



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

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 3

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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
Bonos securitizados:		
Serie A	AA	Estable
Serie B	C ¹	Estable ²
Serie C	C	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2012	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-4
Inscripción Registro de Valores	N° 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	464.209	669	10,80%	54,46%	807

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles. Si no se descuenta el saldo de las cuentas AFV a diciembre de 2012, este valor asciende a 85,97%.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre de 2012.

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*	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	950.000	510.832	6,0%	Ene-25
B	Subordinada	58.000	103.869	6,0%	Ene-25
C	Subordinada	100.000	179.085	6,0%	Ene-25
Total		1.108.000	793.786		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2012.

¹ Clasificación anterior: B+.

² Tendencia anterior: En Observación.

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, no así para las series subordinadas. 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 B+*” a “*Categoría C*”, obedece a que la presente estructura financiera, en particular las series de bonos subordinadas, se han visto afectadas negativamente por el 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) ha sido inferior a lo que inicialmente **Humphreys** había supuesto, debido fundamentalmente a que la tasa de prepago mantiene una desviación negativa en relación con el modelo evaluativo aplicado por la clasificadora al momento de la conformación del patrimonio separado. Como consecuencia, y de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, al momento del vencimiento de la serie B, el patrimonio separado no contaría con los activos suficientes para cumplir con el total de las obligaciones emanadas de esta serie, incluso suponiendo condiciones de mercado muy favorables para la enajenación de los contratos de *leasing* que a esa fecha aún no se hayan saldado totalmente. Con todo, si bien tanto la serie B como la serie C se clasifican en “*Categoría C*”, cabe precisar que dado el sistema de subordinación de la estructura, la pérdida esperada para la primera es significativamente menor que la pérdida esperada para la segunda serie. De acuerdo con las estimaciones y supuestos utilizados por **Humphreys**, los bonistas de la serie B estarían expuesto a una pérdida esperada de alrededor de 15%, mientras que la exposición de los tenedores de la serie C sería cercana al 100%, ambas en relación con su valor par.

A diciembre de 2012, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados– representaba el 97,06% del monto de los bonos preferentes (94,51% a diciembre de 2011). 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 80,66% (80,34% en diciembre de 2011 y 77,94% a la fecha de emisión). Actualmente, el patrimonio separado cuenta con inmuebles recuperados por un valor de UF 2.979, los que una vez liquidados podrían incidir favorablemente en este indicador.

La cartera crediticia, que a diciembre de 2012 mantenía un *seasoning* de 134 meses, presentaba un nivel de *default*³, medido sobre saldo insoluto original, de 13,74%, coherente con lo inicialmente proyectado por **Humphreys**. A la misma fecha, los activos liquidados representaban el 11,68% 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 27,64%, levemente superior al 27,44%, nivel máximo de estrés supuesto por **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado.

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 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.

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.

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

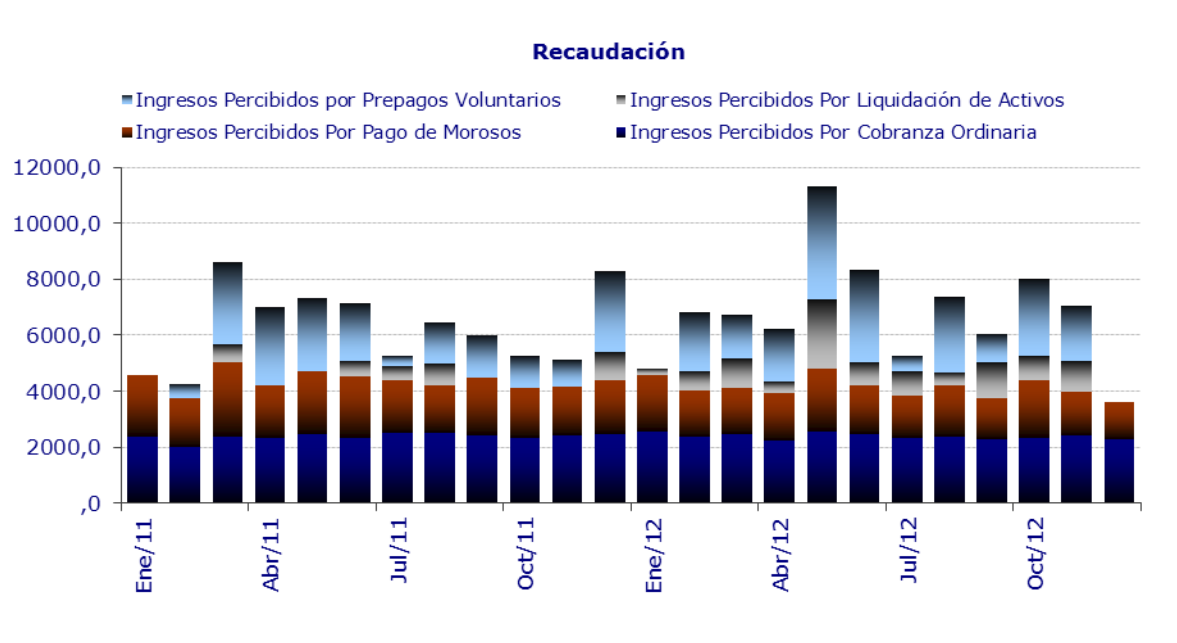
Análisis del patrimonio separado

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre enero de 2011 y diciembre de 2012, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de

³ El *default* contempla la cartera con mora mayor a 90 días más los activos efectivamente liquidados.

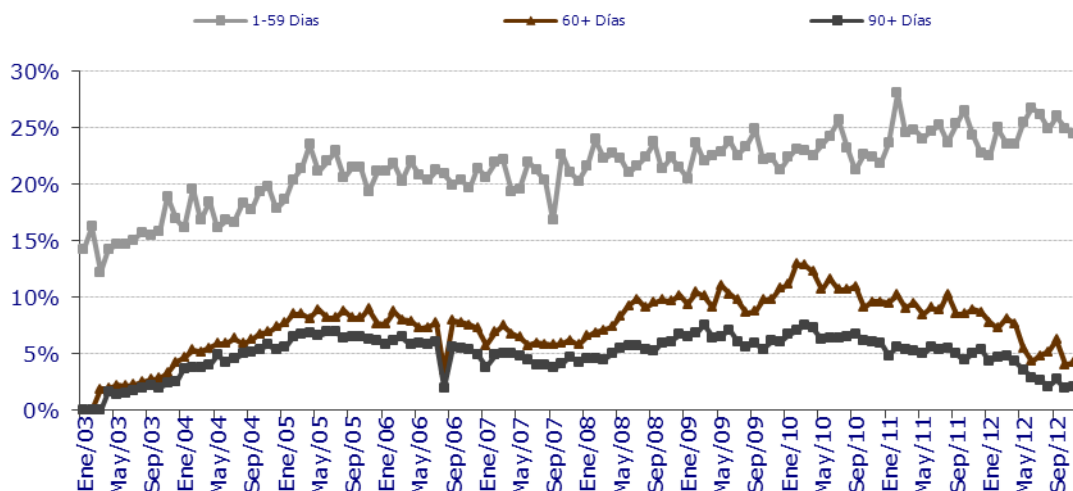
recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- de aproximadamente UF 4.247 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en marzo de 2011 (UF 5.017) y la menor en diciembre de 2012 (UF 3.618). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 2.287 en el mismo período.



Morosidad de la cartera de activos

A diciembre de 2012, la mayor parte de la mora estaba concentrada en activos con una o dos cuotas vencidas, los que representaban el 23,53% del saldo insoluto vigente de la cartera. Entre tanto, la morosidad mayor a 60 días alcanzaba el 5,42% y la por sobre 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, ascendía a 2,86%. Este último tramo se mantuvo relativamente estable hasta 2010, en niveles cercanos al 5%, fecha en que comienza a mostrar una tendencia decreciente.

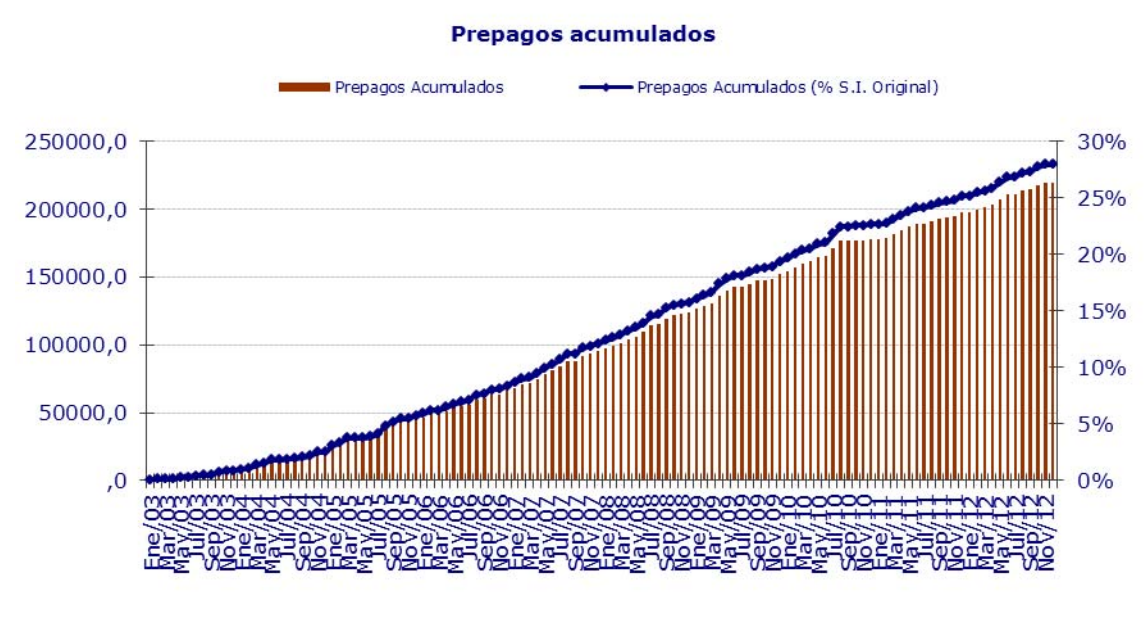
Morosidad en función del S.I.



Prepagos voluntarios

Hasta diciembre de 2012, el patrimonio separado había presentado prepagos por UF 217.159, incluyendo tanto los totales como los parciales, monto equivalentes a un 27,64% del saldo insoluto original de la cartera. Este nivel de prepagos es superior a los niveles medio (20,39%) y máximo (27,44%) de prepagos supuestos por **Humphreys** al inicio de la operación. La tendencia creciente de los prepagos mostró una breve desaceleración en la segunda mitad de 2010; sin embargo, recuperó su ritmo de crecimiento entre 2011 y 2012.

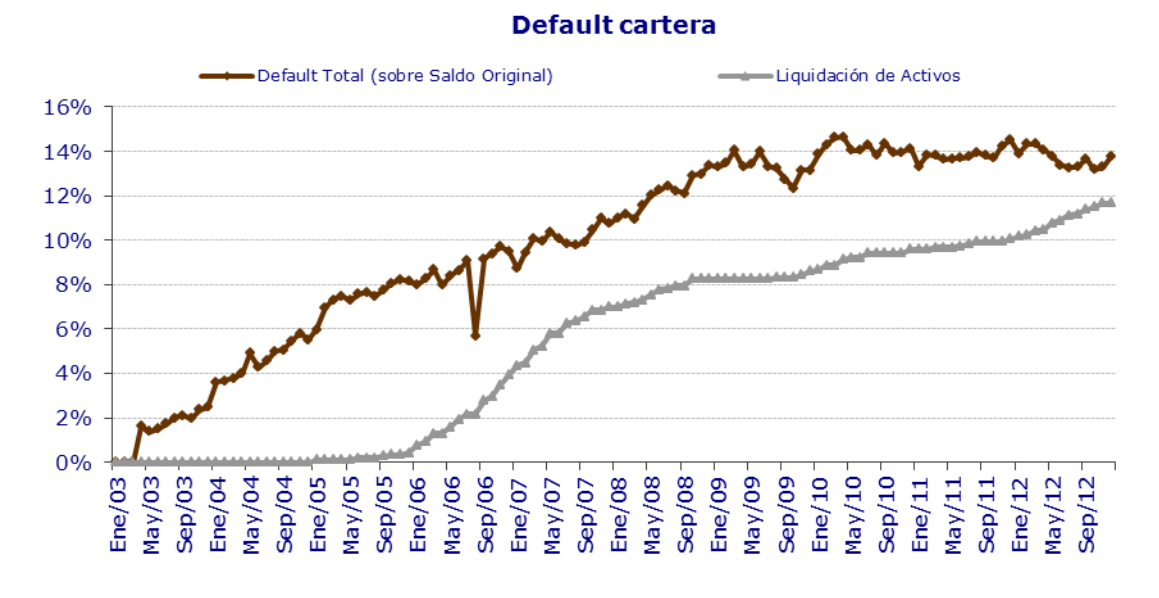
Un elevado nivel de prepagos disminuye significativamente el exceso de *spread* que la estructura financiera es capaz de capturar y, por tanto, deteriora la capacidad de pago del patrimonio separado, afectando fundamentalmente a las series subordinadas.



Default de la cartera

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

El *default* total de la cartera, a diciembre de 2012, representaba un 13,74% del saldo insoluto original, y estaba conformado mayoritariamente por activos efectivamente liquidados. Dada la antigüedad y las características de la operación, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.



Este patrimonio separado tuvo su primera liquidación de activos en enero de 2005 y, a diciembre de 2012, los activos liquidados acumulan un monto equivalente al 11,68% del monto original de la cartera securitizada.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ⁴	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Dic-12	54,46% *	UF 807	10,80%	134 meses
Inicial (Ene-03)	85,43%	UF 836	10,79%	14 meses

*A diciembre de 2012, la relación entre el saldo insoluto actual y valor de garantía del inmueble (LTV) corresponde a un 85,97% si no se descuentan las cuentas de AFV a esa fecha.

⁴ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

Prepago de bonos

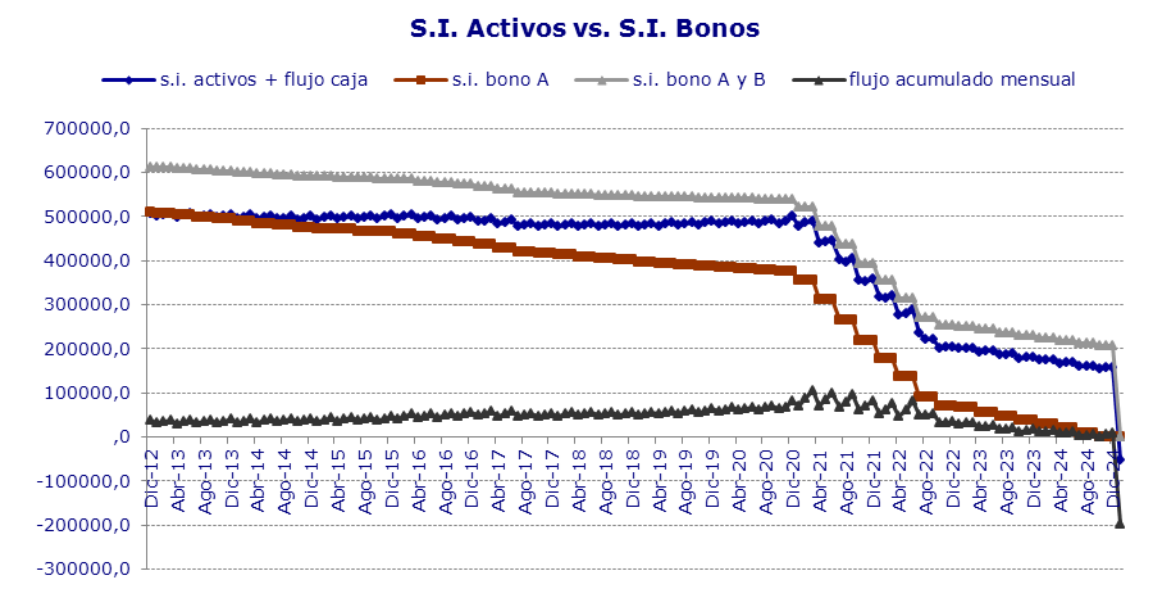
Hasta octubre de 2012 se había rescatado un monto total que asciende a UF 347.592,27, los cuales representan el 36,59% del monto original de la serie preferente. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y por exceso de caja al momento del corte de cupón.

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%
Ene - 12	A	3.510,04	33,38%
Abr - 12	A	9.610,36	34,40%
Jul - 12	A	13.043,24	35,77%
Oct - 12	A	7.785,22	36,59%
Total		347.592,27	36,59%

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 y las series A y B en conjunto, desde diciembre de 2012 hasta el vencimiento de los bonos. 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% y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 3.000 al año. Se evidencia que, producto de la captura del sobrecolateral de la operación, a partir de mediados de 2013 el valor de los activos sería superior al saldo insoluto del bono preferente, sin embargo, debido a la rentabilidad menor a la inicialmente esperada de las cuentas de AFV, se producirán reducidos excedentes de caja para el pago de los cupones de la serie preferente durante los últimos meses de vigencia del patrimonio. Adicionalmente, se constata que el patrimonio separado no tendría los activos suficientes para cubrir con el total de las obligaciones asociadas a la serie B. Con todo, de acuerdo con las estimaciones de **Humphreys**, la pérdida esperada para los tenedores de esta serie – aproximadamente 15%- es significativamente menor a la que enfrentan los tenedores de la serie C.



“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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.”