



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

Analista
Antonio Velásquez Herrera
antonio.velasquez@humphreys.cl
Tel. (56-2) 433 5200

Securitizadora Security S.A. Decimotercer Patrimonio Separado

F e b r e r o 2 0 1 3

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
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	AAA	Estable
Serie B	AA+ ¹	Estable ²
Serie C	A	Estable
Serie D	BBB	Estable
Serie E	B+	Estable
Serie F	C	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2012	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-13
Inscripción Registro de Valores	N° 582, 27 de Abril de 2009
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 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 compraventa.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	620.750	1.353	9,25%	61,84%	742
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles 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* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	750.000	594.762	4,5%	Oct-27
B	Subordinada	45.000	36.184	4,5%	Oct-27
C	Subordinada	19.000	22.410	4,5%	Oct-27
D	Subordinada	9.000	10.615	4,5%	Oct-27
E	Subordinada	24.600	29.015	4,5%	Oct-27
F	Subordinada	112.400	132.572	4,5%	Oct-27
Total		960.000	825.558		

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

¹ Clasificación anterior: AA.

² Tendencia anterior: Favorable.

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, aunque con diferentes grados de holgura, para responder a las obligaciones emanadas de las distintas emisiones de bonos y sus respectivas preferencias, con excepción de la Serie F. 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 y, para el caso de las series A y B, por el hecho de que el valor de los activos supera el saldo insoluto de la deuda.

La clasificación de la serie B se modifica de “Categoría AA” a “Categoría AA+”, debido al aumento sostenido en su nivel de sobrecolateralización, como consecuencia del comportamiento de los activos que respaldan el patrimonio separado, los cuales, en la práctica, han mantenido un nivel de prepagos inferior al inicialmente proyectado por **Humphreys**. El mayor sobrecolateral de la operación, dado el sistema de subordinación para los distintos títulos de bonos, favorece especialmente a los tenedores de esta serie.

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 110,79% del monto del bono preferente serie A (106,75% a diciembre de 2011), y un 104,44% del saldo insoluto combinado de las series A y B (100,70% a diciembre de 2011). A la fecha de emisión esta cifra se encontraba en un 99,83% para la serie A, y un 94,18% para las series A y B.

La cartera crediticia -que a diciembre de 2012 mantenía un seasoning de 65 meses- presentaba un nivel de *default*, medido sobre el saldo insoluto original, de 6,89%, 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 misma fecha, los activos liquidados representaban en torno al 4,61% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado. En términos de prepagos, la cartera de activos ha presentado niveles bajos para su *seasoning*, acumulando, al cierre de 2012, un monto equivalente a 2,71% del saldo traspasado inicialmente al patrimonio. Con todo, dado el *seasoning* del patrimonio separado, no se puede asegurar que en el futuro se mantenga la tendencia mostrada hasta la fecha.

Finalmente, la serie F, subordinada, se clasifica en “Categoría C”, ya que absorbe prioritariamente las pérdidas asociadas a los activos, reforzando la clasificación de las series con mayores niveles de preferencia, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

Definición categorías 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 ésta 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

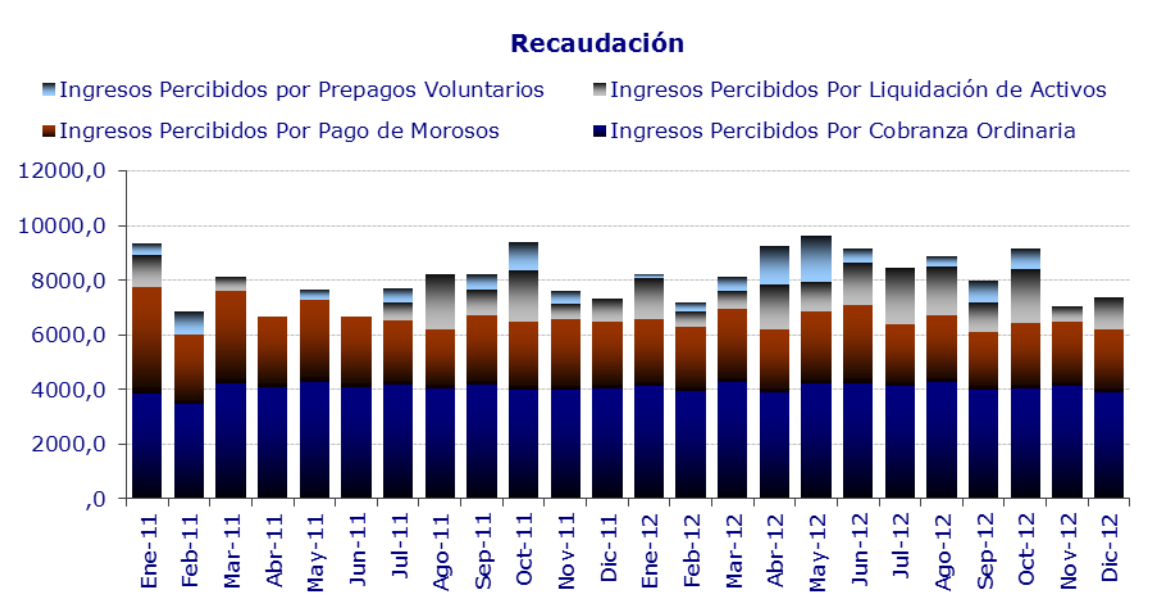
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

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

Análisis del patrimonio separado

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

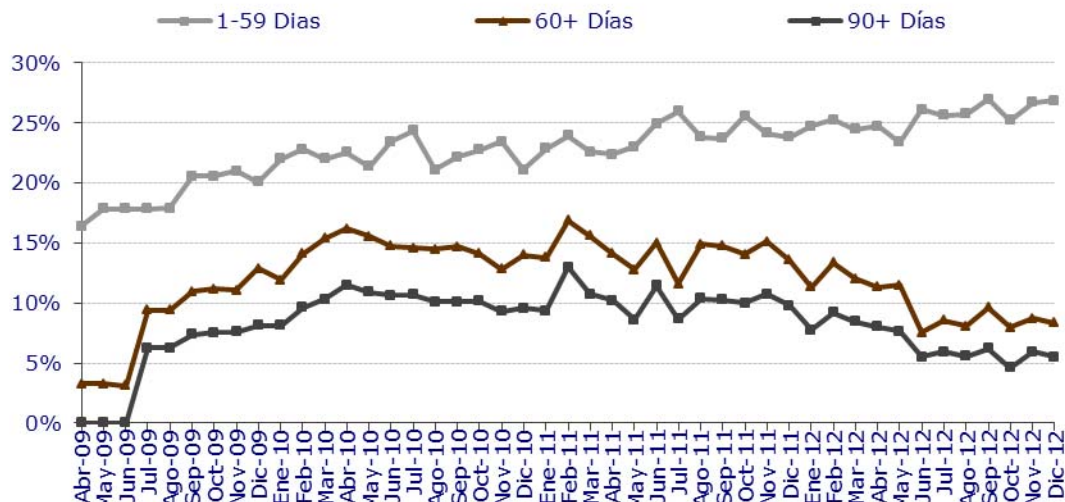
De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, entre enero de 2011 y diciembre de 2012, el patrimonio separado generó ingresos promedio mensuales por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a UF 6.630, registrándose el menor en febrero de 2011 (UF 6.026) y el mayor en enero de 2011 (UF 7.745). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.463.



Morosidad de la cartera de activos

Si bien la mora menor a 60 días muestra una tendencia levemente creciente, la mora mayor a 60 días y 90 días, esta última considerada como dura por **Humphreys**, exhiben una caída en relación a los niveles existentes al cierre de 2011 (en parte explicada por las liquidaciones de activos). Según datos a diciembre de 2012, el grueso de la morosidad corresponde a clientes que registran una o dos cuotas atrasadas, representando el 26,82% del saldo insoluto vigente de los activos. A la misma fecha, la morosidad sobre 60 días se encontraba en un 8,33% y la mayor a tres cuotas se situaba en 5,49%. En el siguiente gráfico se observa el comportamiento de estos indicadores desde el inicio del patrimonio separado hasta la fecha.

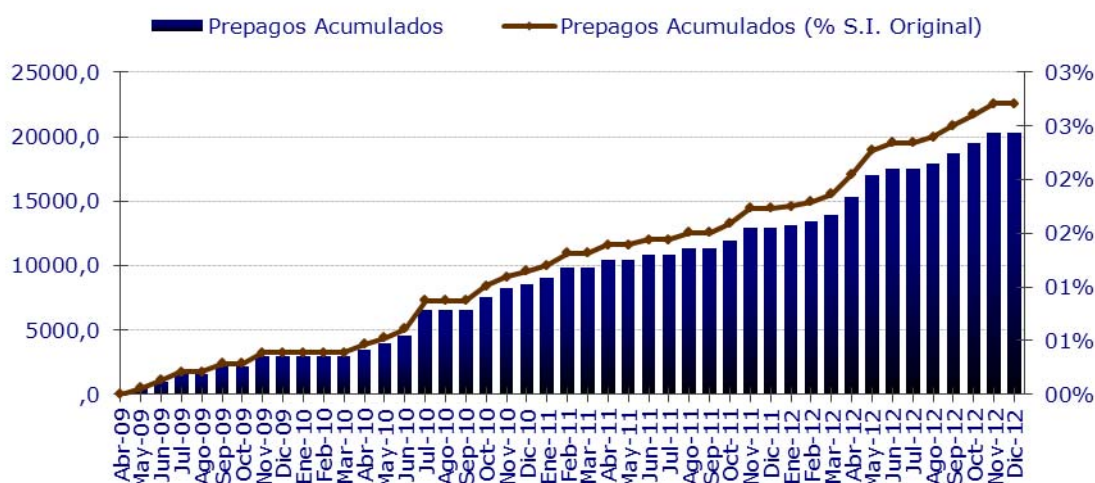
Morosidad Cartera sobre S.I.



Prepagos voluntarios

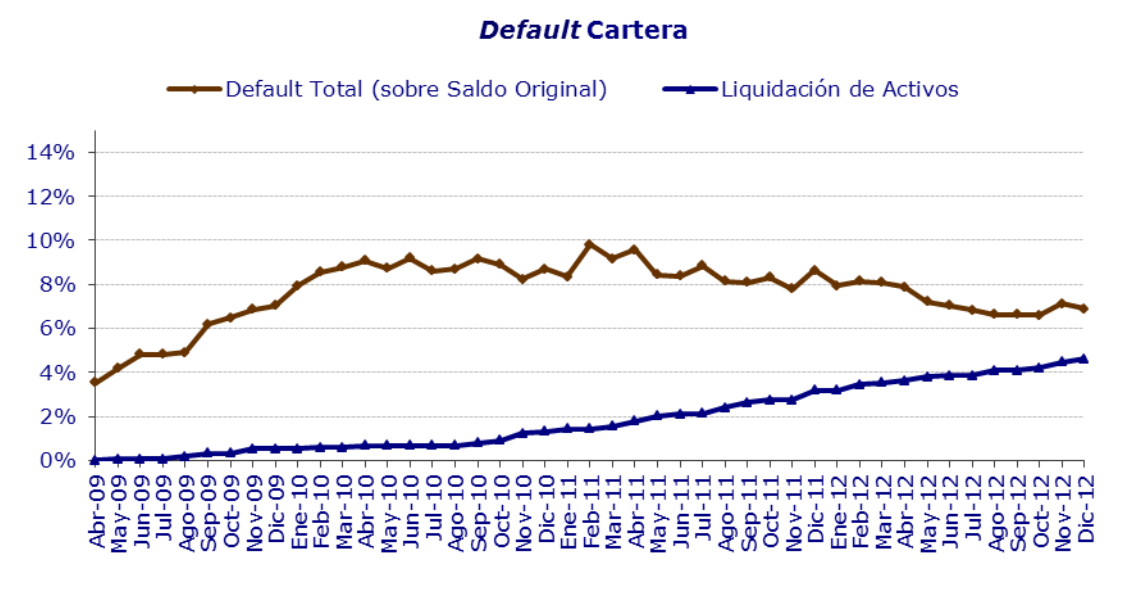
Este patrimonio registra prepagos de activos a partir de mayo de 2009, los que a diciembre de 2012 acumulaban UF 20.261, considerando tanto los prepagos parciales como aquellos totales, monto equivalente a 2,71% del saldo insoluto original de la cartera. Este porcentaje se encuentra bajo los parámetros medios supuestos por **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado y es inferior al promedio de otras carteras de *leasing* al mismo *seasoning*.

Prepago Acumulado



Default de la cartera

Humphreys, dado su criterio conservador, considera como *default*, además de los activos efectivamente liquidados, aquellos con una morosidad mayor a 90 días, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. A la fecha de clasificación, el *default* total de la cartera llegaba a un 6,89% del saldo insoluto original de los activos traspasados al patrimonio separado. Este indicador muestra una tendencia decreciente durante los primeros nueve meses de 2012, sin embargo, dado el *seasoning* de la cartera de activos, 65 meses, aún podría presentar cambios significativos a futuro.



Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2009, alcanzando a diciembre de 2012 el 4,61% de activos liquidados medido sobre saldo insoluto original de la cartera securitizada.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

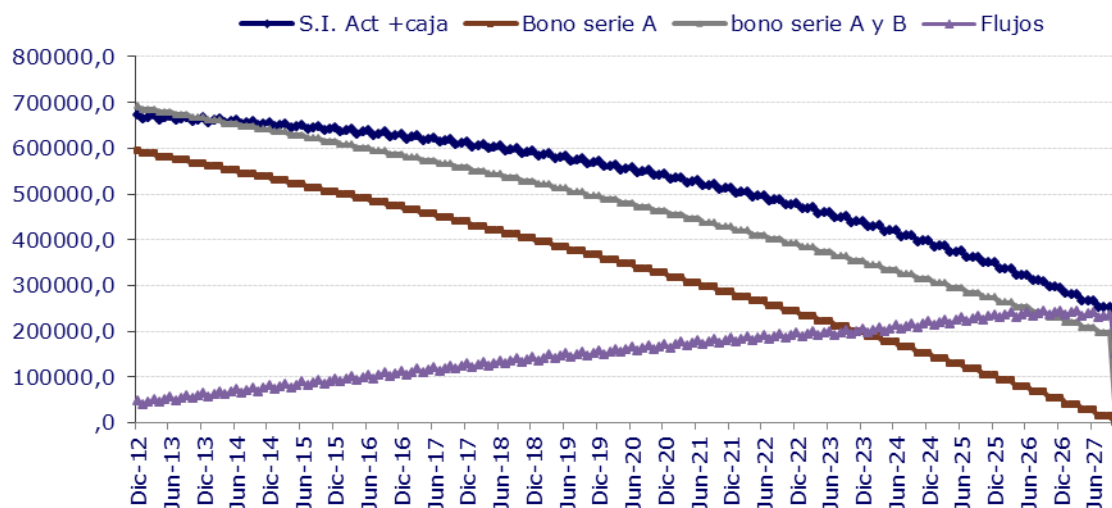
Fecha	LTV ³	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Dic - 12	61,84%	UF 742	9,25%	65 meses
Inicial (Abr-09)	68,99%	UF 741	9,25%	22 meses

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja y los activos recuperados en *stock*; así como el saldo insoluto de las series 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 que acumularía el patrimonio separado en el mismo lapso. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin considerar prepagos ni *default*, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 4.000 al año (en la práctica este monto ha sido menor). Se evidencia que los altos niveles de sobrecolateralización de la serie preferente y de la serie B persistirán durante todo su período de vigencia. Asimismo, se constata que el patrimonio generaría los flujos suficientes para cubrir sus obligaciones emanadas de las series preferentes y, con diferentes grados de holgura, de las series subordinadas B, C, D y E.

³ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

S.I. activos vs 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 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."