



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

Analistas
Carolina García V.
Gonzalo Neculmán G.
Tel. (56-2) 2433 5200
ratings@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A.

Décimo Patrimonio Separado

Julio 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie A	AAA
Serie B	AAA ¹
Serie C	A+ ²
Serie D	BBB
Serie E	B
Serie F	C
Tendencia series A, B, E y F	Estable
Tendencia series C y D	Favorable ³
Estados Financieros	Marzo de 2013

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 ejercicio 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	608.315	1463	10,34%	58,57%	710

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2013.

Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.

¹ Clasificación anterior: AA.

² Clasificación anterior: A.

³ Tendencia anterior: Estable.

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	524.265	4,00%	Ene-26
B	Subordinada	141.000	200	85.987	4,00%	Ene-26
C	Subordinada	45.000	200	56.383	4,00%	Ene-26
D	Subordinada	18.000	200	22.553	4,00%	Ene-26
E	Subordinada	46.000	200	57.636	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	200	141.584	4,00%	Ene-26
Total		1.226.000		888.409		
* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2013						

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

El cambio de clasificación para la serie B, desde *Categoría AA a Categoría AAA*, y para la serie C, desde *Categoría A a Categoría A+*, obedece al fuerte fortalecimiento del patrimonio separado producto que el *default* y prepago que hasta la fecha ha exhibido la cartera de respaldo, ha sido inferior al que se había supuesto inicialmente. En particular se destaca la fuerte desviación entre el *default* real de los activos y el presupuestado, lo cual ha permitido que la transacción, además de mantener un exceso de *spread* superior al previsto, haya tenido pérdidas de capital menores a las esperadas. Es más, el indicador de *default* (activos castigados y con mora superior a 90 días) ha presentado mejorías en relación con el año anterior y, dada la antigüedad de los activos, se estima muy poco probable que tenga variaciones significativas. Todo ello, en el caso de la serie B, se ha llegado a la casi inexistencia de riesgo por prepago de activos. Las desviaciones positivas entre lo real y lo presupuestado explican, también, la tendencia "Favorable" para la clasificación de las series C y D.

A marzo de 2013, el valor de los activos del patrimonio separado -saldo insoluto de los contratos de *leasing*, más los fondos disponibles y los bienes recuperados- representaba alrededor del

106% del monto adeudado a los tenedores del bono serie A y B (100% hace un año y 86% al inicio de la operación). Este porcentaje se reduce al 97,6% si se adicionan las obligaciones originadas por las serie C (93% hace un año y al 82% al comienzo del patrimonio)

Según datos al 31 de marzo de 2013, el patrimonio separado tenía disponible UF 37.669, activos de respaldo por UF 608.315 y activos recuperados por UF 11.212⁴. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha ascendía a UF 524.265 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 364.144.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a marzo de 2013 tenía un *seasoning* de 88 meses, ha presentado, dada su antigüedad y características, un comportamiento dentro de los rangos inferiores esperados por el modelo dinámico de **Humphreys**, ello en términos de morosidad, prepagos y *default*.

Según información a marzo de 2013, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 10,9% del saldo insoluto original de los activos, valor que está por debajo de los niveles medio y máximo proyectados por **Humphreys** al inicio de la operación. Los contratos efectivamente liquidados alcanzaron, a la misma fecha, el 7,5% del saldo insoluto inicial de los activos.

Por su parte, los prepagos acumulados, medidos como porcentaje del saldo insoluto original de los contratos, alcanzaban aproximadamente al 5,9%, de acuerdo con información a marzo de 2013.

Perspectiva 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.

⁴ Saldo insoluto de los activos recuperados a marzo de 2013.

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 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.

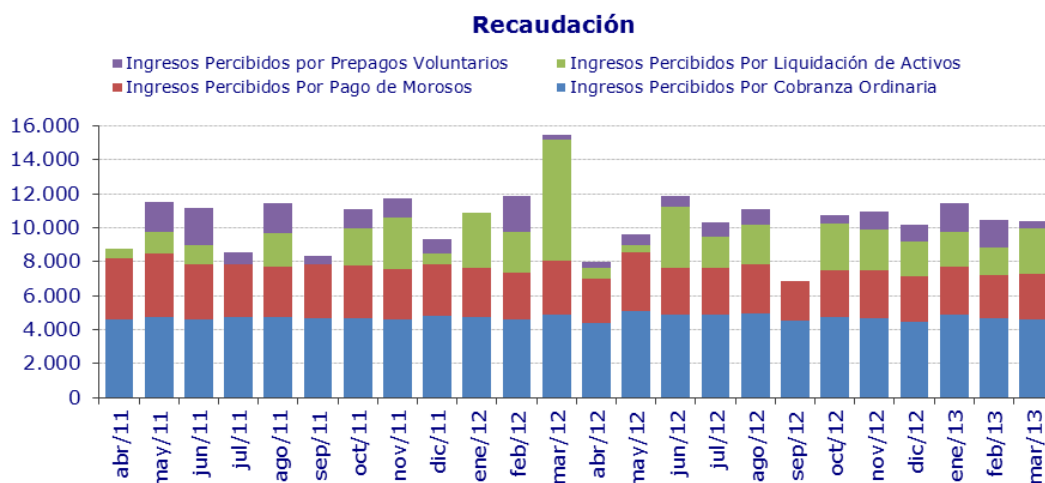
"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

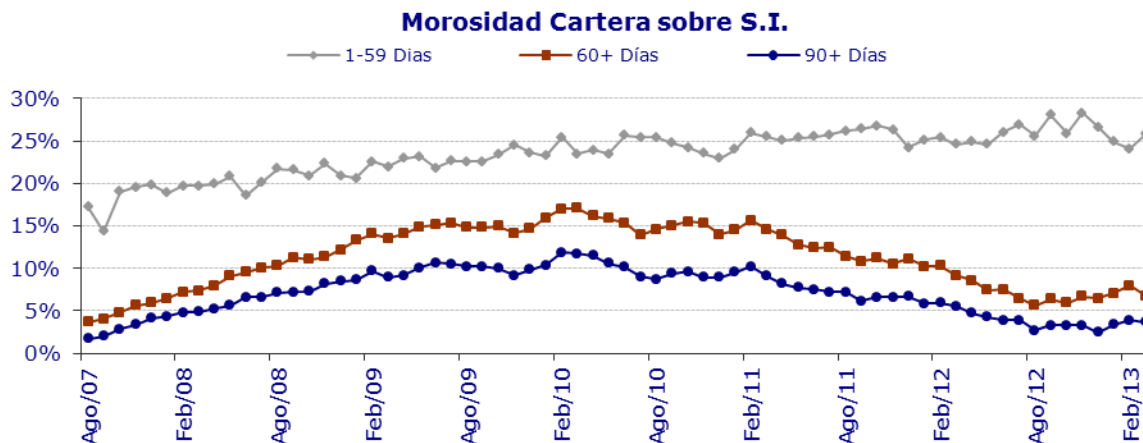
De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre abril de 2011 y marzo de 2013, el patrimonio separado generó ingresos promedio por

concepto de recaudación ordinaria -dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a las UF 7.667,3 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en mayo de 2012 (UF 8.558,1) y la menor en septiembre del mismo año (UF 6.837,12). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 2.837, en el mismo período.



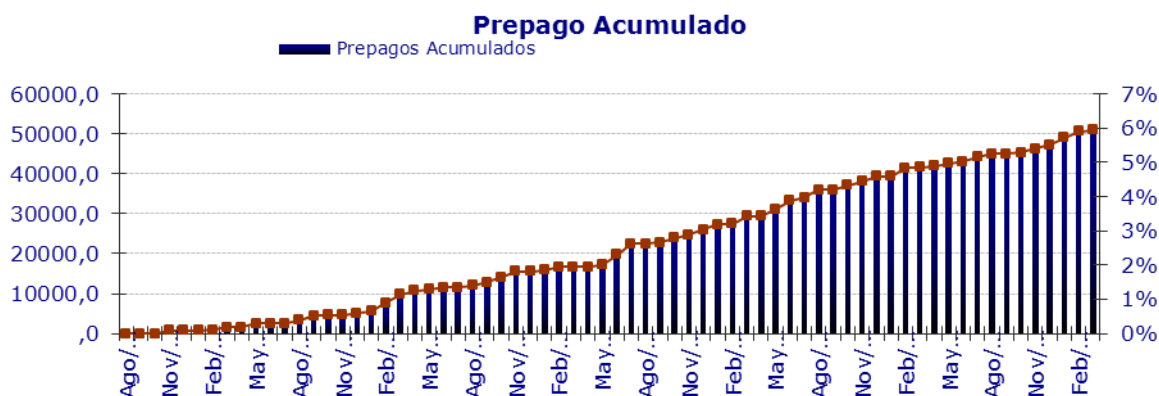
Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2013, la morosidad entre uno y 59 días representaba el 25% del saldo insoluto de la cartera vigente, la mora mayor a 60 días alcanzaba el 13% y la mora mayor a 90 días, considerada mora dura por **Humphreys**, llegaba al 3,6%. En el siguiente gráfico se observa una constante disminución en los tramos de mora sobre los 60, después de haber alcanzado máximos a inicios de 2010. Esta disminución se explica, en un sentido, por una mejora en la calidad de la cartera tras la crisis financiera, y en parte debido a la aceleración en la liquidación de activos.



Prepagos voluntarios

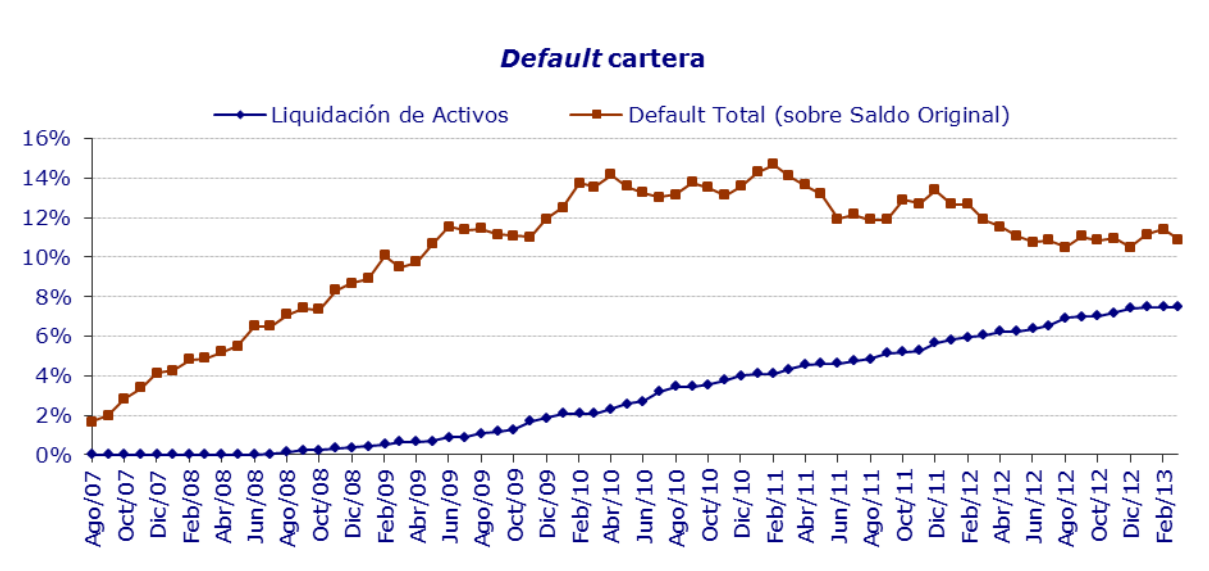
Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a marzo de 2013 acumulaban un monto equivalente a UF 11.182, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 5,9% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada al patrimonio separado.



El riesgo de pérdida del sobrecolateral producto de los pagos anticipados 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

Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** considera en *default* la cartera con mora superior a tres cuotas. En el siguiente gráfico se muestra el *default* de activos de la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A marzo de 2013, el *default* total de la cartera alcanzaba el 10,8% del saldo insoluto original. Asimismo, se evidencia que, a partir 2010 el *default* tendió a estabilizarse para luego mostrar tendencia a la baja. Dada la antigüedad de los activos que conforman el patrimonio separado, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.



Este patrimonio efectuó su primera liquidación de activos en julio de 2008, alcanzando en marzo de 2013 el 7,5% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ⁵	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Mar - 13	58,57%	UF 710	10,34%	88 meses
Inicial (Ago-07)	69,78%	UF 775	10,38%	22 meses

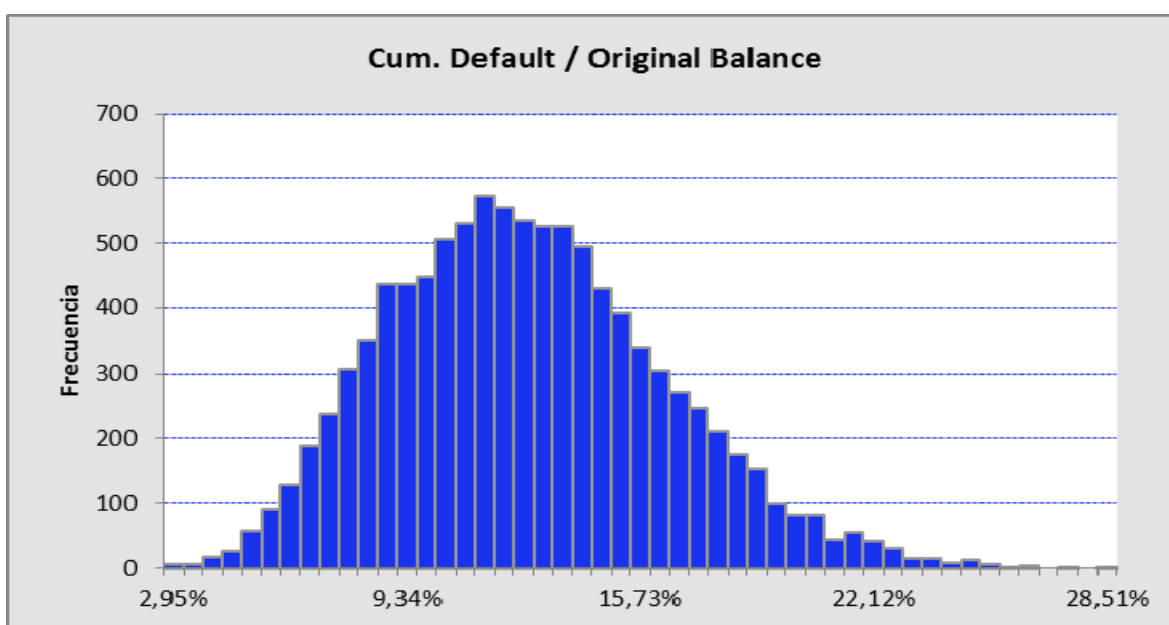
⁵ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

Sensibilización de comportamiento de cartera de activos

El modelo dinámico aplicado por **Humphreys** genera diferentes flujos de caja para los activos de respaldo mediante distintas combinaciones respecto del comportamiento futuro de variables como nivel de mora, pagos anticipados de las operaciones y valor de liquidación de los activos subyacentes, entre otras variables.

Sensibilización Prepagos Forzosos

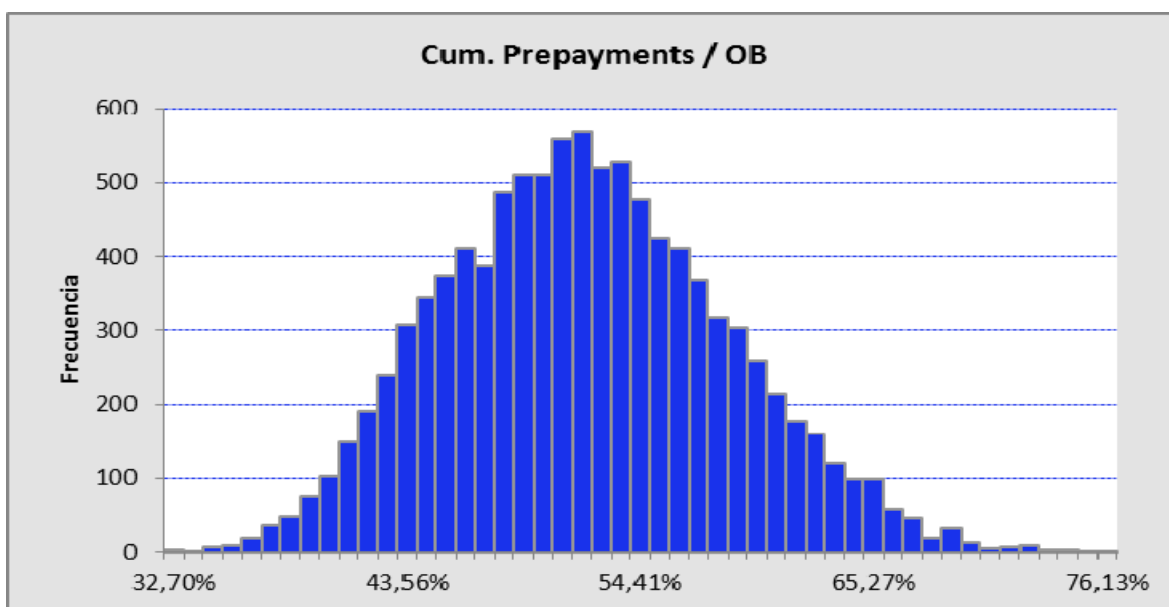
El modelo dinámico asumió que la media de los contratos de leasing que caían en mora y requerían ser ejecutados representaba el 12,63% de los activos vigentes a marzo de 2013 (equivalente al 8% de los activos existente al inicio del patrimonio separado). Los niveles de *default* fluctuaron entre 2,68% y 28,78% (1,9% y 20,2% si se usa como base el valor de los activos al inicio de la operación).



Actualmente, medido en relación con el valor inicial de los activos, el 7,5% de los contratos de leasing habitacional han sido efectivamente liquidados, y alrededor del 3,4% se encuentran con mora superior a 90 días. Tal comportamiento como la madurez de las operaciones, explican los razonable y conservador de las proyecciones.

Sensibilización Prepagos Voluntarios

Se asumió que la media de los contratos de leasing que pagaban anticipadamente representaba el 51,8% de los activos vigentes a marzo de 2013 (equivalente al 36,5% de los activos existente al inicio del patrimonio separado). Los niveles de prepagos voluntarios fluctuaron entre 32,2% y 76,5% (22,7% y 53,9% si se usa como base el valor de los activos al inicio de la operación).



Actualmente, medido en relación con el valor inicial de los activos, el 5,9% de los contratos de leasing habitacional se han pagado voluntariamente en forma anticipada. Si bien dicho porcentaje es reducido en relación con los supuestos para el futuro, se presumió tal situación considerando que existe reducida información sobre el comportamiento de estas operaciones pasado los 10 años de antigüedad. Además, el incremento en las alternativas de financiamiento que se produzcan a futuro, sumado al fortalecimiento patrimonial de los deudores, podrían influir significativamente en la tasa de prepagos.

"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."