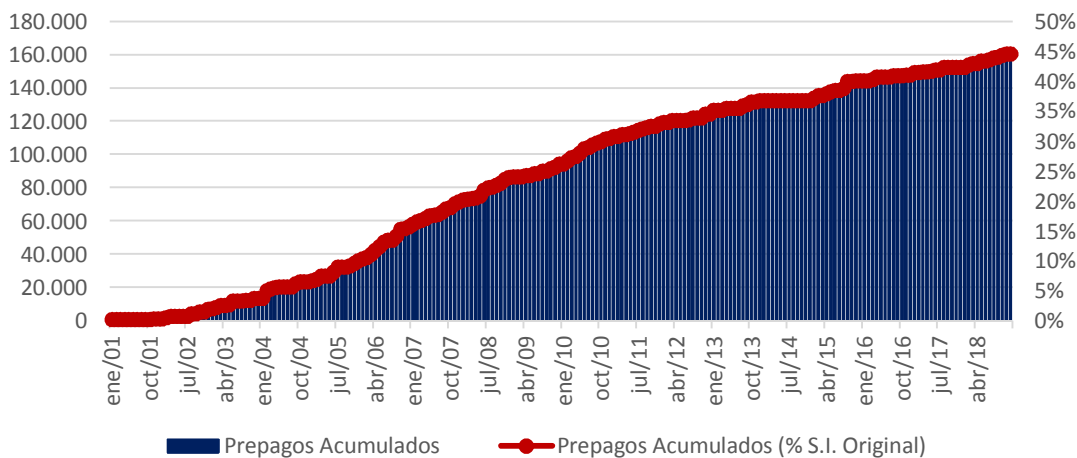


Ilustración 3: Prepagos de activos

Adicionalmente, para mitigar 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.

## Default de la cartera<sup>4</sup>

**Humphreys**, dado su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, considera también como *default* los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. A diciembre de 2018, el *default* total de la cartera llegaba a 20,46% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se ubica dentro de los parámetros esperados por la clasificadora al inicio de la transacción. Desde inicios de 2011, este indicador se ha mantenido en niveles cercanos al 20% y, dada la antigüedad de la cartera, no se esperan cambios significativos a futuro. Por su parte, a la misma fecha, los activos liquidados llegaban a 19,49% del monto inicial de la cartera securitizada.

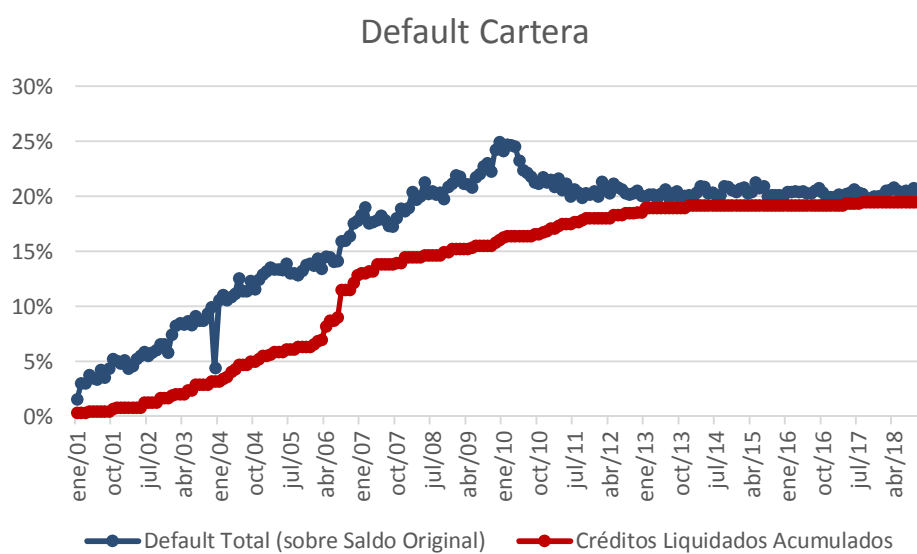


Ilustración 4: Comportamiento del *default* de los activos

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interes	Seasoning
Dic 18	67,76	UF 728	12,12%	232
<b>Original (Dic 03)</b>	85,55	UF 864	11,38%	11

<sup>4</sup> De acuerdo con la última información histórica entregada por la securitizadora.

## Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra el saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja y los activos recuperados en *stock*; así como el saldo insoluto de la Serie A, desde diciembre de 2018 hasta el vencimiento de los bonos en julio de 2021. 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 considerar prepagos ni *default*, asumiendo una rentabilidad de las cuentas de AFV de 3,0% anual y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 1.600<sup>5</sup> al año. Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de la serie preferente se irían incrementando. Cabe señalar que cada tres meses el gobierno entrega un subsidio a la AFV, elemento que se encuentra incluido en las estimaciones efectuadas.

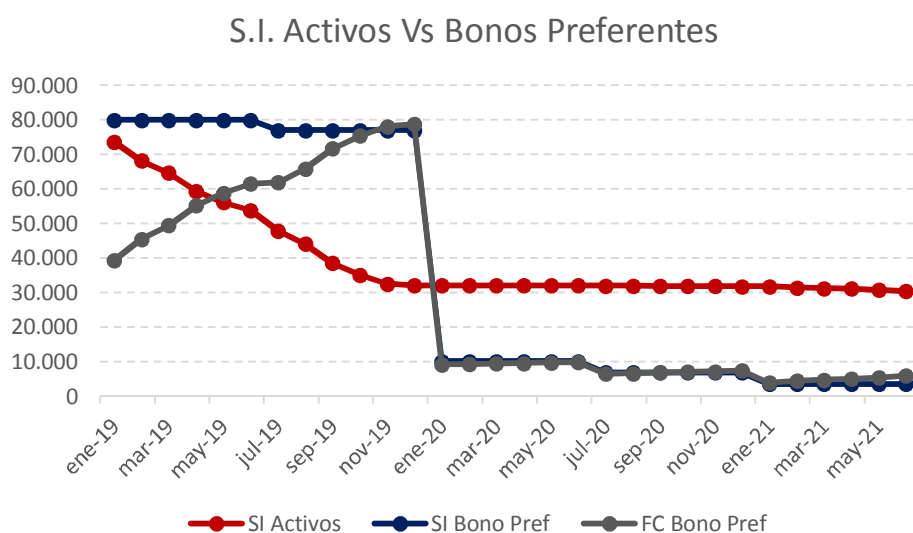


Ilustración 5: Proyección de flujos teóricos

Si bien el flujo proyectado, dado lo supuestos utilizados, implica un reducido déficit para efectos de pago del bono preferente (situación que no se altera con rentabilidad del 0% para la AFV), tal situación es contrarrestada cuando las proyecciones se llevan a cabo considerando el prepagado anticipado de activos esperados para el patrimonio separado, ya sea disminuyendo, manteniendo o reduciendo los niveles históricos observados y que se ilustra en el gráfico “prepagos acumulados” (si bien el pago anticipado de los activos disminuye la rentabilidad de la cartera, permite anticipar el pago del saldo precio a una fecha anterior a los máximos vencimiento de los bonos ). El mismo efecto se podría lograr si se ejecutaran los activos con mora superior a 90 días (ya que por la antigüedad el efecto para el patrimonio separado sería similar a un prepagado de activos).

<sup>5</sup> El gasto fijo efectivo ha sido menor a las UF 1.600 en los últimos años.



*"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."*