



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe anual

Analista

Xaviera Bernal N.

Tel. (56-2) 433 5216

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

## Securitizadora Security S.A.

### Décimo Patrimonio Separado

Julio 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	
Tipo de instrumento	Categoría
<b>Bonos securitizados:</b>	
Serie A	AAA
Serie B	AA
Serie C	A
Serie D	BBB
Serie E	B
Serie F	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2010

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	769.812	1.642	10,36%	65,55%	715
<p>* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles</p> <p>Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2010.</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	732.838	4,00%	Ene-26
B	Subordinada	141.000	200	121.560	4,00%	Ene-26
C	Subordinada	45.000	200	50.454	4,00%	Ene-26
D	Subordinada	18.000	200	20.182	4,00%	Ene-26
E	Subordinada	46.000	200	51.576	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	200	126.696	4,00%	Ene-26
<b>Total</b>		<b>1.226.000</b>		<b>1.957.704</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de mayo de 2010

### Estadísticas de Operación

Cifras en miles de pesos de Marzo 2010	Marzo 2009	Marzo 2010
Intereses por Activo Securitizado	288.466	268.652
Intereses por Inversiones	5.370	734
Reajuste por Activo Securitizado	(558.064)	57.231
<b>Total Ingresos</b>	<b>(264.228)</b>	<b>326.617</b>
Remuneración Adm. de Activos	(25.120)	(24.550)
Remuneración por Representante Tenedores	(786)	(790)
Intereses por Títulos de Deuda	(239.943)	(230.268)
Reajuste por Títulos de Deuda	572.196	(60.860)
Otros Gastos	(4.144)	(14.459)
<b>Total Gastos</b>	<b>269.297</b>	<b>(368.757)</b>
Resultado neto por corrección monetaria	(5.762)	2.671
<b>Resultado del Período</b>	<b>(693)</b>	<b>(39.469)</b>

Otros datos estadísticos		
Cifras en miles de pesos de Marzo 2010	Marzo 2009	Marzo 2010
Activo Securitizado (corto plazo)	1.969.943	1.898.994
Activo Securitizado (largo plazo)	21.559.429	19.927.777
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>24.541.673</b>	<b>23.195.451</b>
Obligaciones por Títulos de Deuda (C.P.)	1.323.320	1.281.902
Obligaciones por Títulos de Deuda (L.P.)	23.330.036	22.167.182
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>24.541.673</b>	<b>23.195.451</b>

\*Los Estados Financieros están presentados según las normas contables exigidas por la Superintendencia de Valores y Seguros; por lo tanto no necesariamente representan el valor de mercado de los contratos de *leasing*.

## 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 la emisión de bonos serie preferente. 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 de la cartera.

En el cuadro siguiente se muestra la relación entre los activos del patrimonio separado -fondos disponibles<sup>1</sup> más contratos de *leasing* valorizados a saldo insoluto- y el monto adeudado por las emisión de los títulos de deuda. Se presenta información a marzo de 2010 y a la fecha de inicio de la operación.

<sup>1</sup> 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%	108,87%
Serie B	86,12%	93,26%
Serie C	82,43%	88,20%
Serie D	81,04%	86,32%
Serie E	77,69%	81,87%
Serie F	70,53%	72,67%

Según se desprende de la información entregada en el cuadro anterior, si bien todas las series han mejorado sus niveles de sobrecolateral respecto a 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 marzo de 2010, considerando la antigüedad del patrimonio separado (aproximadamente 3 años), la cartera crediticia que respalda la transacción presenta un nivel de *default*<sup>2</sup> 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 15,04% del saldo insoluto de los contratos de *leasing* existentes al inicio del patrimonio separado, donde sólo un 4,04% son viviendas efectivamente liquidadas.

En términos de prepagos, la cartera de contratos de *leasing* ha presentado niveles muy 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 1,95%, de acuerdo con información a marzo de 2010.

El décimo patrimonio separado de **Securitizadora Security** continúa con una estructura de activos 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.

<sup>2</sup>**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

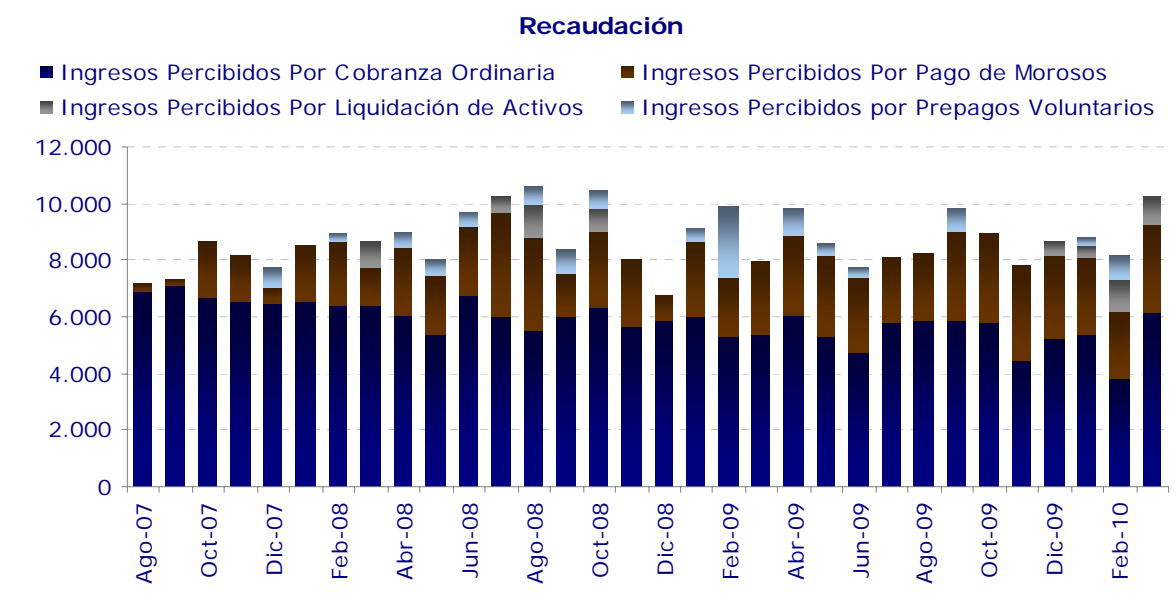
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse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

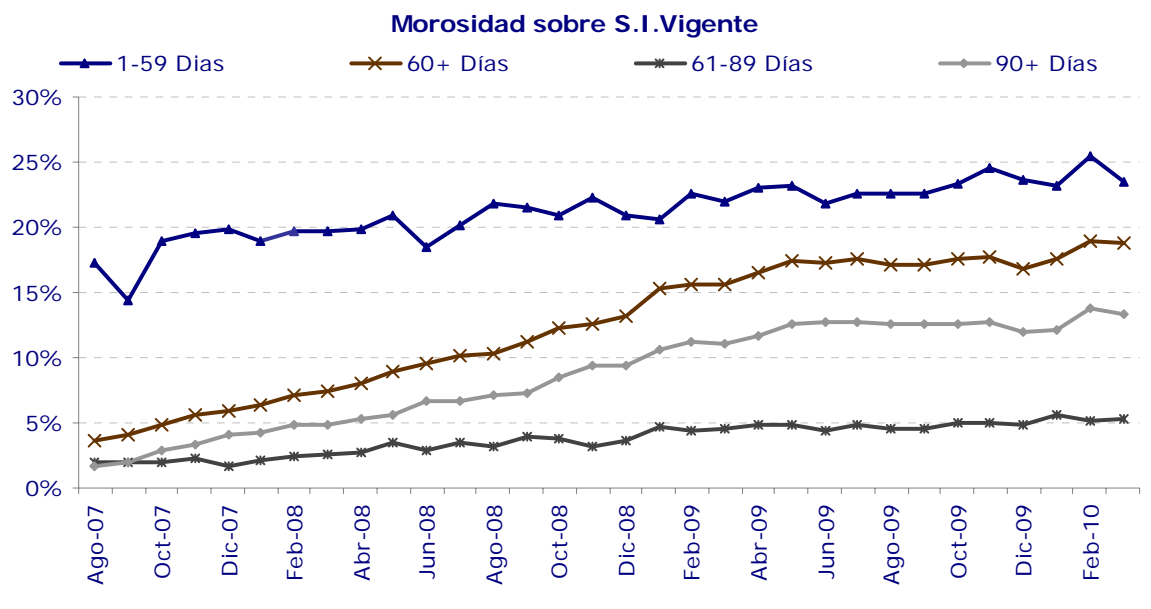
## Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos doce meses -entre abril de 2009 y marzo de 2010- el patrimonio separado generó, por concepto de recaudación, ingresos promedio de UF 8.748, registrándose la menor en junio de 2009 (UF 7.774) y la mayor en marzo de 2010 (UF 10.222). 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.



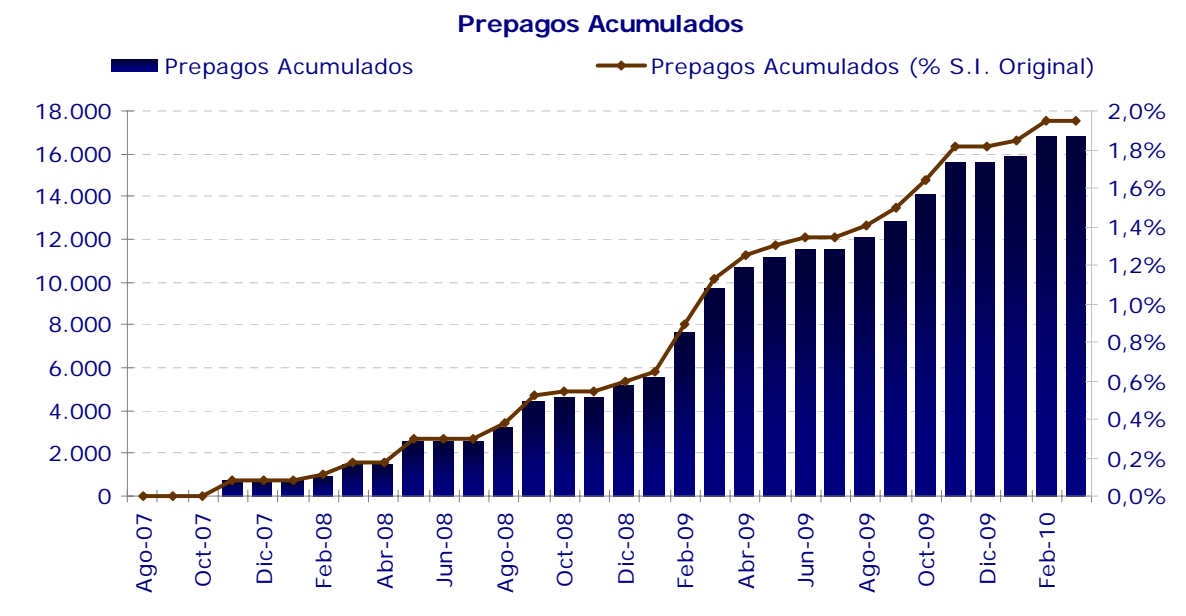
## Morosidad de la cartera de activos

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 marzo de 2010 ascendía a 23,44%. La morosidad de más de tres cuotas se sitúa en 13,40% a igual fecha (todo calculado sobre saldo insoluto vigente).



## Prepagos voluntarios

Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a marzo de 2010 acumulaban un monto equivalente a UF 16.771, representando el 1,95% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada al patrimonio separado.

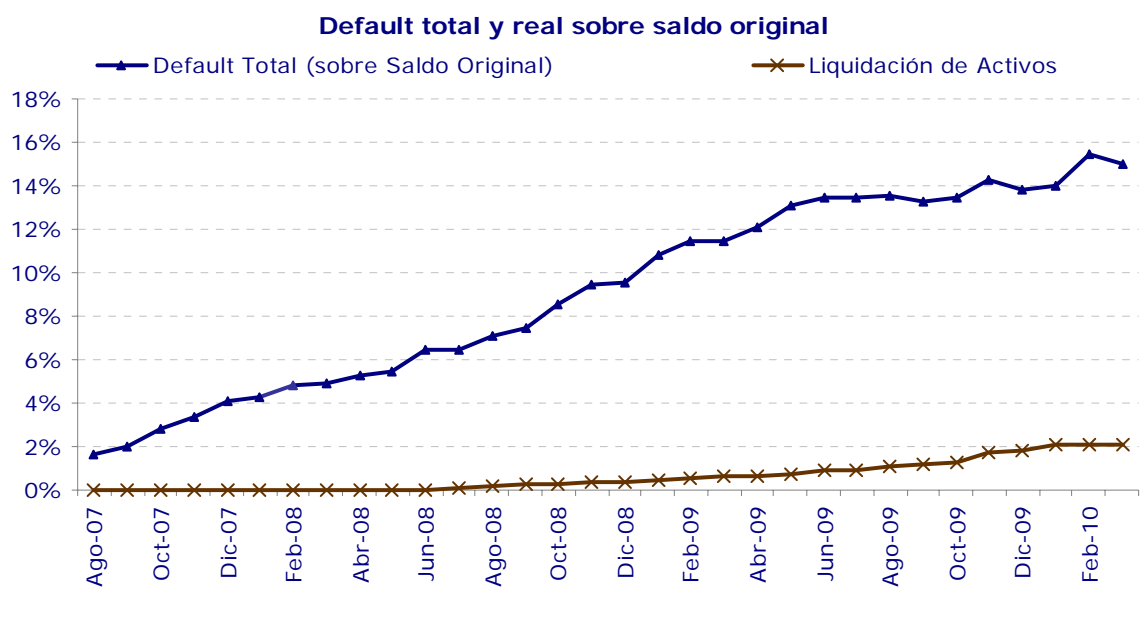




El riesgo de pérdida del sobrecolateral ofrecido puede ser atenuado mediante la adquisición de nuevos activos o mediante el prepago de los pasivos. El presente patrimonio, a la fecha, ha optado por esta última opción.

## 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 marzo de 2010 el 2,09% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

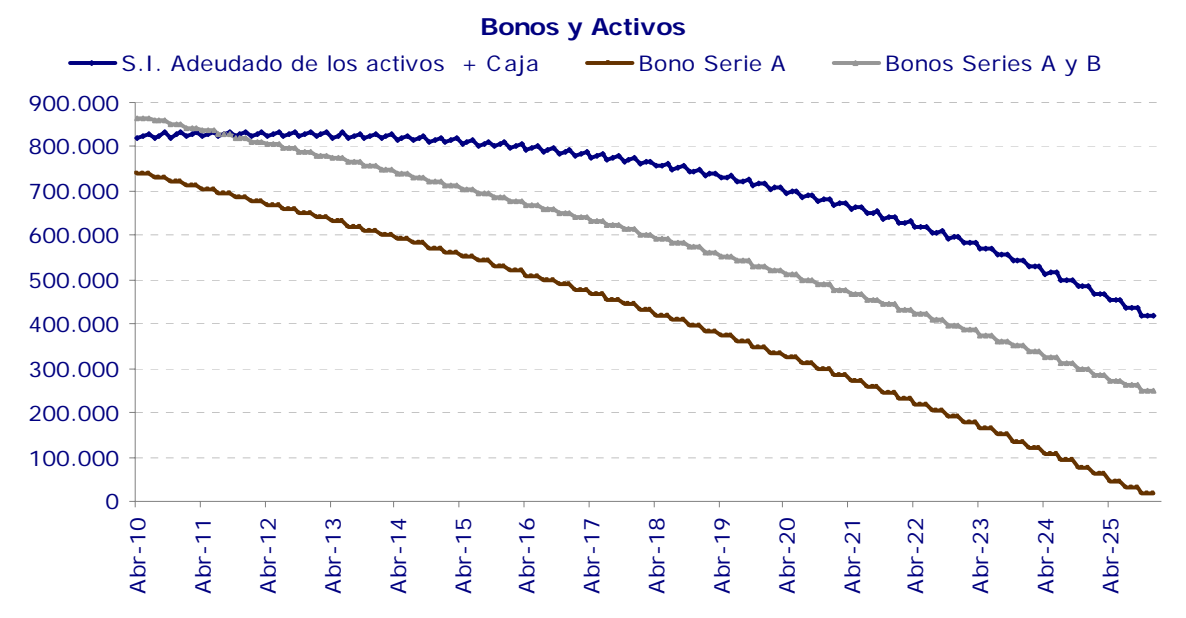
## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>3</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Marzo - 10	65,55%	UF 715	10,36%	53 meses
Inicial (Ago-07)	64,75%	UF 775	10,38%	22 meses

### Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja<sup>4</sup> 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.



<sup>3</sup> LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación

<sup>4</sup> 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.

*“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 aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”*