



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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



Analista

Gonzalo Neculmán G.

Luis Felipe Illanes Z.

Tel. (56) 22433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Securizadora Security S.A.

Décimo Patrimonio Separado

Julio 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitzados:	
Serie A	AAA
Serie B	AAA
Serie C	AA ²
Serie D	BBB+
Serie E	B
Serie F	C
Tendencias series A, B, E y F	Estable
Tendencias serie C y D ¹	Favorable
Estados Financieros	Marzo de 2015

Datos básicos de la operación	
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.

Resumen características cartera securitzada						
Tipo de activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV* actual promedio	Valor promedio garantía	
Contratos de leasing habitacional	518.893	1.380	10,34%	52,95%	710	
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles						
Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2015.						
Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.						

¹ Tendencia anterior serie D: Estable.

² Clasificación anterior: AA-.

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	380.237	4,00%	Ene-26
B	Subordinada	141.000	200	62.943	4,00%	Ene-26
C	Subordinada	45.000	200	60.984	4,00%	Ene-26
D	Subordinada	18.000	200	24.394	4,00%	Ene-26
E	Subordinada	46.000	200	62.339	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	200	153.137	4,00%	Ene-26
Total		1.226.000		744.034		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de marzo de 2015

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 AA-" a "Categoría AA", 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 y cambiar de "Estable" a "Favorable" la tendencia de la serie D.

A marzo de 2015, 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 123,8% del monto adeudado a los tenedores del bono serie A y B (114,9% hace un año y 86% al inicio de la operación). Este porcentaje se reduce al 108,8% si se adicionan las obligaciones

originadas por las serie C (103% hace un año y al 82% al comienzo del patrimonio).

Según datos al 31 de marzo de 2015, el patrimonio separado tenía disponible UF 29.764 y activos de respaldo por UF 518.893. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados ascendía a UF 380.237 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 363.797.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a marzo de 2015 tenía un *seasoning* de 110 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 2015, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 10,44% 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 7,86% 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 8,7%, de acuerdo con información a marzo de 2015.

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.

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 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

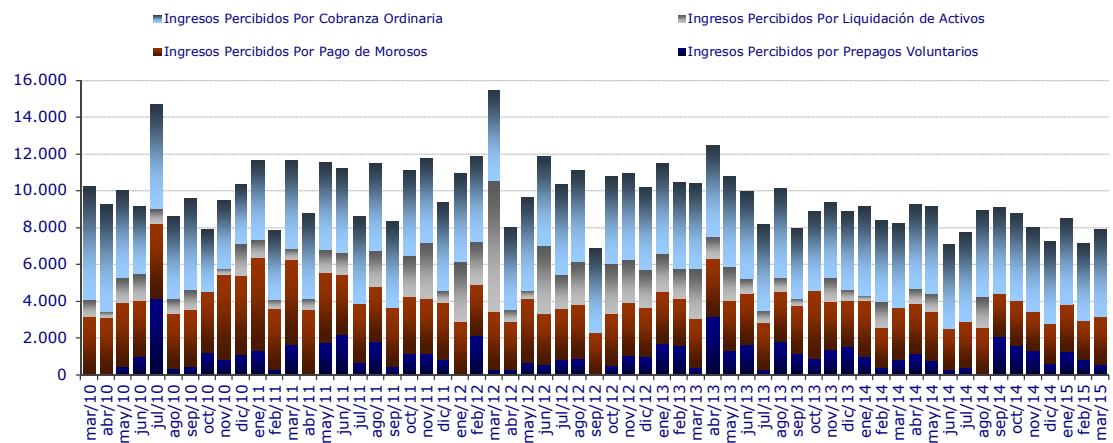
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre marzo de 2013 y marzo de 2015, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria -dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a las UF 7.170 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en abril de 2013 (UF 8.030) y la menor en febrero de 2015 (UF 6.318,0). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.669, en el mismo período.

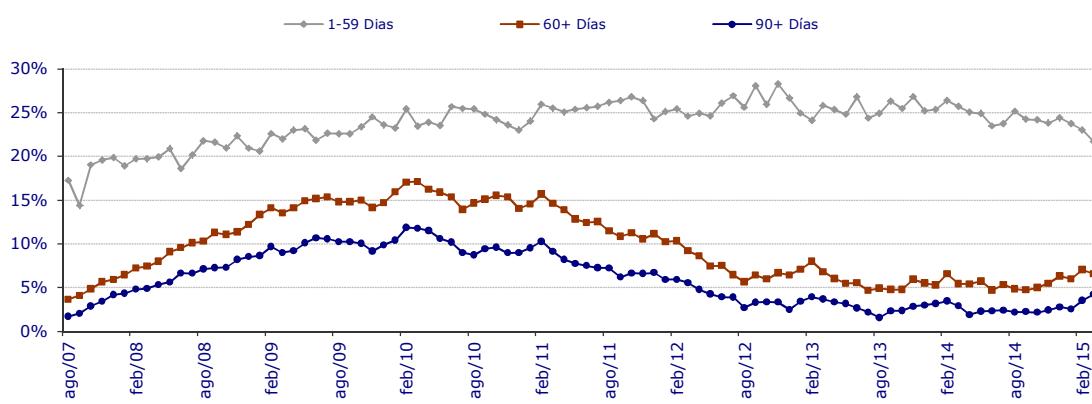
Recaudación



Morosidad de la cartera de activos

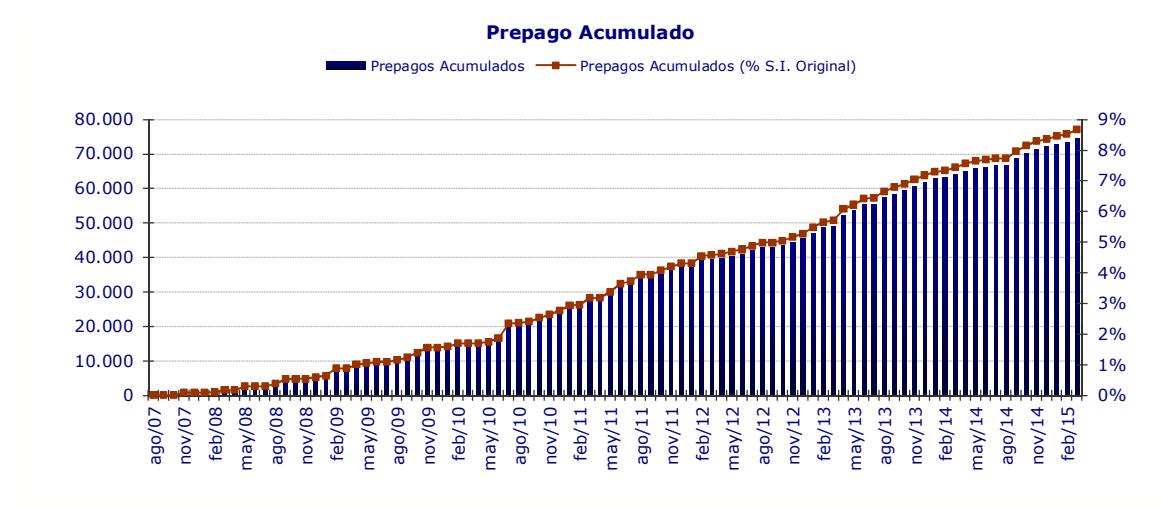
A marzo de 2015, la morosidad entre uno y 59 días representaba el 21,6% del saldo insoluto de la cartera vigente, la superior a 60 días alcanzaba el 6,5% y la sobre 90 días, considerada como mora dura por **Humphreys**, llegaba al 4,2%. En el siguiente gráfico se observa una constante disminución en los tramos de mora sobre los 60 días, después de haber alcanzado máximos a inicios de 2010. Esta reducción 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. Asimismo en el último año, la morosidad más dura ha tendido a aumentar, sin embargo ha habido mejoras con respecto a los atrasos entre 0-51 días que muestra tendencia a la baja.

Morosidad Cartera sobre S.I.



Prepagos voluntarios

Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a marzo de 2015 acumulaban un monto equivalente a UF 74.461, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 8,7% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada al patrimonio separado.

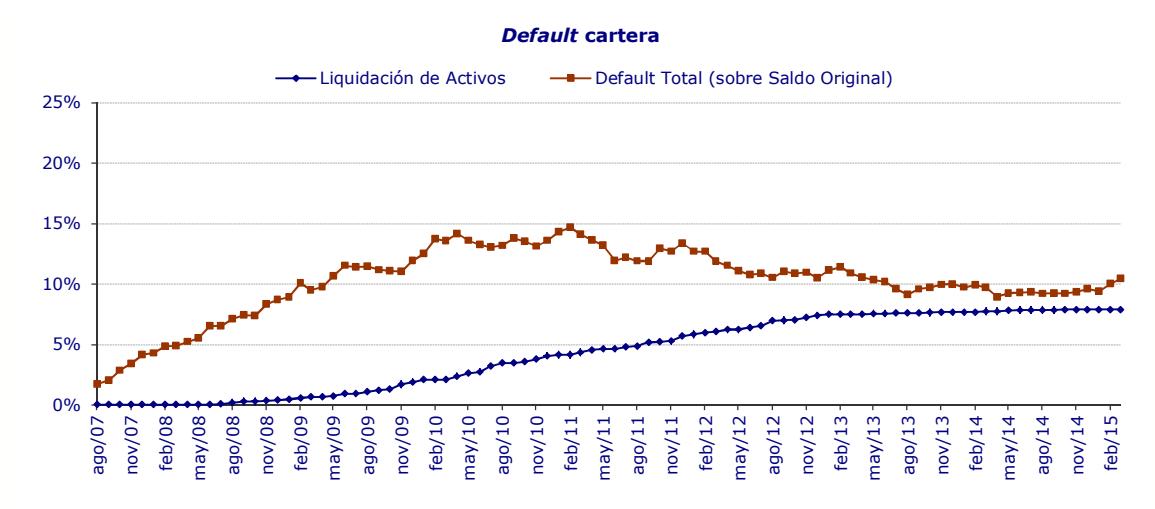


El riesgo de pérdida del sobrecolateral producto de los pagos anticipados puede ser atenuado mediante la adquisición de nuevos activos o mediante el prepago de los pasivos. El presente patrimonio, a la fecha, ha optado por esta última opción.

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 2015, el incumplimiento total de la cartera alcanzaba el 10,44%³ 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.

³ En el incumplimiento total se incluye el saldo adeudado al Patrimonio Separado de más de tres cuotas atrasadas.



Este patrimonio efectuó su primera liquidación de activos en julio de 2008, alcanzando en marzo de 2015 el 7,9% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ⁴	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Mar - 15	52,95%	UF 710	10,34%	110 meses
Inicial (Ago-07)	69,78%	UF 775	10,38%	22 meses

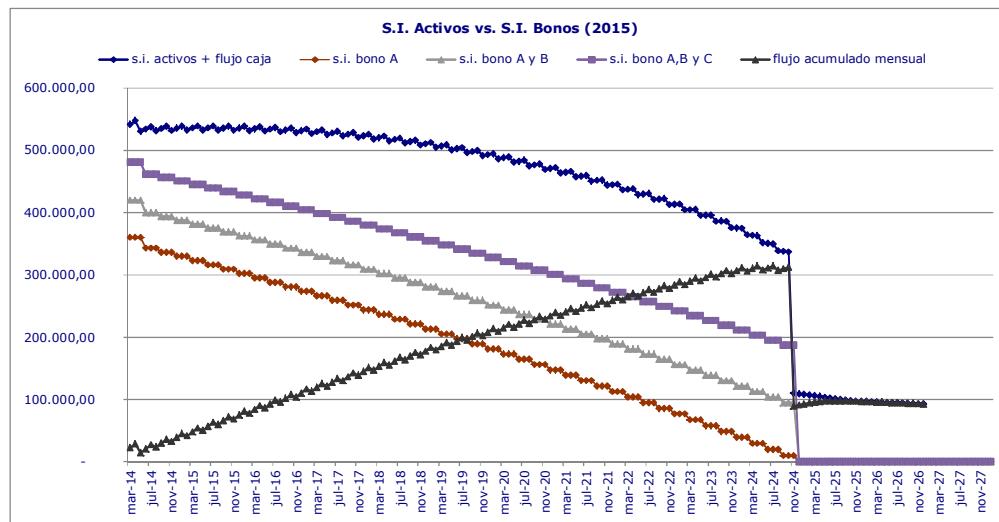
Antecedentes de los bonos securitzados

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 2015 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 asumir prepagos ni *default*, considerando que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 4.000⁵ al año. Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de las series A, B y C se irían incrementando terminando

⁴ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación

⁵ En la práctica estos gastos son inferiores.

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."