



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analistas

Gonzalo Neculmán

Ana María Rosas

Tel. (56-2) 433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

anamaria.rosas@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A.

Décimo Patrimonio Separado

Julio 2011

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
Bonos securitizados:	
Serie A	AAA
Serie B	AA
Serie C	A
Serie D	BBB
Serie E	B
Serie F	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Junio de 2011

Datos básicos de la operación	
Identificación patrimonio separado	Patrimonio Separado BSECS-10
Inscripción registro de valores	N° 510, 16 de Agosto de 2007
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 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
Contratos de leasing habitacional	699.384	1.567	10,36%	63,01%	708
<p>* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles</p> <p>Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a junio de 2011.</p> <p>Promedios ponderados en función del saldo Insoluto Actual de la cartera de activos.</p>					

Características de las series de bonos						
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor nominal título (UF)	Valor par* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	863.000	500	664.499	4,00%	Ene-26
B	Subordinada	141.000	200	108.571	4,00%	Ene-26
C	Subordinada	45.000	200	52.644	4,00%	Ene-26
D	Subordinada	18.000	200	21.057	4,00%	Ene-26
E	Subordinada	46.000	200	53.813	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	200	132.193	4,00%	Ene-26
Total		1.226.000		1.032.777		
* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de junio de 2011						

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 por la emisión de los títulos de deudas, reconociendo los distintos grados de preferencia que presentan las diferentes series de bonos. Los activos -contratos de *leasing* habitacional- han sido originados por **Inmobiliaria Mapsa S.A.**

Los activos que conforman el patrimonio separado, en términos de morosidad y prepago, han presentado un comportamiento dentro de los rangos esperables dada la antigüedad y característica propia de la cartera.

En el cuadro siguiente se muestra la relación entre los activos del patrimonio separado -fondos disponibles¹ más contratos de *leasing* valorizados a saldo insoluto- y el monto adeudado por las emisión de los títulos de deuda. Se presenta información a junio de 2011 y a la fecha de inicio de la operación.

¹ Se considera como fondo disponible, las viviendas recuperadas no vendidas, valorizadas a saldo insoluto y castigadas un 30%.

% de activos y caja sobre monto acumulado de bono		
	Original	Actual
Serie A	100,19%	113,46%
Serie B	86,12%	97,53%
Serie C	82,43%	91,31%
Serie D	81,04%	89,04%
Serie E	77,69%	83,72%
Serie F	70,53%	73,00%

Según se desprende de la información entregada en el cuadro anterior, si bien todas las series han mejorado sus niveles de sobrecolateral respecto con lo observado en origen, para el pago oportuno de los títulos de deuda se requiere -excepto en el caso de la serie A- que la operación sea capaz de capturar el exceso de *spread* que la estructura entrega como sobrecolateral (diferencial entre tasas de interés de activos y pasivos), situación que en definitiva dependerá del nivel de incumplimiento y de prepago de la cartera de activos del patrimonio separado.

Según información a junio de 2011, considerando la antigüedad del patrimonio separado (aproximadamente 4 años), la cartera crediticia que respalda la transacción presenta un nivel de *default*² levemente superior a la media inicialmente proyectada por **Humphreys**, pero aún distante de los niveles máximos aplicados en el estrés. En los hechos, el nivel de *default* de activos alcanza un 13,84% del saldo insoluto de los contratos de *leasing* existentes al inicio del patrimonio separado, donde sólo un 4,61% son viviendas efectivamente liquidadas.

En términos de prepagos, la cartera de contratos de *leasing* ha presentado niveles por debajo de los valores esperados por el modelo dinámico utilizado por **Humphreys**. Los prepagos, medidos como porcentaje del saldo insoluto de los contratos, alcanzan el 3,89%, de acuerdo con información a junio de 2011.

El décimo patrimonio separado de **Securitizadora Security** continúa con una estructura de activos y comportamiento que le permite mantener una buena capacidad de pago, pero aún insuficiente como para ameritar un aumento en la clasificación de riesgo de cada una de las series.

²**Humphreys**, dado su criterio conservador, considera como *default* los activos efectivamente liquidados y aquellos con mora superior a 90 días, aun cuando entiende que un porcentaje de estos últimos mantiene su vigencia en el tiempo.

Perspectivas de la clasificación

Estable

En general, el patrimonio separado ha tenido un comportamiento estable y dentro de los parámetros esperados. Asimismo, el administrador primario ha ejercido adecuadamente las funciones de las cuales es responsable.

Definición categoría de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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 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 A

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

Categoría BBB

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

Categoría B

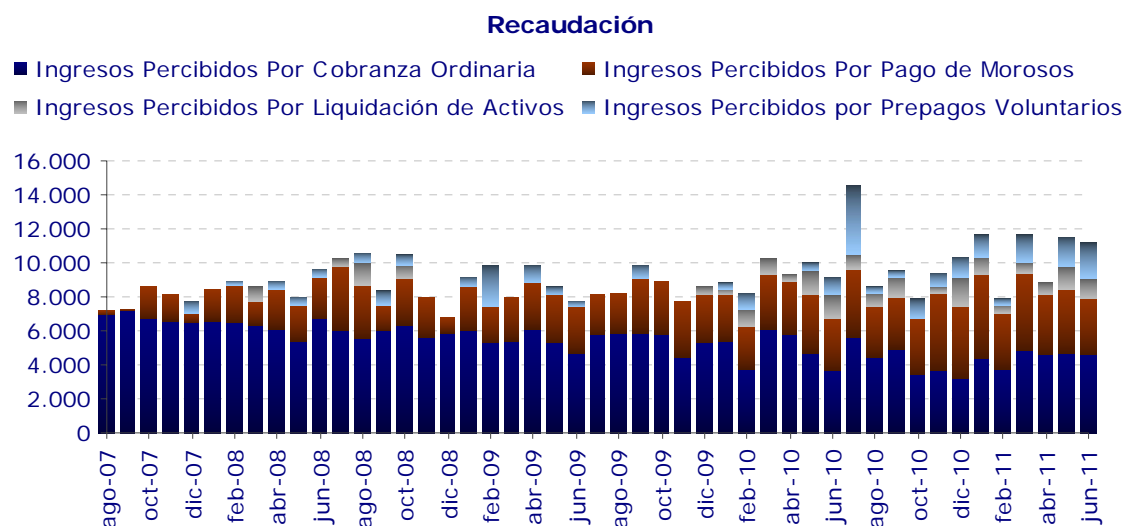
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse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

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

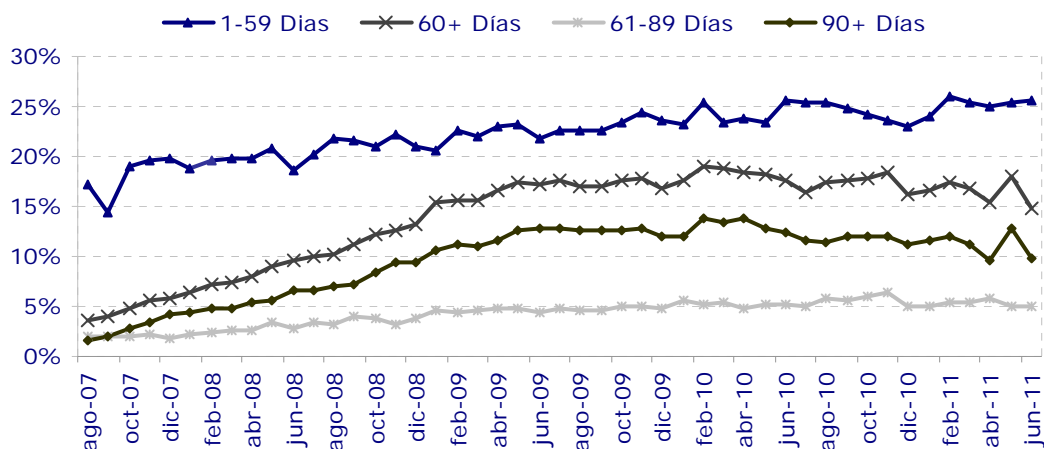
De acuerdo con las cifras de los últimos doce meses -entre julio de 2010 y junio de 2011- el patrimonio separado generó, por concepto de recaudación, ingresos promedio de UF 10.245, registrándose la menor en febrero de 2011 (UF 7.842) y la mayor en julio de 2010 (UF 14.638). Estas variaciones se deben principalmente a que existe un desfase natural en los pagos de algunos meses, acumulándose en un mes lo desfasado del mes anterior o viceversa.



Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la cartera indica que durante los últimos doce meses el grueso de la morosidad corresponde a clientes que muestran una o dos cuotas atrasadas, lo que a junio de 2011 ascendía a 25,51%. La morosidad de más de tres cuotas se sitúa en 9,84% a igual fecha (todo calculado sobre saldo insoluto vigente).

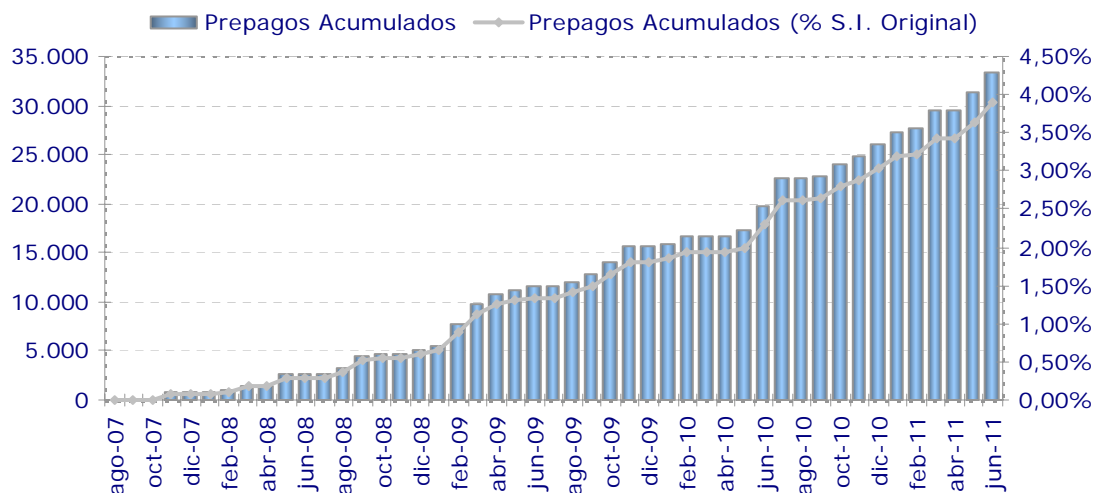
Morosidad sobre S.I.Vigente



Prepagos voluntarios

Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a junio de 2011 acumulaban un monto equivalente a UF 33.435, representando el 3,89% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada al patrimonio separado.

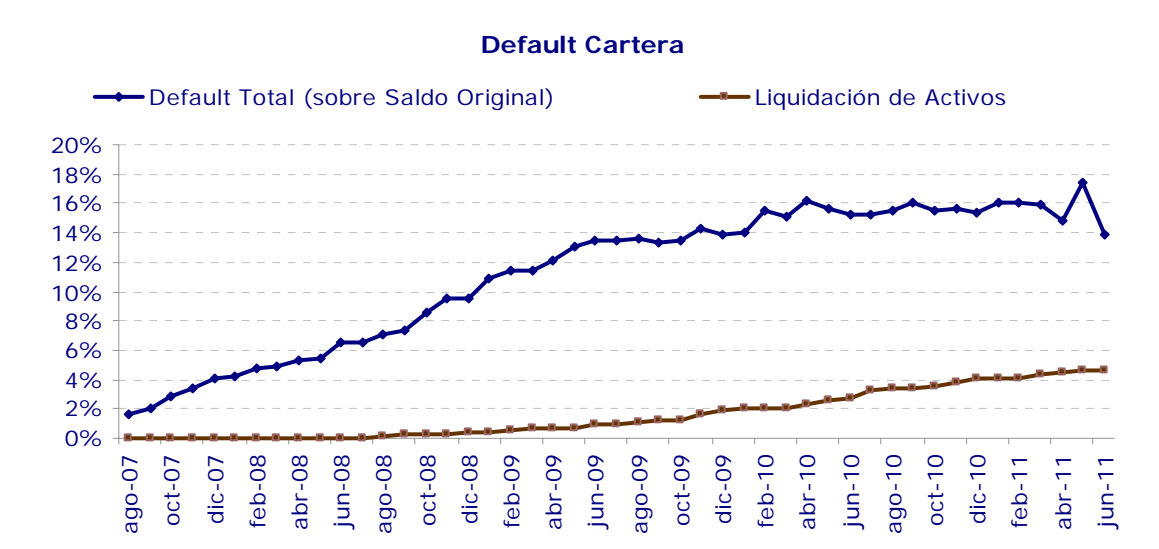
Prepagos Acumulados



El riesgo de pérdida del sobrecolateral ofrecido puede ser atenuado mediante la adquisición de nuevos activos o mediante el prepago de los pasivos. El presente patrimonio, a la fecha, ha optado por esta última opción.

Default de la cartera

En el siguiente gráfico se muestra el *default* de activos de la cartera que respalda el presente patrimonio separado. Para estos efectos se entiende por *default* el total de las operaciones con bienes subyacentes efectivamente liquidados más la cartera con mora superior a 90 días (el *default* total incluye los activos liquidados).



Este patrimonio efectuó su primera liquidación de activos en julio de 2008, alcanzando en junio de 2011 el 4,61% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

Otros antecedentes

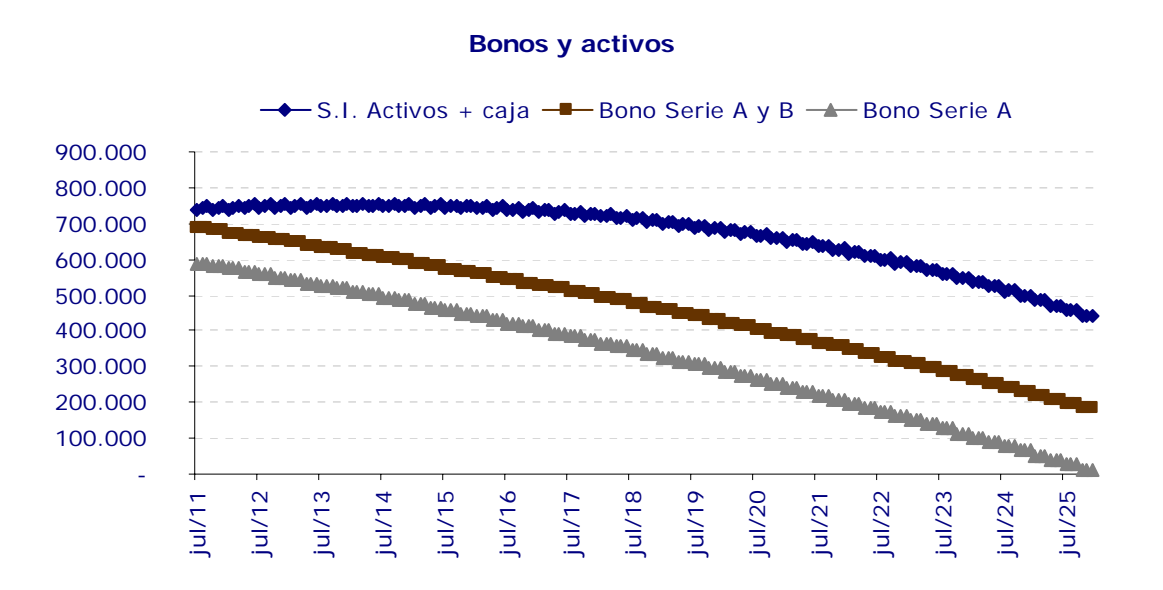
Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ³	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Junio - 11	63,01%	UF 708	10,36%	68 meses
Inicial (Ago-07)	64,75%	UF 775	10,38%	22 meses

Antecedentes de los bonos securitizados

³ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja⁴ y el saldo insoluto de las series A y B (series preferentes) en cada mes durante el período desde marzo de 2009 a la fecha de vencimiento del bono.



"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

⁴ El saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja se presenta con datos reales a marzo de 2009 y con flujos estimados a partir de esa fecha, sin considerar prepagos ni default.

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."