



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe anual

Analista

Xavier Bernal N.

Tel. (56-2) 433 5216

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

## Securitizadora Security S.A.

### Cuarto Patrimonio Separado

Febrero 2011

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
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			
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia	
<b>Bonos securitizados:</b>			
Serie A	AA	Serie A y C	Estable
Serie B	BB-	Serie B	En Observación
Serie C	C	Estados Financieros	Septiembre de 2010

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 uso de 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	523.477	765	10,82%	85,09%	804
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a octubre de 2010. 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	584.806	6,0%	Ene-25
B	Subordinada	58.000	91.552	6,0%	Ene-25
C	Subordinada	100.000	157.848	6,0%	Ene-25
<b>Total</b>		<b>1.108.000</b>	<b>834.205</b>		
* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de octubre de 2010.					

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en que los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado son suficientes para responder a 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 BB+* a *Categoría BB-*, 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, persistiendo de esta manera una combinación real entre la tasa de prepago y la tasa de *default* de los activos, que mantiene 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.

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.

A octubre de 2010 el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles– representan el 92,19% del monto de los bonos preferentes. A la fecha de emisión, enero de 2003, este *ratio* se encontraba alrededor de 82%. Con todo, se debe considerar que a la fecha, el patrimonio separado cuenta con inmuebles recuperados por un valor de UF 4.532, 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 79,71%.

La cartera crediticia –que a octubre de 2010 mantiene un *seasoning* de 107 meses- presenta un nivel de *default*<sup>1</sup>, medido sobre saldo insoluto original, de 13,68%, coherente con lo inicialmente

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

proyectado por **Humphreys**. A la fecha los activos liquidados representan en torno al 8,12% 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, con una relación de prepagos acumulados sobre saldo insoluto original de la cartera alcanzó a la fecha un 22,55%.

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.

## Perspectivas de la 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 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 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.

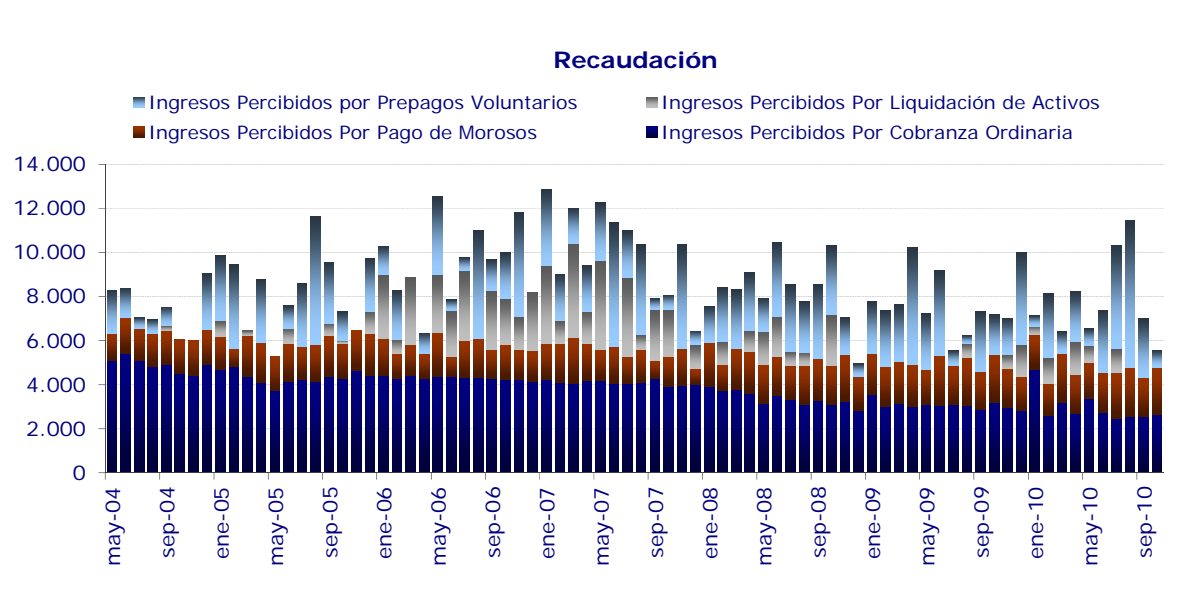
### Categoría C

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.

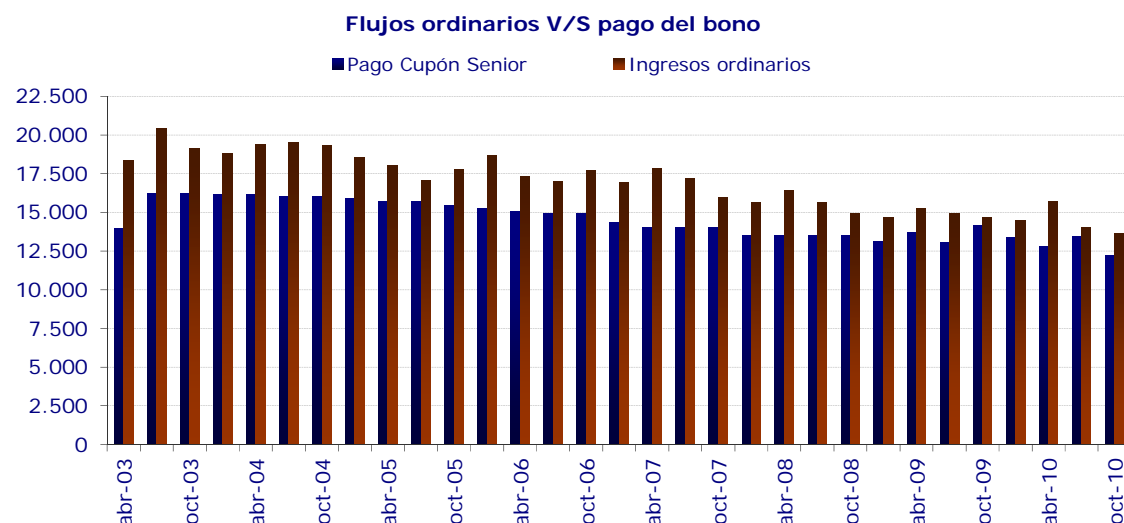
"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes al periodo comprendido entre noviembre de 2009 y octubre de 2010, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación en torno a las UF 7.922 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en agosto de 2010 (UF 11.464) y la menor en octubre de 2010 (UF 5.538). Las variaciones se explican principalmente por ingresos extraordinarios, como la liquidación de activos o los prepagos voluntarios.

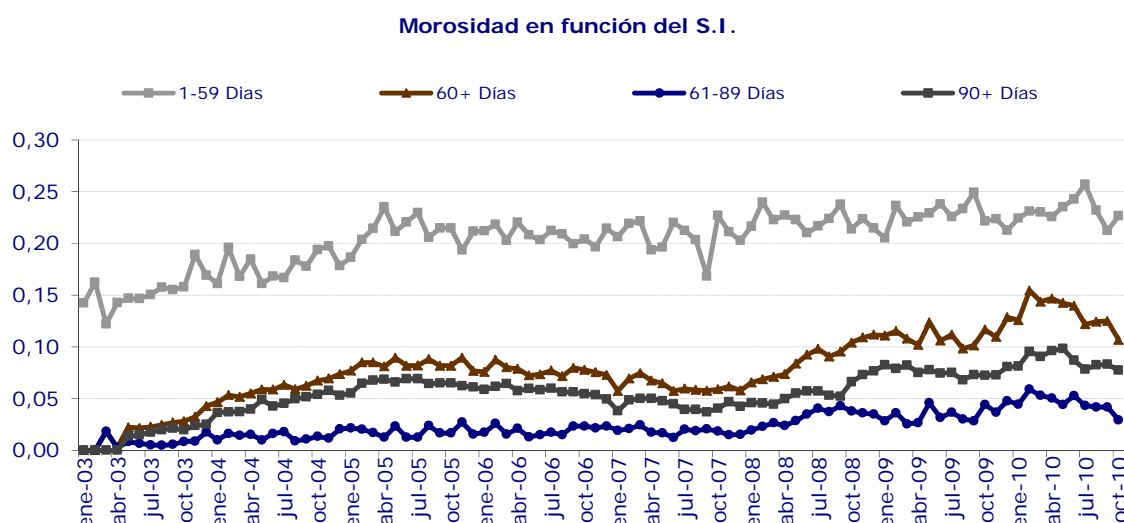


En el siguiente gráfico se muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los pagos efectuados a las series preferentes de los bonos:



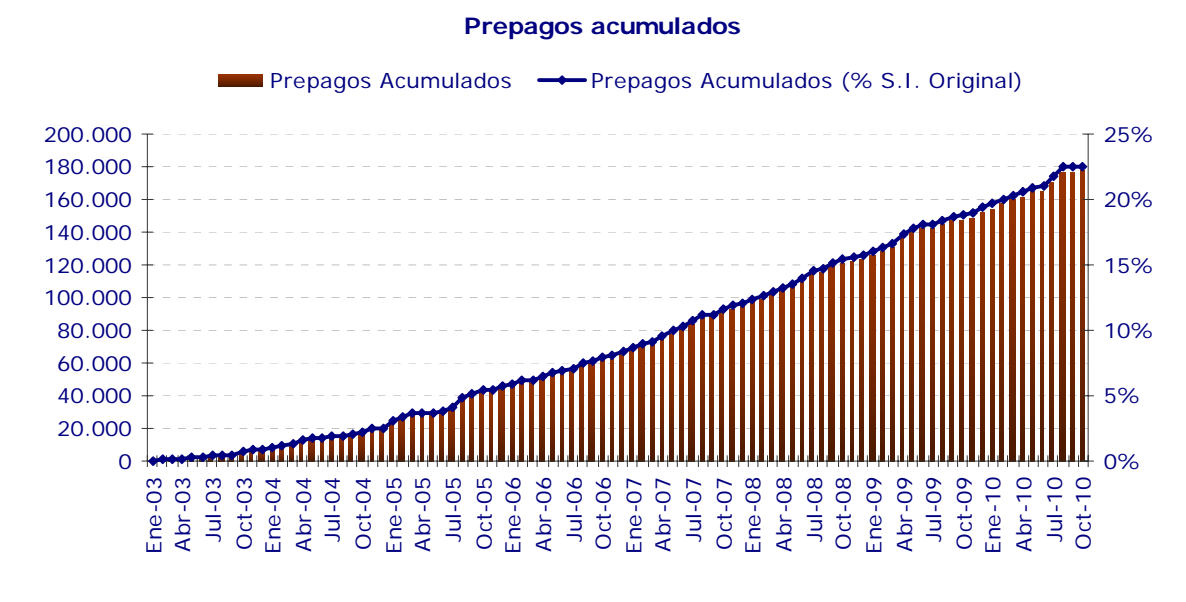
## Morosidad de la cartera de activos

A octubre de 2010 la morosidad entre uno y 59 días representaba el 22,65% del saldo insoluto de la cartera vigente, la morosidad a más de 60 días alcanzaba el 10,67% y la mora mayor a 90 días ascendía a 7,74%. En el siguiente gráfico se observa la estabilidad que este indicador mantuvo durante el período analizado:



## Prepagos voluntarios

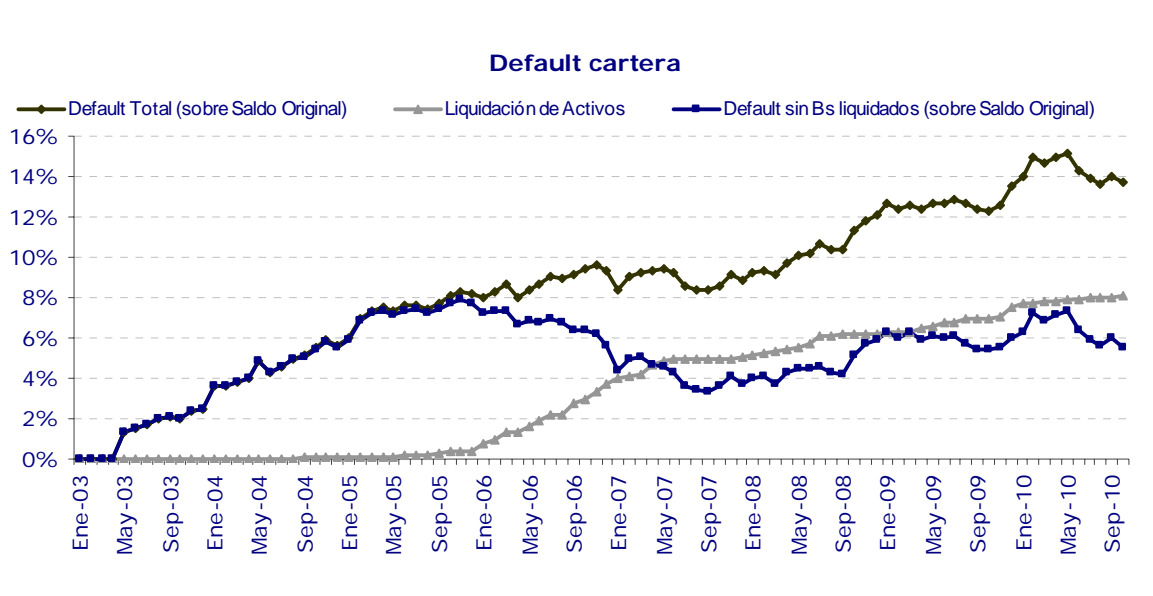
El patrimonio separado ha presentado prepagos por un monto equivalente a UF 177.188, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 22,55% del monto de la cartera inicial.



## Default de la cartera

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

El *default* de la cartera, a octubre de 2010, representaba un 13,68% del saldo insoluto original, conformado mayoritariamente por activos con mora superior a 90 días que no han sido liquidados.



Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en septiembre de 2004, alcanzando a octubre de 2010 el 8,12% de activos liquidados medido sobre saldo insoluto original.

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>2</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Oct - 10	85,09%*	UF 804	10,82%	107 meses
Inicial (Ene-03)	85,43%	UF 836	10,79%	14 meses

\*A octubre de 2010 la relación entre el saldo insoluto actual y valor de garantía del inmueble (LTV) corresponde a un 60,67% si se descuentan las cuentas de AFV a esa fecha.

### Prepago de bonos

Hasta octubre de 2010 se ha rescatado un monto total que asciende a UF 288.852,31, los cuales representan el 30,41% 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.

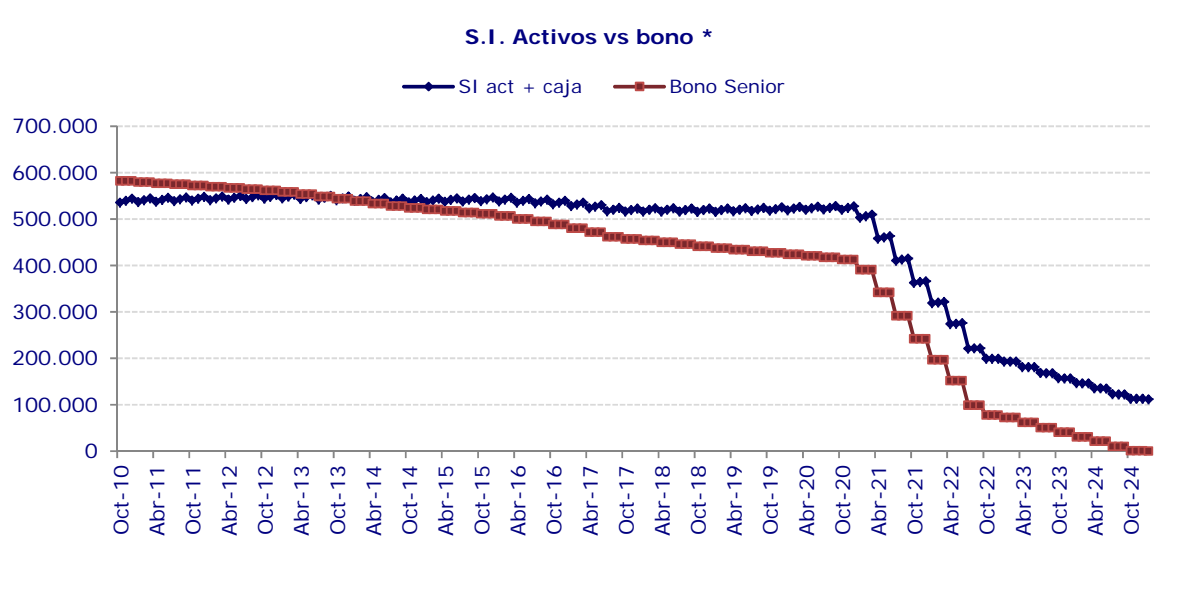
<sup>2</sup> LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.



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%
<b>Total</b>		<b>288.852,31</b>	<b>30,41%</b>

## Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja<sup>3</sup> y el saldo insoluto de la serie preferente en cada mes durante el período desde octubre de 2010 a la fecha de vencimiento del bono:



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

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."*

<sup>3</sup> El saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja se presenta con datos reales hasta octubre de 2010 y con flujos estimados a partir de esa fecha, sin considerar prepagos ni *default*.