

# **EF Securitizadora S.A.**

## **Décimo Segundo**

## **Patrimonio Separado**

Anual desde Envío Anterior

#### ANALISTAS:

Diego Segovia Cisternas  
Savka Vielma Huaiquiñir  
Hernán Jiménez Aguayo  
diego.segovia@humphreys.cl  
savka.vielma@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

#### FECHA

Octubre 2025

| Categoría de riesgo <sup>1</sup> |            |
|----------------------------------|------------|
| Tipo de instrumento              | Categoría  |
| Bono Serie A                     | AA-        |
| Bono Serie B                     | C          |
| Tendencia                        | Estable    |
| EEFF base                        | Junio 2025 |

| Número y fecha de inscripción de emisores de deuda |                      |
|--|----------------------|
| Bono Serie A (BBEFS-P12A)                          | N° 1.192 de 23.10.24 |
| Bono Serie B (BBEFS-P12B)                          | N° 1.192 de 23.10.24 |

#### Datos básicos de la operación

|  |   |
|--|---|
| Identificación Patrimonio Separado       | Patrimonio Separado N° 12   |
| Activos Respalados                       | Derechos sobre flujos de pago   |
| Originadores y Administradores primarios | Masisa S.A.   |
| Administrador Maestro                    | EF  |
| Representante Títulos de Deuda           | Banco de Chile  |
| Características de Activos               | Derechos sobre flujos de pago que tienen su origen en las ventas (facturas) realizadas por Masisa S.A. a sus clientes nacionales e internacionales. |

#### Datos básicos bono securitizado

| Serie | Descripción | Valor nominal original (USD) | Valor Par* (USD) | Tasa de interés | Fecha vencimiento |
|-------|-------------|------------------------------|------------------|-----------------|-------------------|
| P12A  | Preferente  | 33.428.000                   | 33.473.456       | 8,50%           | oct-27            |
| P12B  | Subordinada | 2.572.000                    | 2.572.000        | 0,00%           | nov-27            |

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al cierre de julio de 2025, según lo informado por la CMF.

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Bonos Securitizados (29-02-2024).

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

El **Décimo Patrimonio Separado** de EF Securitizadora, en lo que respecta a los activos que respaldan la operación, está conformado por una cartera de facturas en cobranza emitidas por Masisa S.A. (Masisa). Tanto el interés como el capital de los bonos serán pagados con los flujos de caja generados por estos activos. La operación sólo considera facturas asociadas a la venta de productos del giro del originador, efectuadas a clientes nacionales y extranjeros aprobados previamente por la securitizadora, según se establece en los criterios de elegibilidad y priorización.

Al cierre de julio de 2025, el saldo insoluto del bono preferente ascendía a USD 33.473.465; mientras que la cartera de activos de respaldo alcanzaba los USD 36.153.929, estando acorde al colateral pactado.

La clasificación de los bonos serie A preferente, en "*Categoría AA-*" responde a que su pago presenta una elevada probabilidad de cumplimiento atendiendo al respaldo que le otorga la estructura financiera, la cual mantiene un adecuado control del riesgo operativo de la transacción y de los riesgos crediticios y de mercado de las cuentas por cobrar. Cabe señalar que el sobrecolateral de la operación, de 1,08 veces sobre el saldo insoluto del bono preferente, permite cubrir i) incrementos relevantes en los niveles de *default* y dilución de las facturas en relación con lo que ha sido su comportamiento histórico; y ii) variaciones relevantes en el valor de la cartera expresada en peso, según variación pasada del tipo de cambio.

Sin perjuicio de lo anterior, es relevante mencionar que, según lo definido en la operación, el patrimonio separado podría quedar expuesto al riesgo de deudores de un mismo grupo empresarial que representen hasta el 15% del total de cuentas por cobrar, incluso en algunos que no presentan clasificación crediticia. En este caso, el sobrecolateral de la operación no permite cubrir su riesgo; sin embargo, este se ve significativamente anulado por la existencia de seguros de créditos. Para medirlo, **Humphreys** aplicó un modelo dinámico (modelo de Montecarlo) en donde generó múltiples combinaciones de incumplimientos de deudores con elevada concentración y de plazos de cobro de los seguros y, con ello, determinó la probabilidad de que el seguro crediticio constituyera una efectiva protección para los bonos serie A (compatible con "*Categoría AA-*"), en particular por el riesgo de descalce de flujos que pudiesen existir.

Por su parte el control de los riesgos operativos permite que los bonistas asuman exclusivamente los riesgos propios de la cartera de cuentas por cobrar, incluido el hecho que parte de ella se expresa en pesos.

Como fue mencionado, cada factura cuenta con cobertura de seguro de crédito contratada por el originador y el vehículo mantiene reservas destinadas a absorber incumplimientos, diluciones, variaciones del tipo de cambio y riesgo de concentración, siendo este último respaldado por las citadas coberturas. En su conjunto, el desempeño de la cartera actual se encuentra dentro de los márgenes aceptables definidos en la clasificación inicial y sostiene la clasificación vigente.

Además, el patrimonio contempla la constitución de fondos destinados a aportar liquidez y flexibilidad para atender sus gastos operativos y compromisos financieros. Cuenta con mecanismos diseñados para mitigar la exposición derivada de diferencias de moneda entre activos y pasivos, así como con un sistema

de recaudación de cuentas por cobrar robusto que, respaldado por recursos financieros específicos, contribuye a aislar de forma razonable los riesgos inherentes al administrador de los activos.

Se establecen eventos de aceleración en el pago del bono que, a juicio de **Humphreys**, son oportunos en cuanto a anticipar situaciones que pudieren debilitar la capacidad de pago del patrimonio separado.

Adicionalmente, se considera favorable el poseer una estructura legal y operativa de la transacción que proteja adecuadamente los intereses de los bonistas junto con la existencia de un administrador de control (EF) con el objeto de verificar y validar la información entregada por el originador.

La serie B se califica en “*Categoría C*” atendiendo a su subordinación respecto a la serie preferente lo cual conlleva a que absorba las pérdidas asociadas a la cartera de cuentas por cobrar, conllevando una alta probabilidad que caiga en incumplimiento.

La perspectiva de clasificación de las series se califica como “*Estable*” debido a que no existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas para la evaluación del patrimonio separado.

En términos de ASG, EF Securitizadora presenta antecedentes de gobierno corporativo en sus memorias y sitio *web*, indicando políticas y procedimientos del directorio.

## Definición categoría 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 aquellos instrumentos con mayor 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Características de la operación

### Activos del patrimonio

Los activos que conforman el patrimonio separado están compuestos por todos los derechos sobre flujos de pago que tienen en su origen en las ventas, propias de su giro, realizadas por Masisa, las cuales estarán acreditadas por facturas que para el caso de los clientes internacionales deberán ser emitidas una vez se obtenga el respectivo *"Bill of Lading"*<sup>2</sup> y en el caso de los clientes nacionales deben contar con título ejecutivo conforme a lo establecido en la legislación nacional vigente. Todas las cuentas por cobrar deberán contar con seguro de crédito con una compañía de seguros clasificada en categoría AA o superior.

### Pasivos del patrimonio

La emisión desmaterializada de títulos de deuda que conforma el patrimonio separado se divide en dos series, una preferente y una subordinada. Con respecto a la serie preferente, su monto nominal asciende a la suma de USD 33.428.000 con una tasa de 8,5% anual, mientras que la serie subordinada asciende a un valor nominal de USD 2.572.000 y no devenga intereses. La estructura del bono preferente considera dos años de pagos de sólo intereses y un año de amortización de capital más intereses de carácter trimestral.

### Esquema operativo de la transacción

En términos sucintos, las cuentas por cobrar originadas por ventas de Masisa a clientes previamente definidos son traspasadas al patrimonio separado. Los recursos captados por la cobranza de dichas cuentas por cobrar son propiedad del patrimonio separado.

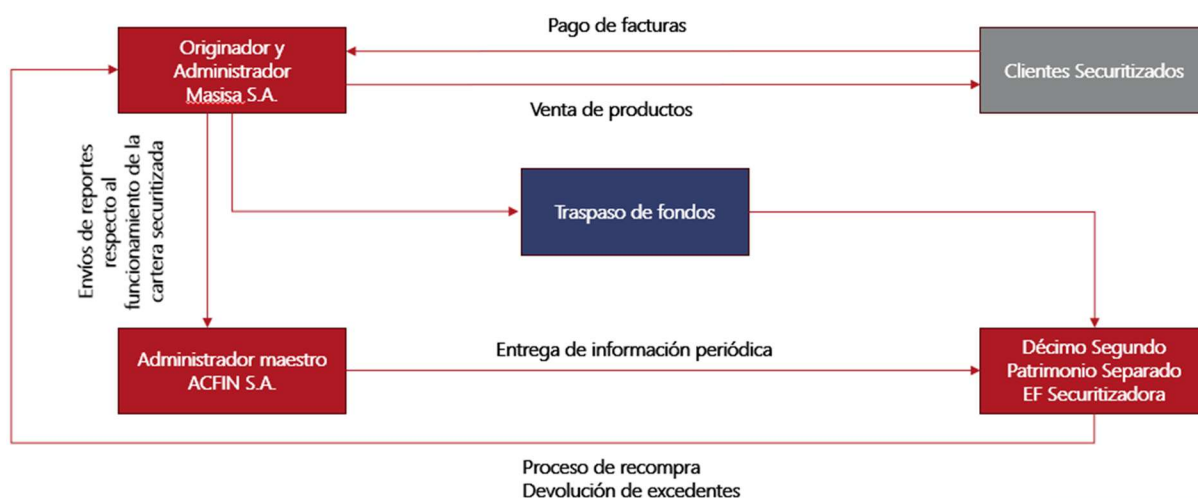


Ilustración 1: Esquema de la operación

<sup>2</sup> Guía de carga o despacho que se emite una vez la mercancía ha sido confirmada por el transportista.

El patrimonio separado utilizará los recursos captados en la recaudación de las cuentas por cobrar para comprar nuevas facturas que se originen por la venta a clientes de Masisa previamente definidos. En caso de que estas cuentas fuesen insuficientes para completar la cartera mínima exigida, el originador, para cumplir con el VAME<sup>3</sup>, deberá incorporar facturas de nuevos clientes, las cuales tienen que pasar por un proceso de aprobación por parte de la securitizadora cumpliendo los criterios de elegibilidad.

En caso de que los recursos del patrimonio separado fuesen insuficientes para cubrir el precio de compra de las nuevas facturas a traspasar, se procederá de igual forma al traspaso generándose una cuenta por pagar en favor del originador.

Si el originador no tuviese para traspasar las facturas necesarias para completar la cartera de respaldo mínima exigida, los recursos disponibles para efectuar dicha compra se destinan a formar un fondo de reposición en reemplazo de las cuentas por cobrar hasta que esto sea subsanado (sin perjuicio de los eventos de prepago anticipado).

## Reservas exigidas

Las reservas exigidas —reservas de sobrecolateral— tienen como objeto mantener un nivel de cuentas por cobrar superior al valor nominal de los bonos de tal manera que éstos puedan ser pagados oportunamente, incluso si los flujos esperados de la cartera de respaldo se vieran disminuidos en relación con sus comportamientos históricos.

Entre los riesgos que cubre la reserva de sobrecolateral, se consideran:

1. Aumento en el nivel de incumplimiento por parte de los deudores (riesgo de *default*).
2. Incremento de las operaciones o facturas anuladas o reversadas (riesgo de dilución<sup>4</sup>).
3. Concentración de deudores que reduzcan el nivel de atomización de la operación. Riesgo que mitigan los seguros asociados.
4. Incapacidad del originador de aportar nuevas facturas o aumento de gastos, producto de una gestión distinta a la esperada (riesgo de déficit en fondo de gastos y en fondo de interés).
5. Diferencia en las unidades monetarias de recaudación provenientes de activos frente a las unidades monetarias de pago de los pasivos del patrimonio separado (riesgo de tipo de cambio).

Todos los riesgos son cubiertos por reservas específicas cuyos valores fueron calculados asumiendo un fuerte deterioro en el comportamiento de la cartera de activos, situación que debiera darse en caso de que el originador interrumpiera sus operaciones comerciales. En este sentido, las carteras exigidas, además de ser compatibles con una “Categoría AA-”, asumen la ausencia del originador en el proceso de cobranza.

En relación con el riesgo de entrapamiento de recursos —entendido como la imposibilidad de transferir al patrimonio separado la totalidad de la recaudación proveniente de las cuentas por cobrar—, si bien no existe un colateral que lo cubra directamente, este riesgo se mitiga mediante un mandato que obliga al originador a remesar y depositar los fondos recaudados en la cuenta corriente del patrimonio separado.

---

<sup>3</sup> Valor en Activos Mínimo Exigido: Cobertura mínima que obliga al Patrimonio Separado a mantener activos equivalentes al menos a 1,08 veces el saldo de capital e intereses pendientes de los bonos preferentes, considerando los fondos ya disponibles para su pago.

<sup>4</sup> Se limita, dentro de este apartado, la opción de realizar “rebates” sobre la cartera securitizada tanto internacional como nacional.

Adicionalmente, se constituye una prenda sobre los dineros presentes y futuros asociados a las facturas cedidas, tanto en las cuentas corrientes como en las cuentas de ingresos que mantenga vigentes el originador.

## Pago adelantado de los títulos de deuda

Los títulos de deuda, particularmente los preferentes, podrán ser pagados en una fecha anterior a su vencimiento, ya sea por decisión del emisor (prepago anticipado) o por sucesos y eventos indicativos de “alerta temprana” de un posible debilitamiento de la estructura (prepago acelerado).

El emisor podrá realizar prepagos anticipados parciales o totales para el bono preferente, en este último, enterando el valor total del capital adeudado, más un costo de quiebre, como se detalla a continuación:

*Tabla 1: Saldo insoluto de los títulos a prepagar por mes del prepago*

| Mes del prepago | Saldo insoluto a prepagar |
|-----------------|---------------------------|
| 25              | 98,35%                    |
| 27              | 98,35%                    |
| 30              | 98,90%                    |
| 33              | 99,45%                    |
| 36              | 100,00%                   |

En cuanto a los prepagos acelerados, el emisor procederá a llevarlos a efecto ante la ocurrencia de cualquier evento de aceleración (*trigger*), relacionado tanto con el patrimonio como con el originador. Estos *triggers* tienen como propósito dar por término a la operación y así proteger a los bonistas, en caso de ocurrencia de sucesos que pudieran disminuir la capacidad de pago de patrimonio separado. Para estos casos, el representante de tenedores de bonos, a solicitud del emisor, suspenderá las cesiones de *revolving* y citará a junta de bonistas.

## Análisis del patrimonio separado

### Simulación de Monte Carlo

**Humphreys** aplicó un modelo dinámico (simulación de Monte Carlo) que genera 10.000 iteraciones posibles para cobros, morosidades, diluciones, concentraciones, tipos de cambio y recuperos, con el fin de proyectar los flujos futuros de caja del vehículo, en base al comportamiento real de la cartera securitizada.

Además, dada la elevada concentración de la cartera en cuanto a grupo empresarial, resulta esencial evaluar la probabilidad de que los seguros crediticios representen una protección efectiva para los bonos serie A (consistentes con la “Categoría AA-”), especialmente frente al riesgo de descalce de flujos que pudiera producirse.

En la Ilustración 2 se muestran los resultados de caja del modelo, donde se observan excedentes en cada periodo, lo que refleja que el desempeño actual de la cartera del patrimonio separado se mantiene en línea con lo esperado para la clasificación asignada.

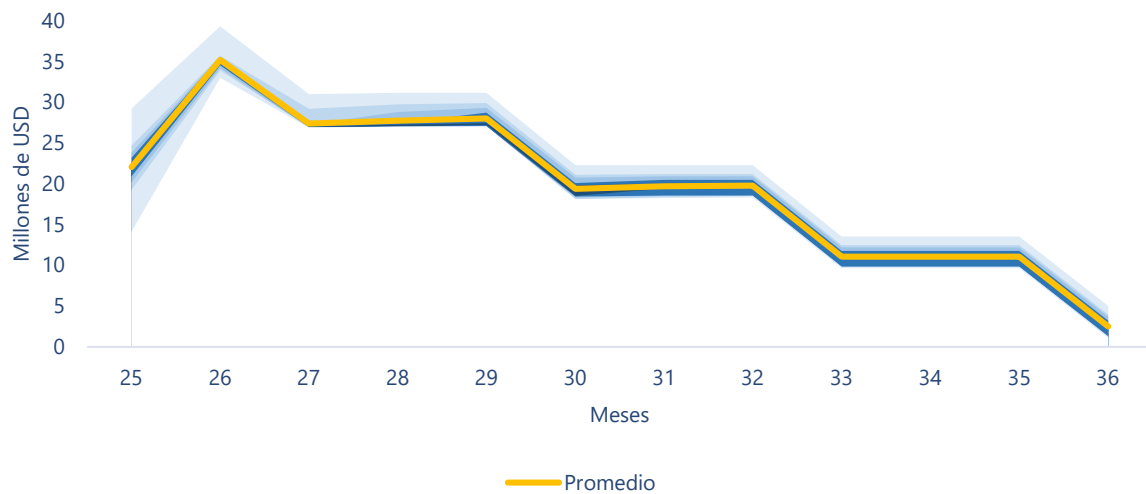


Ilustración 2: Excedentes de caja de flujos sensibilizados

## Seguimientos de *triggers*

### Recaudación

Este *trigger* indica que si la razón de recaudación de un mes es menor al 33% y se mantiene así durante más de dos meses consecutivos se inicia el proceso de prepago acelerado. Esta razón se calcula dividiendo la recaudación de los créditos cedidos entre la fecha de medición actual y la anterior, por el saldo insoluto de las facturas que se tienen como activos en la fecha de medición anterior. Al cierre de agosto de 2025, la recaudación se encuentra en cumplimiento con un índice de 47,3%.

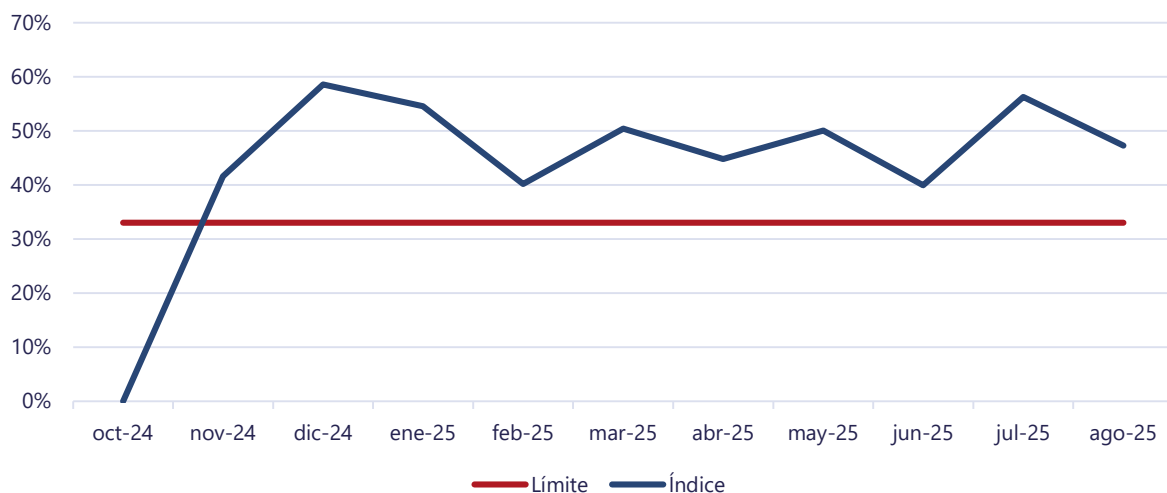


Ilustración 3: Trigger Recaudación



## Dilución

Si la razón de dilución excede el 3% en más de tres fechas de mediciones mensuales durante un año móvil, o si supera el 12% en cualquier medición mensual. Se calcula tomando el valor de las notas de crédito emitidas por facturas cedidas al patrimonio en la medición actual y la anterior, dividido por el saldo insoluto de dichas facturas en la medición anterior.

Adicionalmente, si el promedio de la razón de dilución de seis fechas de mediciones mensuales consecutivas es superior al 3%.

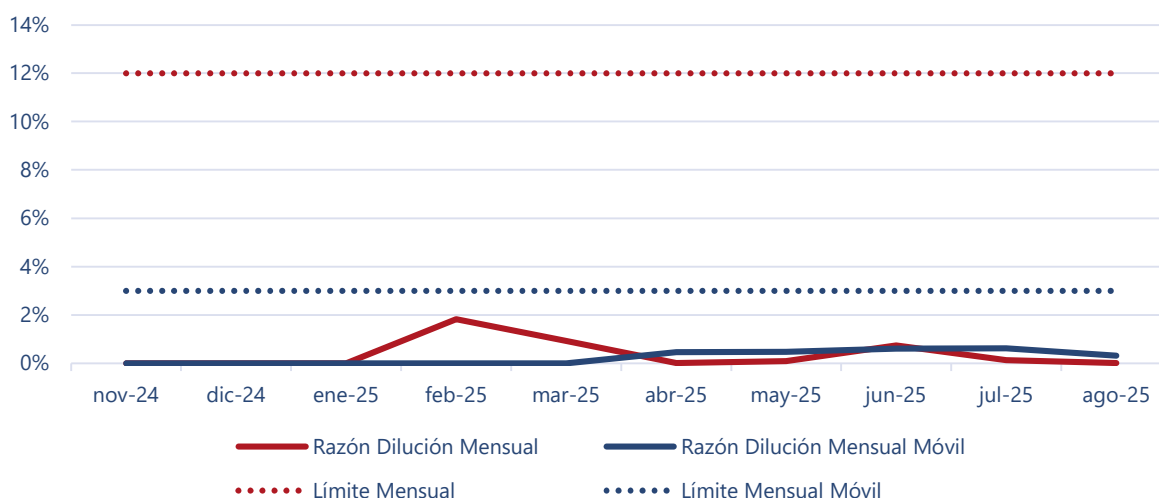


Ilustración 4: Trigger Dilución

## Morosidad

Si la razón de cartera al día cae por debajo del 80% durante dos o más mediciones mensuales consecutivas, o se ubica por debajo del 75% en cualquier medición mensual. Esta razón se calcula dividiendo el saldo insoluto de las facturas con mora de hasta 13 días y el saldo insoluto total de las facturas en cada medición mensual.

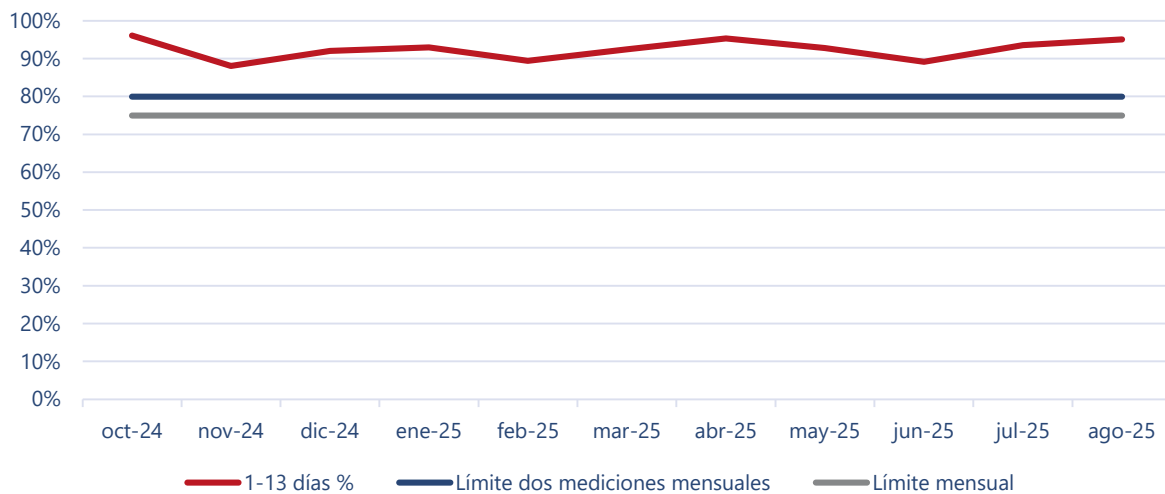


Ilustración 5: Trigger Morosidad

## Otros antecedentes

En el informe de Primera Clasificación de los valores del **Doceavo Patrimonio Separado** de Securitizadora EF S.A.<sup>5</sup> se puede encontrar la lista extensa de todos los eventos de aceleración establecidos en el contrato de emisión, así como también los fondos que se constituyeron para el funcionamiento del patrimonio separado.

*"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."*

<sup>5</sup> Se puede encontrar en la página web de la clasificadora (<http://www.humphreys.cl>).