



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

Analistas

Xavier Bernal N.

Cristóbal Oyarzún M.

Tel. (56-2) 433 5216

[xavier.bernal@humphreys.cl](mailto:xavier.bernal@humphreys.cl)

## Securitizadora Security S.A.

### Cuarto Patrimonio Separado

Febrero 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de Riesgo y Contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Bonos Securitizados:	
Serie A	AA
Serie B	BB+
Serie C	C
Perspectiva Serie A y C	Estable
Perspectiva Serie B	En Observación
Estados Financieros	30 de septiembre de 2009

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	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Administrador Primario	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características 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.

Datos Básicos Bono Securitizado						
Serie	Descripción	Valor Nominal inicial (UF)	Valor Nominal Título (UF)	Valor Par (UF) al 31/11/2009*	Tasa de Interés	Fecha Vencimiento
A	Preferente	950.000	1.000	645.845	6,0%	Enero 2025
B	Subordinada	58.000	200	86.790	6,0%	Enero 2025
C	Subordinada	100.000	200	149.639	6,0%	Enero 2025
		1.108.000				
* Valor Par incluye capital e intereses devengados a la fecha.						

### Resumen Características Cartera Securitizada

Tipo de Activo	Saldo Insoluto (UF)	# Activos	Tasa Promedio	LTV Actual* Promedio	Valor Promedio Garantía
Contratos de Leasing Habitacional	562.837	813	10,81%	85,38	811

\* (Saldo Insoluto Actual – Saldo Vigente en la AFV) / (Valor Promedio de Garantía Inmuebles \* N° de Activos)

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte noviembre de 2009. Promedios ponderados en función del saldo Insoluto Actual de la cartera de activos.

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en la suficiencia de los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado en relación con las obligaciones emanadas de las distintas emisiones de bonos y sus respectivas preferencias. 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 BBB* a *Categoría BB+*, obedece al hecho que el exceso de *spread* capturado por la estructura financiera (diferencial entre tasa de interés del activo y del pasivo) ha sido inferior al supuesto inicialmente por **Humphreys**, ello producto que la combinación real entre la tasa de prepago y la tasa de *default* de los activos se ha desacoplado negativamente en relación con el modelo evaluativo aplicado por la clasificadora al momento de la conformación del patrimonio separado.

La situación antes descrita afecta particularmente al bono serie B -dado su carácter de subordinado respecto a la serie A- lo cual implica que el debilitamiento del sobrecolateral de la operación es absorbido en primera instancia por el bono *junior* en beneficio del bono preferente.

cuenta con inmuebles recuperados por un valor de UF 7.096, los que una vez liquidados implicarían un aumento en el valor del indicador. Si para el cálculo del indicador se incorpora la serie B, el mismo disminuye a 80,69%.

La cartera crediticia –que a noviembre de 2009 mantiene un *seasoning* de 96 meses- presenta un nivel de *default*<sup>1</sup>, medido sobre saldo insoluto original, de 12,62%, el cual es coherente con lo inicialmente proyectado por **Humphreys** (por *default* se entiende contratos liquidados o en cobranza judicial y/o mora superior a tres meses). A la fecha los activos liquidados representan en torno al 7,07% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

En términos de prepagos, la cartera de activos ha presentado un dinamismo superior al inicialmente supuesto por la clasificadora, donde la relación prepagos acumulados sobre saldo insoluto original de la cartera pasó desde 8,08% en noviembre de 2006 a 18,93% a la fecha.

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.

## Perspectiva de Clasificación

En opinión de **Humphreys**, eventuales aumentos en los niveles de *default* y de prepagos 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 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.

---

<sup>1</sup> El *default* contempla toda la mora a más de 90 días más todos los activos efectivamente liquidados.

### Categoría BB

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

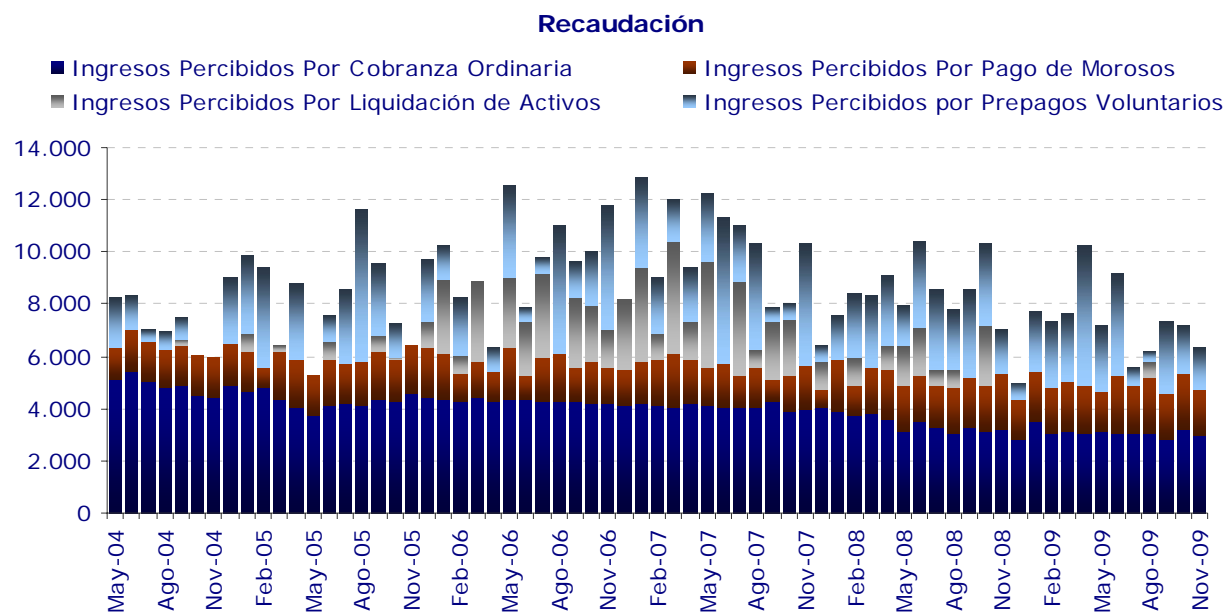
"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría C

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

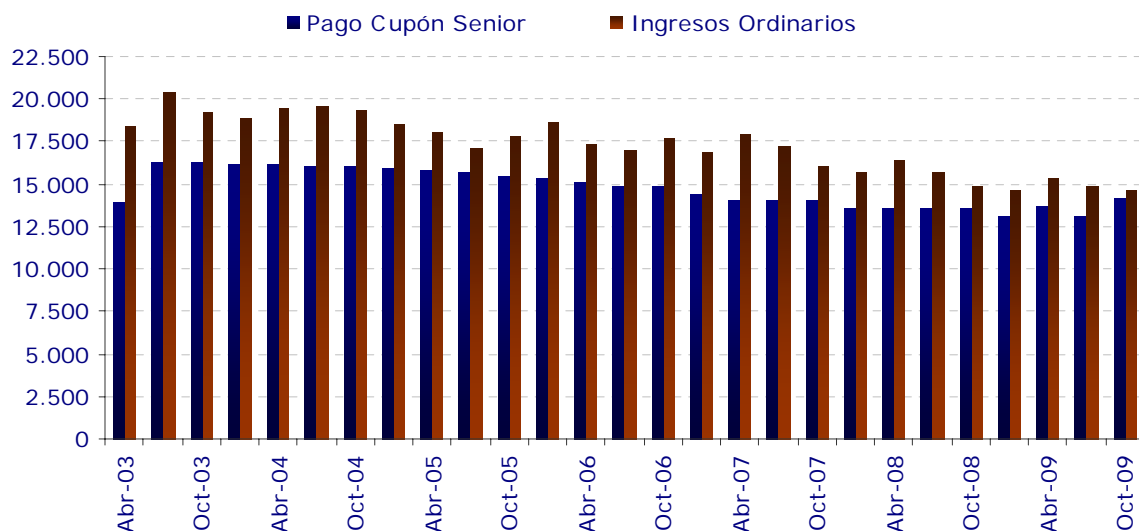
## Recaudación: Cobranza Ordinaria Efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos 12 meses –diciembre de 2008 y noviembre de 2009- el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 7.243,61, registrándose la menor recaudación en diciembre de 2008 (UF 4.950,90) y la mayor en abril de 2009 (UF 10.241,34). El total de recaudaciones del mes incluye tanto las recaudaciones por pagos al día y morosos, los prepagos que se realizaron en dicho mes y los ingresos percibidos por liquidación de activos.



En el siguiente gráfico se muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los pagos efectuados a las series preferentes de los bonos.

### Flujos Ordinarios V/S Pago del Bono

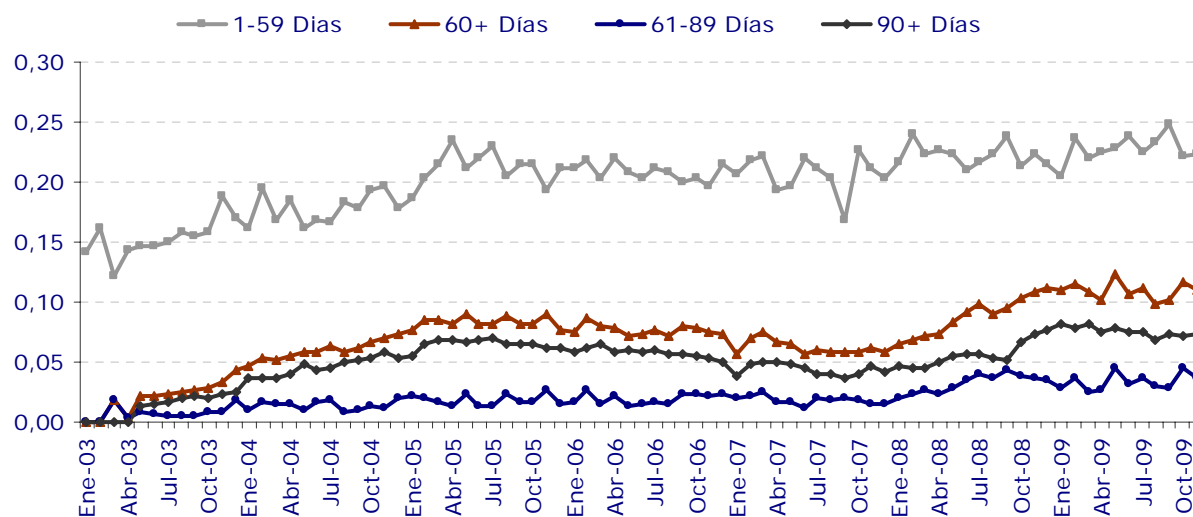


## Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la cartera indica que durante los últimos 12 meses el grueso de la morosidad está dada por clientes que poseen una o dos cuotas atrasadas, que en promedio representan alrededor del 22%. La morosidad

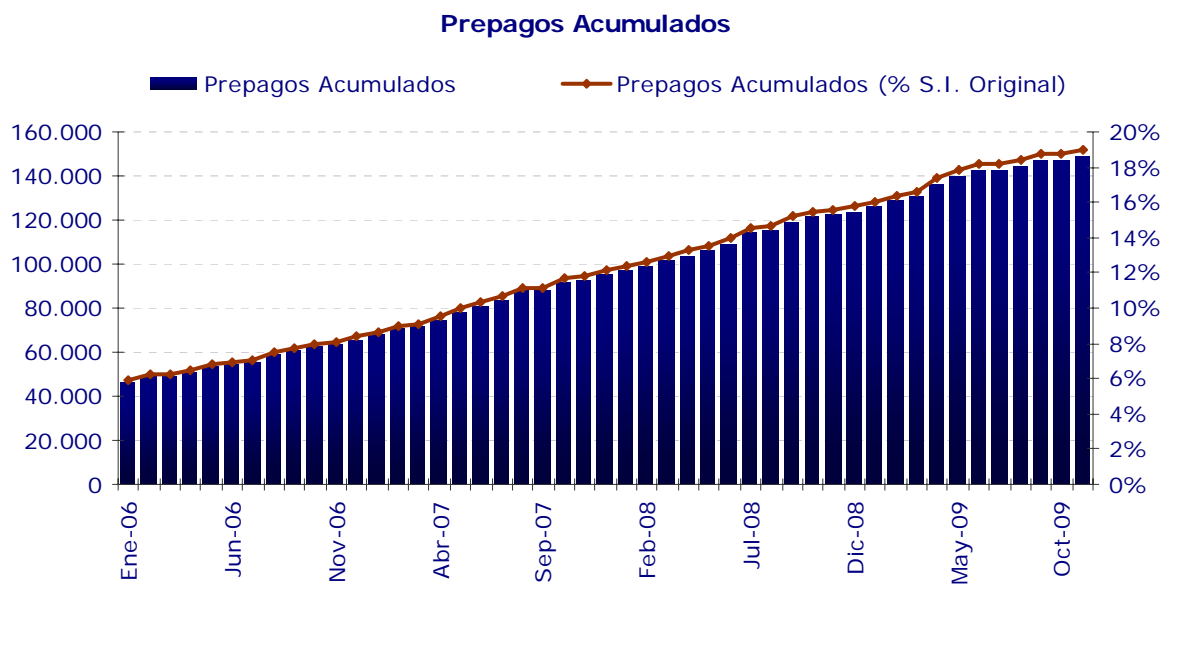
sobre 60 días se encuentra en promedio en un 11% y la morosidad de más de tres cuotas se sitúa aproximadamente en un 8% a noviembre de 2009. Todo ello calculado sobre saldo insoluto vigente.

### Morosidad en Términos de S.I.



## Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de febrero de 2003, los que a noviembre de 2009 acumulan un monto equivalente a UF 148.700, los cuales representan un 18,93% de la cartera original.

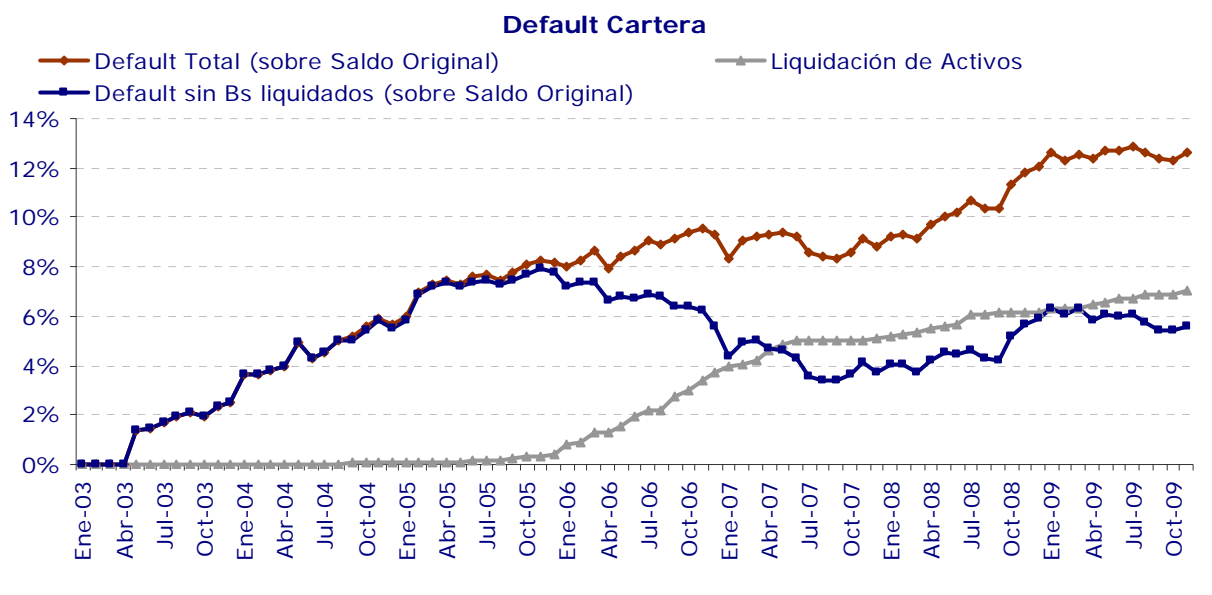


## Default de la cartera

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

El patrimonio separado comienza a registrar *default* en el pago de los activos a partir de marzo de 2003, los que a noviembre de 2009 representan un 12,62% del saldo insoluto original.

En los últimos meses se observa un incremento en el nivel de *default* acumulado. Sin embargo, estos niveles aún se mantienen dentro de los parámetros asumidos por el modelo de evaluación de **Humphreys**.



## Otros antecedentes

### Tasación Original, Tasa de Interés y LTV

Contratos de Leasing Habitacional	LTV	Tasación	Tasa de Interés
Actual	85,38%	811	10,81%
Original	85,43%	836	10,79%

### Prepagos de bonos

Hasta noviembre de 2009 se ha rescatado un monto total que asciende a UF 245.581,06, los cuales representan el 25,85% 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.

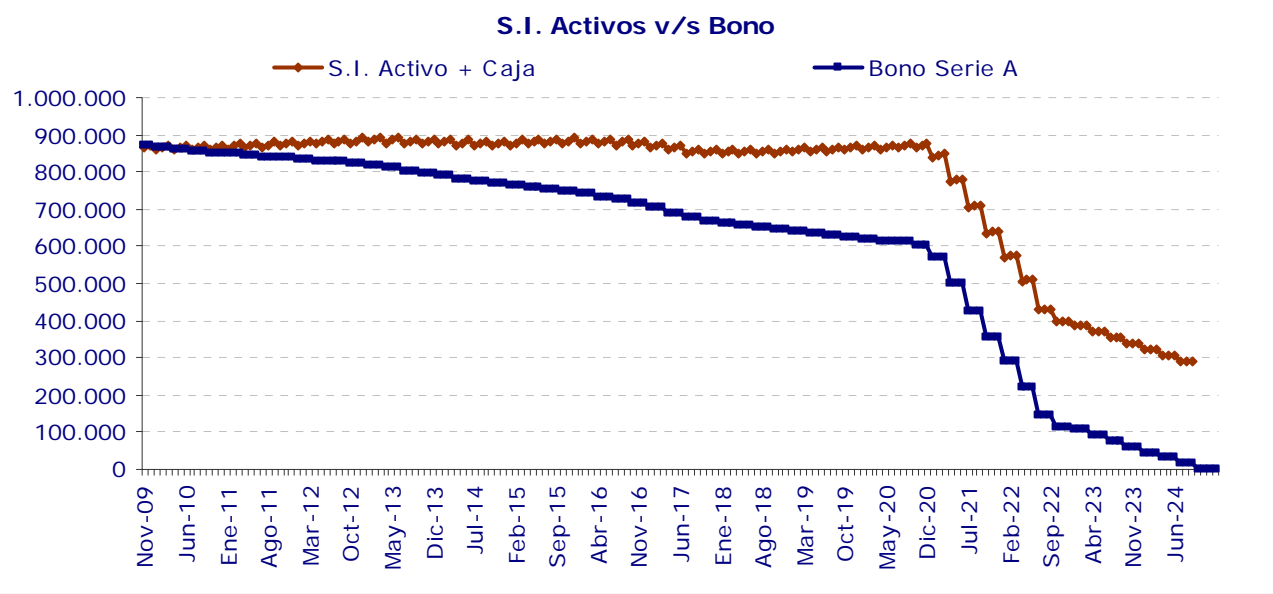


Fecha	Serie	Monto Pago UF	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
Abr-03	A	1.000,00	0,11%
Jul-03	A	1.995,07	0,32%
Oct-03	A	995,04	0,42%
Ene-04	A	2.977,50	0,73%
Abr-04	A	1.979,85	0,94%
Jul-04	A	5.923,88	1,57%
Oct-04	A	984,66	1,67%
Ene-05	A	4.909,87	2,19%
Abr-05	A	10.771,70	3,32%
Jul-05	A	2.929,43	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%
Total		245.581,06	25,85%

## Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja<sup>2</sup> y el saldo insoluto de la serie preferente en cada mes durante el período desde noviembre de 2009 a la fecha de vencimiento del bono.

<sup>2</sup> El saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja se presenta con datos reales a noviembre de 2009 y con flujos estimados a partir de esa fecha, sin considerar prepagos ni default.



Durante este período se ha procedido a capitalizar los intereses correspondientes a los bonos de las series subordinadas (serie B y C) a una tasa del 6,0% anual efectiva.

*“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.”*