



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe anual

A n a l i s t a

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

antonio.velasquez@humphreys.cl

## Securitizadora Security S.A.

### Cuarto Patrimonio Separado

F e b r e r o 2 0 1 2

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
<b>Bonos securitizados:</b>		
Serie A	AA	Estable
Serie B	B+	En Observación
Serie C	C	Estable
Estados Financieros	Noviembre de 2011	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-4
Inscripción Registro de Valores	Nº 319, 3 de Diciembre de 2002
Activos de Respaldo	Contratos de leasing habitacional.
Originador/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 el ejercicio de la opción de contrato de compraventa.

#### Resumen Características Cartera Securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual *	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	496.979	717	10,82%	85,87%	807

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a noviembre de 2011.

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 actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	950.000	552.706	6,0%	Ene-25
B	Subordinada	58.000	97.518	6,0%	Ene-25
C	Subordinada	100.000	168.134	6,0%	Ene-25
<b>Total</b>		<b>1.108.000</b>	<b>818.358</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de noviembre de 2011.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en que los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado se estiman suficientes para responder a las obligaciones emanadas de la serie preferente de bonos. Los activos –contratos de *leasing* habitacional– han sido originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. El sobrecolateral de la operación está dado por el exceso de *spread* generado por el diferencial de tasas entre los activos y pasivos del patrimonio separado.

El cambio de clasificación de la serie B, desde *Categoría BB-* a *Categoría B+*, obedece al hecho de que el exceso de *spread* capturado por la estructura financiera (diferencial entre los flujos generados por las tasas de interés del activo y del pasivo) sigue siendo inferior a lo que inicialmente **Humphreys** había supuesto. La tasa de prepago y su combinación con la tasa de *default* mantienen una desviación negativa en relación con el modelo evaluativo aplicado por la clasificadora al momento de la conformación del patrimonio separado, siendo la evolución de la tasa de prepago la que más se ha desviado de lo inicialmente estimado, acercándose, a noviembre de 2011, a los niveles de estrés más altos aplicados por **Humphreys** en su modelo dinámico.

La situación antes descrita afecta particularmente al bono serie B -dado su carácter de subordinado respecto a la serie A-, lo que implica que el debilitamiento del sobrecolateral de la operación es absorbido en primera instancia por el bono subordinado en beneficio del bono preferente. En consecuencia, existe una probabilidad no menor de pérdida de intereses y/o capital para la serie subordinada.

A noviembre de 2011, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados– representan el 94,22% del monto de los bonos preferentes. A la fecha de emisión, enero de 2003, este *ratio* se encontraba en 82,70%. Si para el cálculo del indicador se incorpora la serie B, el mismo disminuye a 80,09%. Actualmente, el patrimonio separado cuenta con inmuebles recuperados por un valor de UF 8.950, los que una vez liquidados podrían incidir favorablemente en este indicador.

La cartera crediticia, que a noviembre de 2011 mantenía un *seasoning* de 120 meses, presenta un nivel de *default*<sup>1</sup>, medido sobre saldo insoluto original, de 12,36%, coherente con lo inicialmente proyectado por **Humphreys**. A la fecha, los activos liquidados representan alrededor del 9,19% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

Los prepagos de la cartera exhiben un dinamismo superior al inicialmente supuesto por la clasificadora, con una relación de prepagos acumulados sobre saldo insoluto original de la cartera de 24,79%, muy cercana a los niveles máximos de estrés supuestos por **Humphreys**.

Finalmente, la serie C 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 opinión de **Humphreys**, eventuales aumentos en los niveles de default y de prepago de los activos de respaldo no debieran afectar el pago oportuno de la serie A, pero sí a la serie B (que, como ya se dijo, requiere con mayor necesidad capturar el exceso de spread de la operación). Bajo este contexto, la perspectiva de clasificación se califica "*Estable*" para la serie A y "*En Observación*" para la serie B. La tendencia "*Estable*" se hace extensiva para la serie C.

## 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.

### Categoría B

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría C

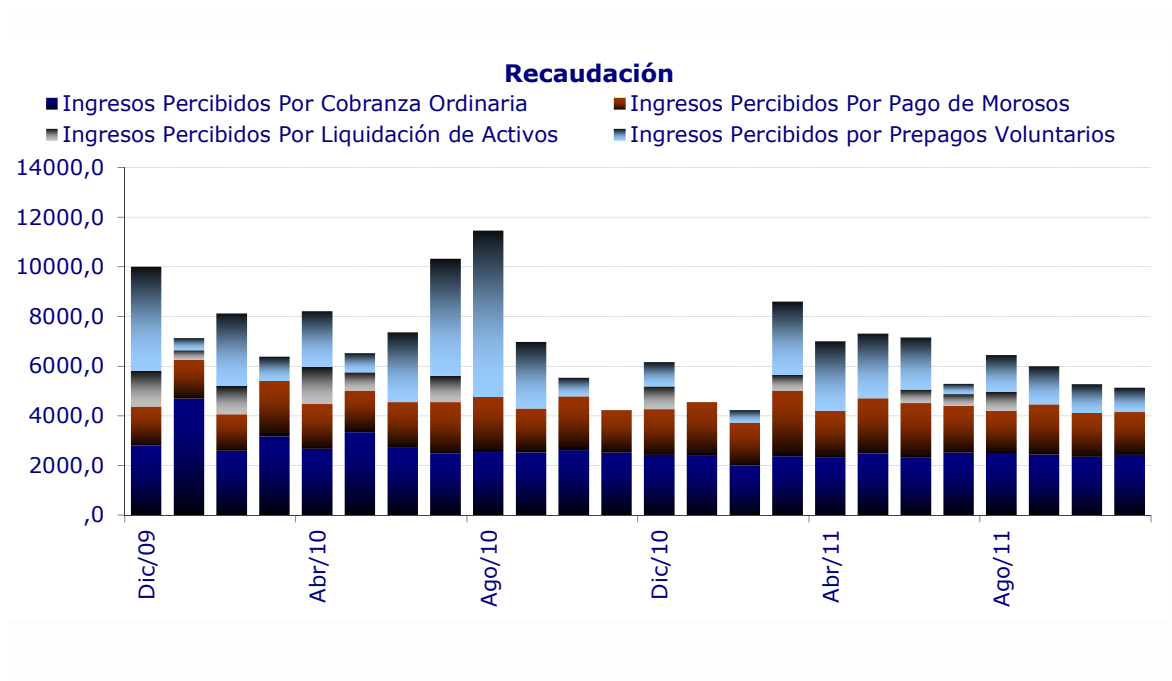
---

<sup>1</sup> El *default* contempla la cartera con mora mayor a 90 días más los activos efectivamente liquidados.

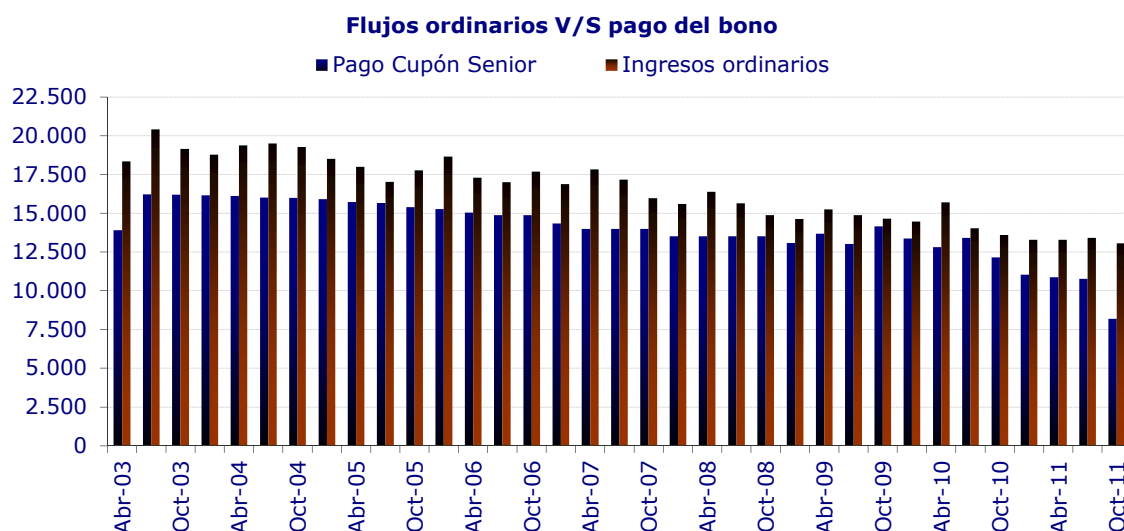
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

## Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre diciembre de 2009 y noviembre de 2011, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de aproximadamente UF 6.894 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en agosto de 2010 (UF 11.464) y la menor en noviembre de 2010 (UF 4.233). La elevada volatilidad de los ingresos se debe a la variabilidad experimentada por la cobranza extraordinaria (liquidación de activos y prepagos voluntarios).

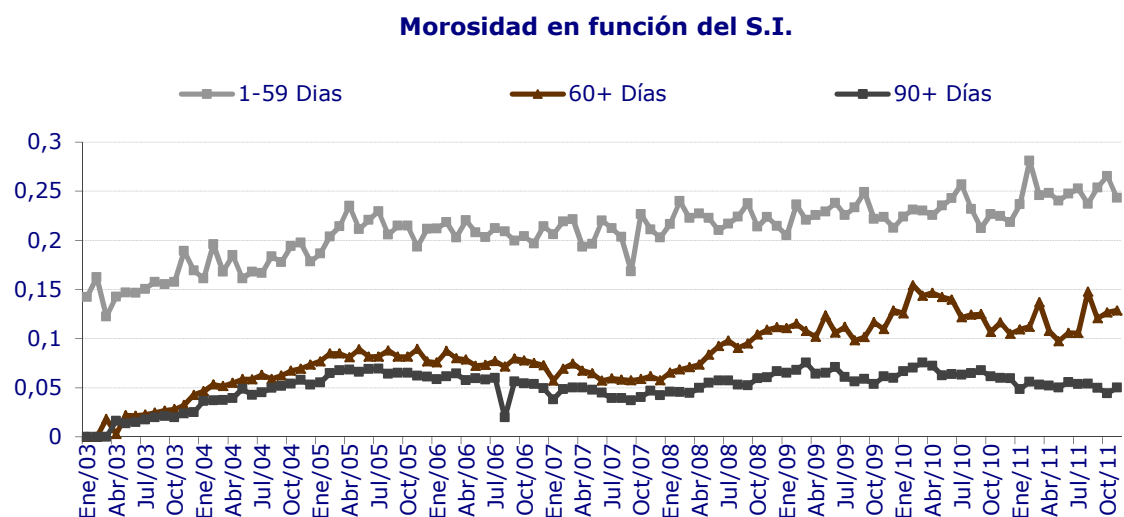


El siguiente gráfico muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los egresos destinados al pago de los cupones de la serie preferente. Se constata que, durante toda la historia del patrimonio separado, los flujos generados por los activos que conforman el patrimonio separado han sido suficientes para cumplir con sus obligaciones.



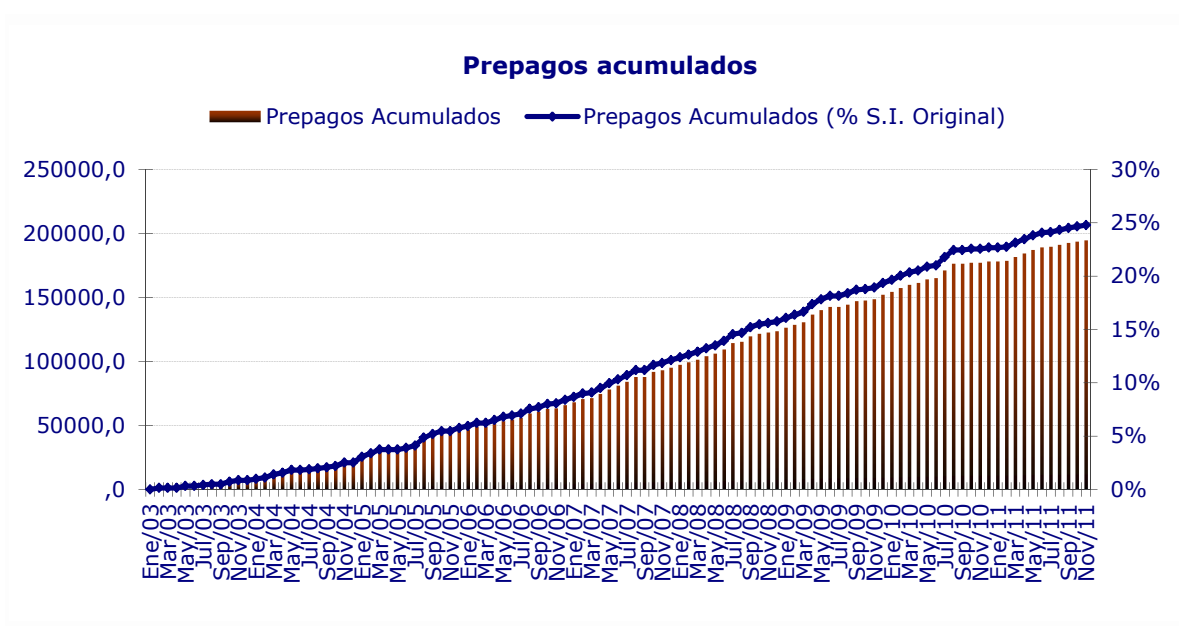
## Morosidad de la cartera de activos

A noviembre de 2011, la mayor parte de la mora estaba concentrada en activos con una o dos cuotas vencidas, los que representaban el 24,30% del saldo insoluto de la cartera vigente, la morosidad mayor a 60 días alcanzaba el 12,86% y la mora de más de 90 días ascendía a 5,01%. La mora mayor a 90 días se mantuvo estable alrededor del 5% durante casi toda la historia del patrimonio separado, a excepción del período comprendido entre 2009 y 2010 cuando se nota un quiebre al alza, posiblemente causado por la crisis financiera.



## Prepagos voluntarios

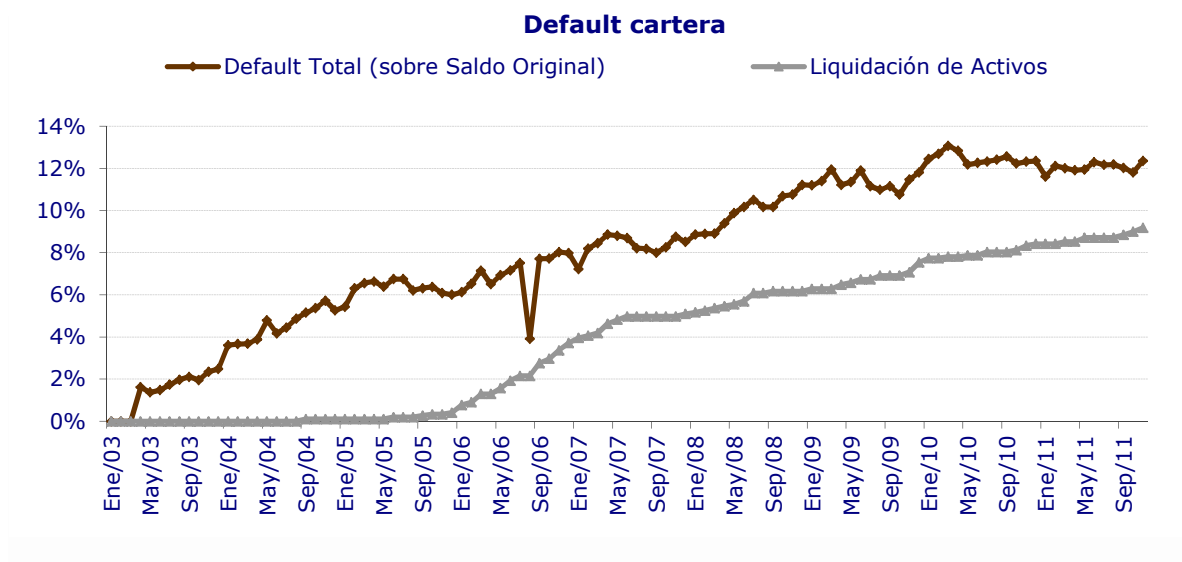
Hasta noviembre de 2011, el patrimonio separado había presentado prepagos por UF 194.741, incluyendo aquéllos totales y los parciales, equivalentes a un 24,79% del saldo insoluto original de la cartera. Este nivel de prepagos es superior al valor promedio supuesto por **Humphreys** en su modelo dinámico aplicado durante la conformación del patrimonio y muy cercano los niveles más altos de estrés supuestos en el mismo. La tendencia creciente de los prepagos mostró una breve desaceleración en la segunda mitad de 2010; sin embargo, recuperó su dinamismo en 2011. Un elevado nivel de prepagos disminuye significativamente el exceso de *spread* que la estructura financiera es capaz de capturar y, por tanto, deteriora la capacidad de pago del patrimonio separado, afectando fundamentalmente a las series subordinadas.



## Default de la cartera

**Humphreys**, dado su criterio conservador, considera como *default*, además de los activos liquidados, aquellos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial.

El *default* de la cartera, a noviembre de 2011, representaba un 12,36% del saldo insoluto original, y estaba conformado mayoritariamente por activos efectivamente liquidados, los que llegaban al 9,19% del valor inicial de la cartera. Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en septiembre de 2004.



## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>2</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Nov - 11	85,87%*	UF 807	10,82%	120 meses
Inicial (Ene-03)	85,43%	UF 836	10,79%	14 meses

\*A noviembre de 2011, la relación entre el saldo insoluto actual y valor de garantía del inmueble (LTV) corresponde a un 57,92% si se descuentan las cuentas de AFV a esa fecha.

### Prepago de bonos

Hasta noviembre de 2011 se había rescatado un monto total que asciende a UF 313.643,42, los cuales representan el 33,02% del monto original de la serie preferente. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y por exceso de caja al momento del corte de cupón.

<sup>2</sup> LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

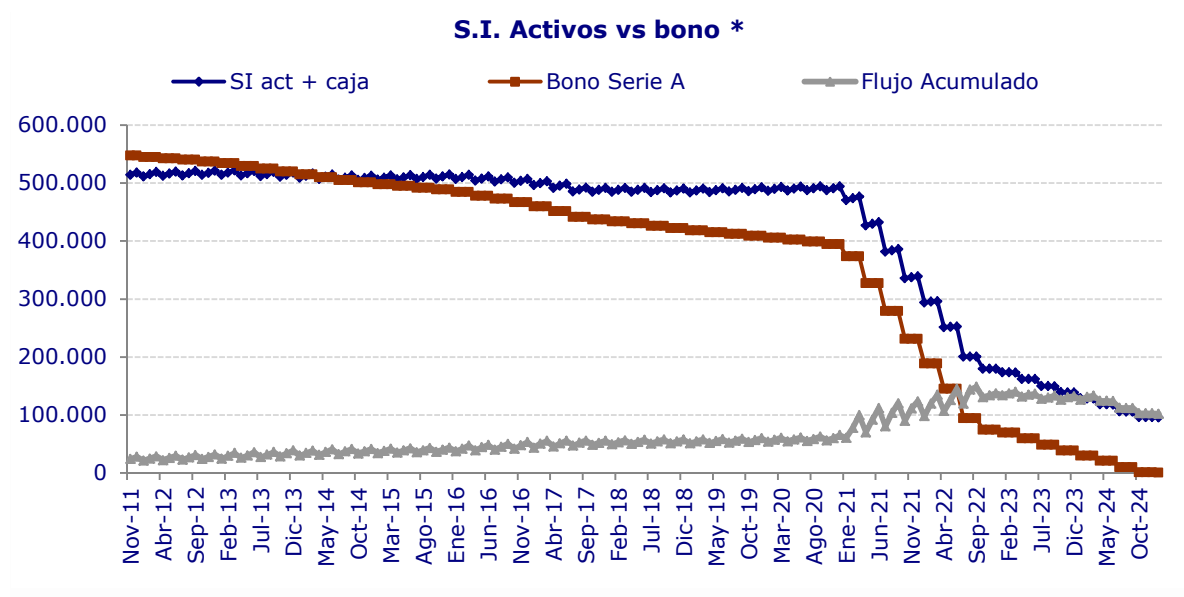


Prepagos serie preferente			
Fecha	Serie	Láminas rescatadas (UF)	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
Abr-03	A	1.000,00	0,11%
Jul-03	A	1.995,07	0,32%
Oct-03	A	995,04	0,42%
Ene-04	A	2.977,50	0,73%
Abr-04	A	1.979,85	0,94%
Jul-04	A	5.923,88	1,57%
Oct-04	A	984,66	1,67%
Ene-05	A	4.909,87	2,19%
Abr-05	A	10.771,70	3,32%
Jul-05	A	2.929,43	3,63%
Oct-05	A	15.578,69	5,27%
Ene-06	A	6.795,73	5,98%
Abr-06	A	13.550,96	7,41%
Jul-06	A	8.684,92	8,32%
Oct-06	A	14.430,21	9,84%
Ene-07	A	16.302,87	11,56%
Abr-07	A	19.118,53	13,57%
Jul-07	A	18.103,51	15,48%
Oct-07	A	11.395,92	16,68%
Ene-08	A	16.302,87	18,39%
Abr-08	A	9.432,08	19,39%
Jul-08	A	11.278,92	20,57%
Oct-08	A	13.111,90	21,95%
Ene-09	A	11.192,45	23,13%
Abr-09	A	7.423,85	23,91%
Jul-09	A	8.316,71	24,79%
Oct - 09	A	10.093,93	25,85%
Ene - 10	A	6.383,32	26,52%
Abr - 10	A	4.534,47	27,00%
Jul - 10	A	15.316,14	28,61%
Oct - 10	A	17.037,33	30,41%
Ene - 11	A	3.571,13	30,78%

Abr - 11	A	3.556,08	31,16%
Jul - 11	A	7.967,18	31,99%
Oct - 11	A	9.696,72	33,02%
<b>Total</b>		<b>313.643,42</b>	<b>33,02%</b>

## Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja<sup>3</sup>, el saldo insoluto de la serie preferente y el flujo de caja acumulado en cada mes durante el período desde noviembre de 2011 a la fecha de vencimiento del bono. La trayectoria de estas variables supone condiciones ideales, pues se proyecta sin considerar prepagos ni *default*. Se observa que, bajo estas condiciones, el patrimonio sería capaz de cumplir con sus obligaciones correspondientes a la serie preferente.



\* Flujos basados en el desarrollo teórico de los activos y pasivos.

<sup>3</sup> El saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja se presenta con datos reales hasta noviembre de 2011 y con flujos estimados a partir de esa fecha, sin considerar prepagos ni *default*.

*"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 auditoria 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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*