



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

Analistas  
Gonzalo Neculmán  
Luis Felipe Illanes  
Tel. (56-2) 2433 5200  
gonzalo.neculman@humphreys.cl  
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

## **Securizadora Security S.A.**

### **Décimo Patrimonio Separado**

Julio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

<b>Categoría de riesgo</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
<b>Bonos securitizados:</b>	
Serie A	AAA
Serie B	AAA
Serie C	AA- <sup>2</sup>
Serie D	BBB+ <sup>3</sup>
Serie E	B
Serie F	C
Tendencia series A, B, D <sup>1</sup> , E y F	Estable
Tendencia serie C	Favorable
Estados Financieros	Marzo de 2014

<b>Datos básicos de la operación</b>	
Identificación patrimonio separado	Patrimonio Separado BSECS-10
Inscripción registro de valores	Nº 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.

<b>Resumen características cartera securitizada</b>						
<b>Tipo de activo</b>	<b>Saldo insoluto (UF)</b>	<b># Activos</b>	<b>Tasa promedio</b>	<b>LTV* actual promedio</b>	<b>Valor promedio garantía</b>	
Contratos de leasing habitacional	658.031	1.520	10,36%	61,11%	708	

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2014.

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

<sup>1</sup> Tendencia anterior serie D: Favorable.

<sup>2</sup> Clasificación anterior: A+.

<sup>3</sup> Clasificación anterior: BBB.

### 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	446.337	4,00%	Ene-26
B	Subordinada	141.000	200	73.864	4,00%	Ene-26
C	Subordinada	45.000	200	58.638	4,00%	Ene-26
D	Subordinada	18.000	200	23.456	4,00%	Ene-26
E	Subordinada	46.000	200	59.942	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	200	147.248	4,00%	Ene-26
<b>Total</b>		<b>1.226.000</b>		<b>809.484</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de marzo de 2014.

## 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 C, desde "Categoría A+" a "Categoría AA-", y para la serie D, desde "Categoría BBB" a "Categoría BBB+", obedece al fuerte fortalecimiento del sobre-colateral 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. 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, dado la antigüedad de los activos, se estima muy poco probable que a futuro tenga variaciones significativas. En la práctica, la transacción ha sido capaz de capturar un exceso de *spread* superior al inicialmente previsto, con pérdidas de capital inferiores a las esperadas. Todo lo anterior explica, además, mantener la tendencia "*Favorable*" para la clasificación de la serie C.

A marzo de 2014, 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 114,9% del monto adeudado a los tenedores del bono serie A y B (106% hace un año y 86% al inicio de la operación). Este porcentaje se reduce al 103,3% si se adicionan las obligaciones

originadas por las serie C (97% hace un año y al 82% al comienzo del patrimonio).

Según datos al 31 de marzo de 2014, el patrimonio separado tenía disponible UF 31.954, activos de respaldo por UF 561.841 y activos recuperados por UF 904<sup>4</sup>. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados ascendía a UF 446.337 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 363.147.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a marzo de 2014 tenía un *seasoning* de 98 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 2014, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 9,70% 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 7,7% 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 7,7%, de acuerdo con información a marzo de 2014.

## 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.

---

<sup>4</sup> Saldo Insoluto de los activos en proceso de liquidación a marzo de 2014.

## 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.

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

### 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.

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

### 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

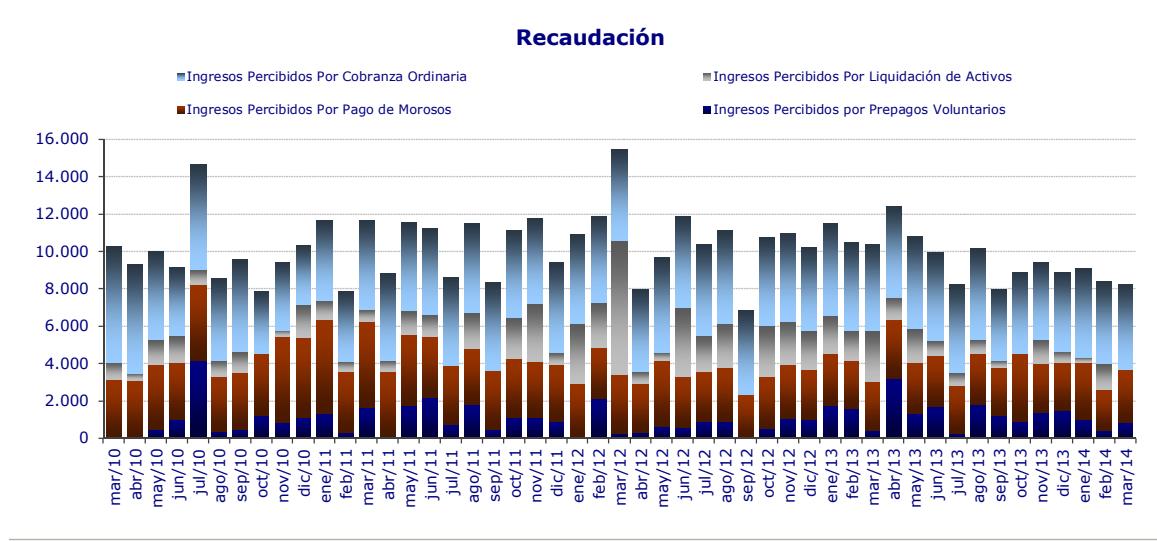
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

## Análisis del patrimonio

### Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

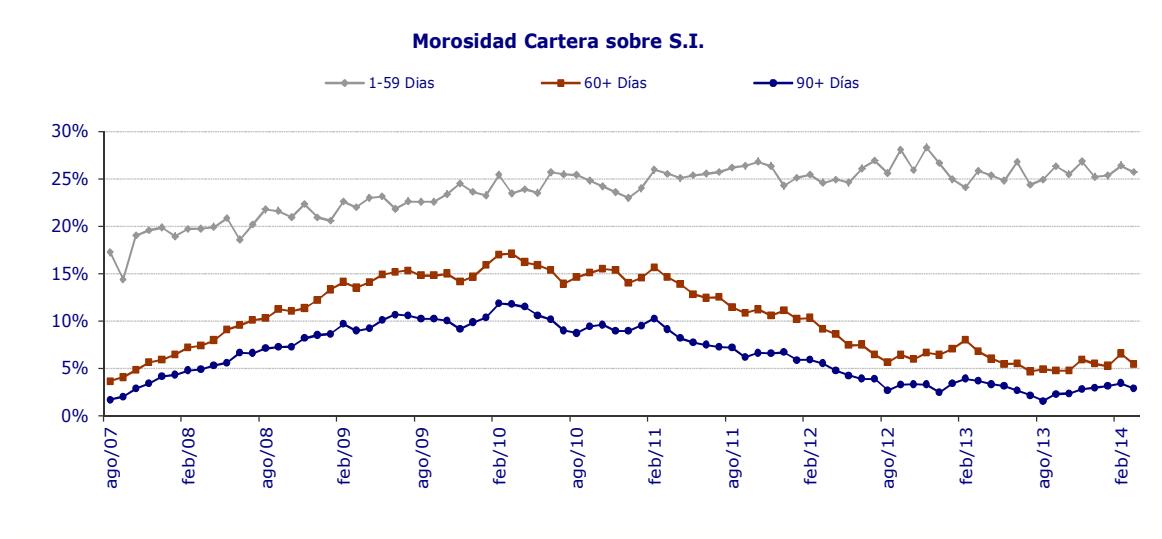
De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre marzo de 2012 y marzo de 2014, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria -dividendos pagados al día más dividendos morosos

recuperados- en torno a las UF 7.417 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en mayo de 2012 (UF 8.558) y la menor en septiembre de 2013 (UF 6.350,0). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 2.557, en el mismo período.



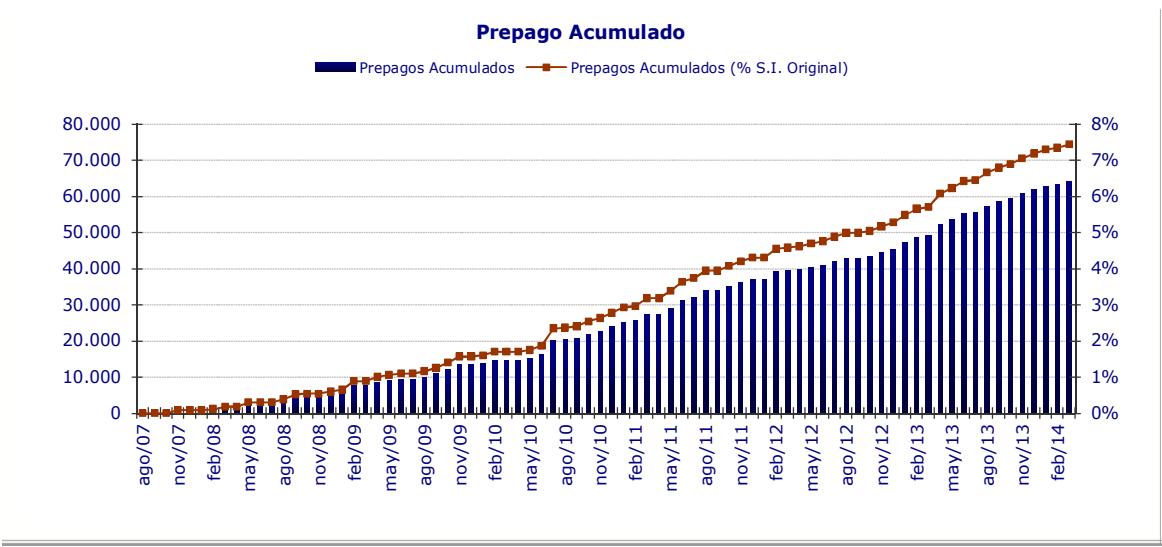
## Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2014, la morosidad entre uno y 59 días representaba el 25,7% del saldo insoluto de la cartera vigente, la mora mayor a 60 días alcanzaba el 5,4% y la mora mayor a 90 días, considerada mora dura por **Humphreys**, llegaba al 2,9%. En el siguiente gráfico se observa una constante disminución en los tramos de mora sobre los 60 días, 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

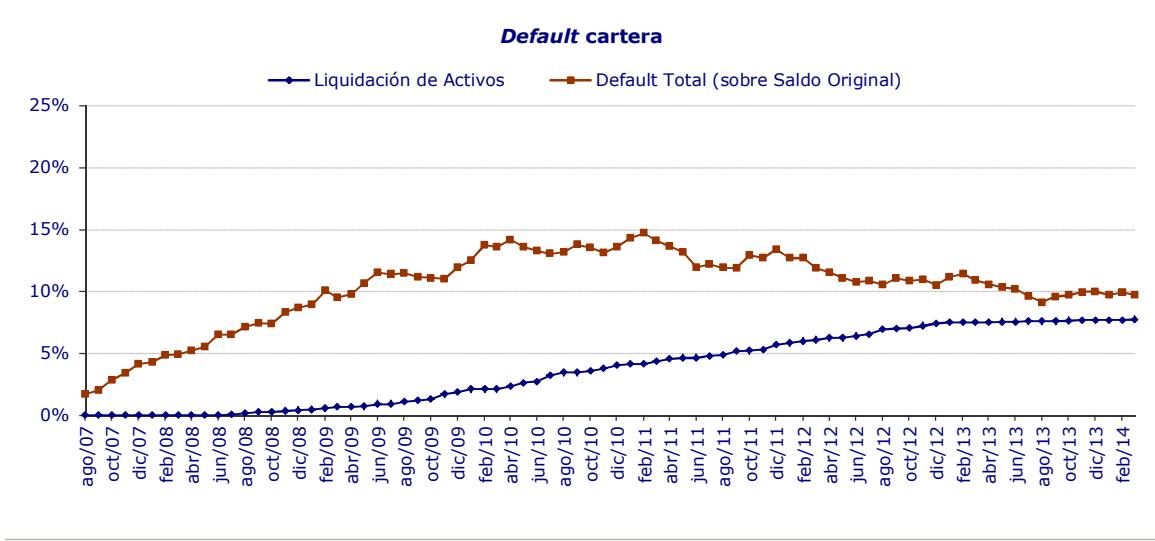
Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a marzo de 2014 acumulaban un monto equivalente a UF 63.912, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 7,43% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada 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 2014, el incumplimiento total de la cartera alcanzaba el 9,70%<sup>5</sup> 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 2014 el 7,7% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

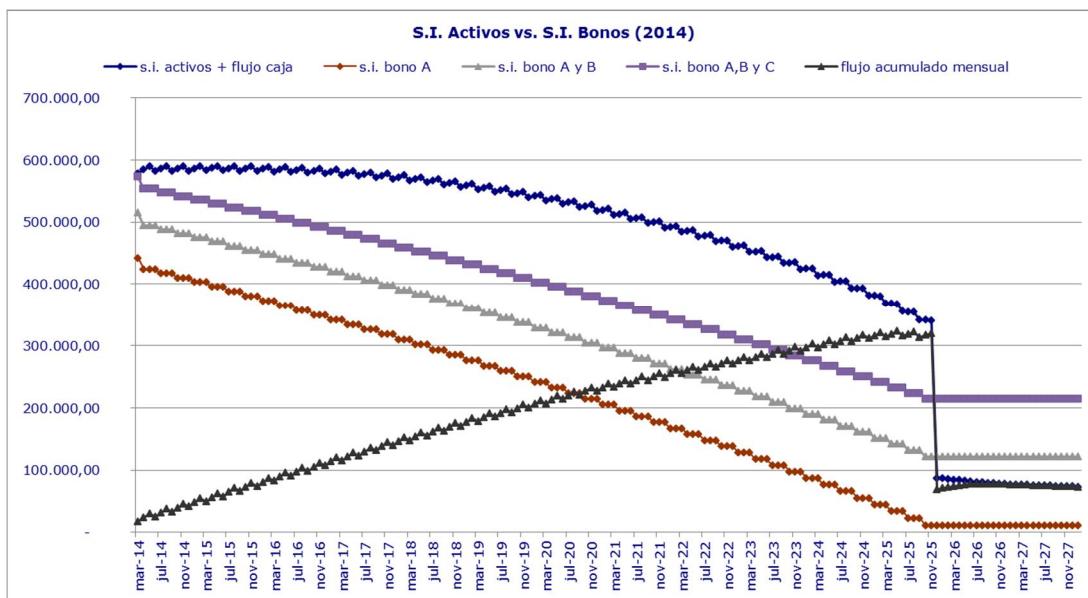
Fecha	LTV <sup>6</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Mar - 14	55,89%	UF 710	10,33%	98 meses
Inicial (Ago-07)	69,78%	UF 775	10,38%	22 meses

<sup>5</sup> En el incumplimiento total se incluye el saldo adeudado al Patrimonio Separado de más de tres cuotas atrasadas.

<sup>6</sup> LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación

## Antecedentes de los bonos securitzados

El siguiente gráfico muestra 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 "Serie A", "Serie A y B" y "Serie A, B y C", desde marzo de 2014 hasta el vencimiento de los bonos en enero de 2026. Se muestra también una estimación de la caja disponible para el mismo lapso. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin considerar prepagos ni default, considerando que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 4.000<sup>7</sup> al año. Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de la series A, B y C se irían incrementando terminando con un "flujo de caja + saldo insoluto de activos" excedentario después del pago de las series A, B y C.



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

<sup>7</sup> En la práctica estos gastos son inferiores.