



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Securitizadora Security S.A. Décimo Patrimonio Separado**

**Julio 2016**

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

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
<b>Bonos securitizados:</b>		
Serie A	AAA	Estable
Serie B	AAA	Estable
Serie C	AAA <sup>1</sup>	Estable <sup>2</sup>
Serie D	A <sup>-3</sup>	Favorable
Serie E	B	Favorable <sup>4</sup>
Serie F	C	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2016	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie A (BSECS-10A)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie B (BSECS-10B)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie C (BSECS-10C)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie D (BSECS-10D)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie E (BSECS-10E)	Nº 510 de 16.08.07
Bono Serie F (BSECS-10F)	Nº 510 de 16.08.07

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-10
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 uso de opción de contrato de compraventa.

<sup>1</sup> Clasificación anterior: AA.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Favorable.

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

<sup>4</sup> Tendencia anterior: Estable.

### Resumen Características Cartera Securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	472.870	1.341	10,31%	49,56%	UF 712

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2016.

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 par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	863.000	315.443	4,00%	ene-26
B	Preferente	141.000	52.225	4,00%	ene-26
C	Subordinada	45.000	63.423	4,00%	ene-26
D	Subordinada	18.000	25.370	4,00%	ene-26
E	Subordinada	46.000	64.833	4,00%	ene-26
F	Subordinada	113.000	159.263	4,00%	ene-26
<b>Total</b>		<b>1.226.000</b>	<b>680.556</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2016.

## 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 sobre las series C, desde "Categoría AA" a "Categoría AAA", con modificación de la tendencia desde "Favorable" a "Estable", y de la serie D, desde "Categoría BBB+" a "Categoría A-" manteniendo su tendencia en "Favorable", obedece al fuerte fortalecimiento del sobre-colateral del patrimonio separado y que los niveles de *default* y prepago que exhibe la cartera de respaldo del patrimonio

separado sigue siendo menor al supuesto inicialmente. Dada la antigüedad de la cartera, es muy poco probable que tenga variaciones significativas a futuro, lo que permite que el patrimonio separado sea capaz de capturar el exceso de *spread* de forma superior a lo inicialmente previsto. La serie A, B y F mantienen su clasificación en “*Categoría AAA*” con tendencia “*Estable*” para las dos primeras y “*Categoría C*” con tendencia “*Estable*” para la tercera. La serie E cambia de tendencia desde “*Estable*” a “*Favorable*” manteniendo su clasificación en “*Categoría B*”.

A marzo de 2016, 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 136,1% del monto adeudado a los tenedores del bono serie A y B (123,4% hace un año y 86,1% al inicio de la operación). Este porcentaje se reduce al 116,1% si se adicionan las obligaciones originadas por las serie C (108,9% hace un año y al 82,4% al comienzo del patrimonio) y 109,6% al agregar la serie D (103,5% el año pasado y 81,0% al inicio del patrimonio).

Según datos al 31 de marzo de 2016, el patrimonio separado tenía disponible UF 27.229 y activos de respaldo por UF 472.870. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados ascendía a UF 315.443 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 365.113.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a marzo de 2016 tenía un *seasoning* de 122 meses, ha presentado un comportamiento dentro de los rangos inferiores esperados por el modelo dinámico de **Humphreys**, dada su antigüedad y características, ello en términos de morosidad, prepagos y *default*.

Según información a marzo de 2016, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 9,93% 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 7,90% 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 9,94%, de acuerdo con información a marzo de 2016.

## 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 ésta es susceptible de deteriorarse levemente 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 mayor 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 2014 y marzo de 2016, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados– en torno a las UF 6.940 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2015 (UF 7.507) y la menor en febrero de 2015 (UF 6.318). Adicionalmente, los ingresos mensuales extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 983, en el mismo período.

## Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2016, la morosidad entre uno y 59 días representaba el 22,4% del saldo insoluto de la cartera vigente, la superior a 60 días alcanzaba el 7,3% y la sobre 90 días, considerada como mora dura por **Humphreys**, llegaba al 3,6%. En la Ilustración 2 se observa una constante disminución en los tramos de mora sobre los 60 días, la que se ha estabilizado en 5%, 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 mantenerse por debajo de 5%, sin embargo ha habido mejoras con respecto a los atrasos entre 0-51 días que muestra tendencia a la baja.

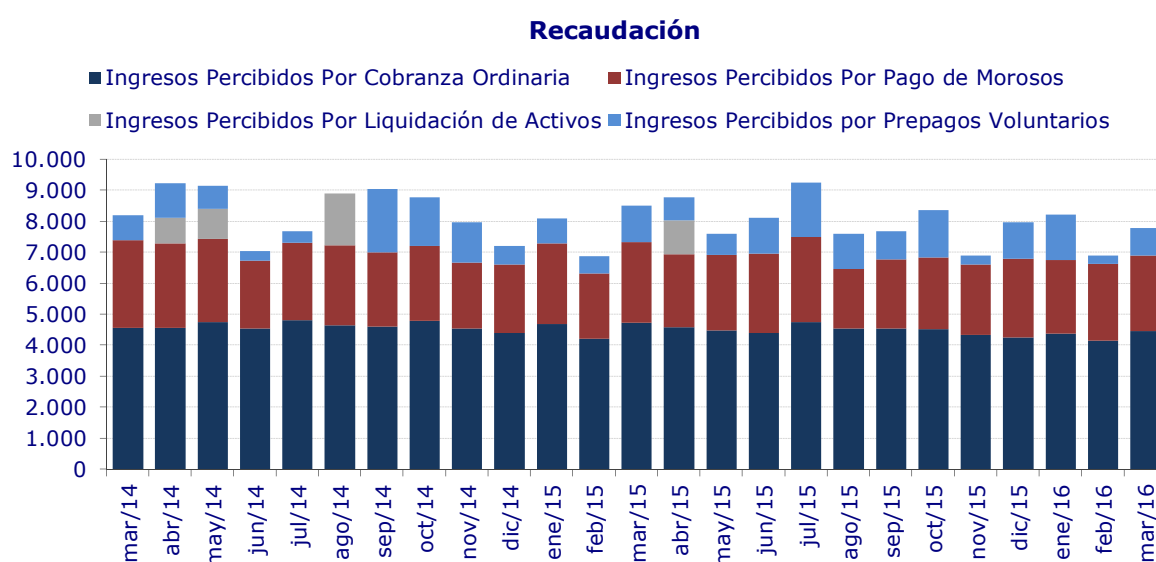


Ilustración 1: Recaudación de la cartera

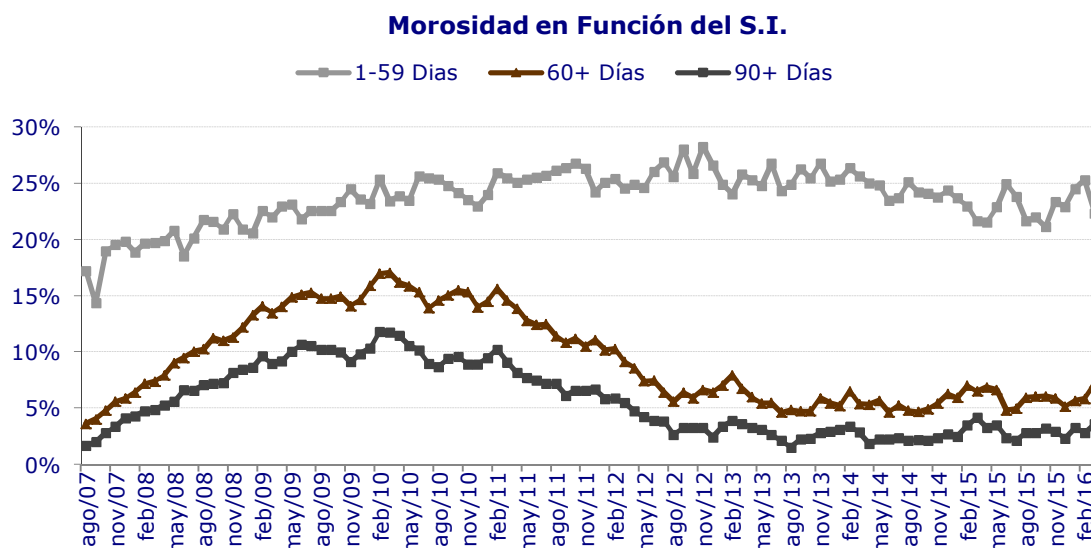


Ilustración 2: Morosidad en función del saldo insoluto

## Prepagos voluntarios

Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a marzo de 2016 acumulaban un monto equivalente a UF 86.388, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 9,9% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada al patrimonio separado.

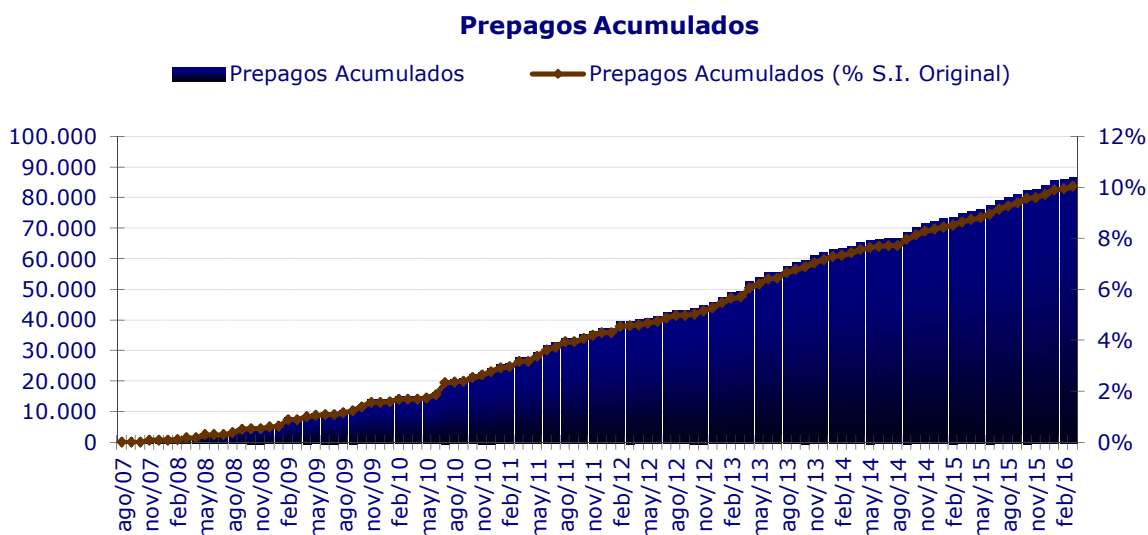


Ilustración 3: Prepagos acumulados

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.

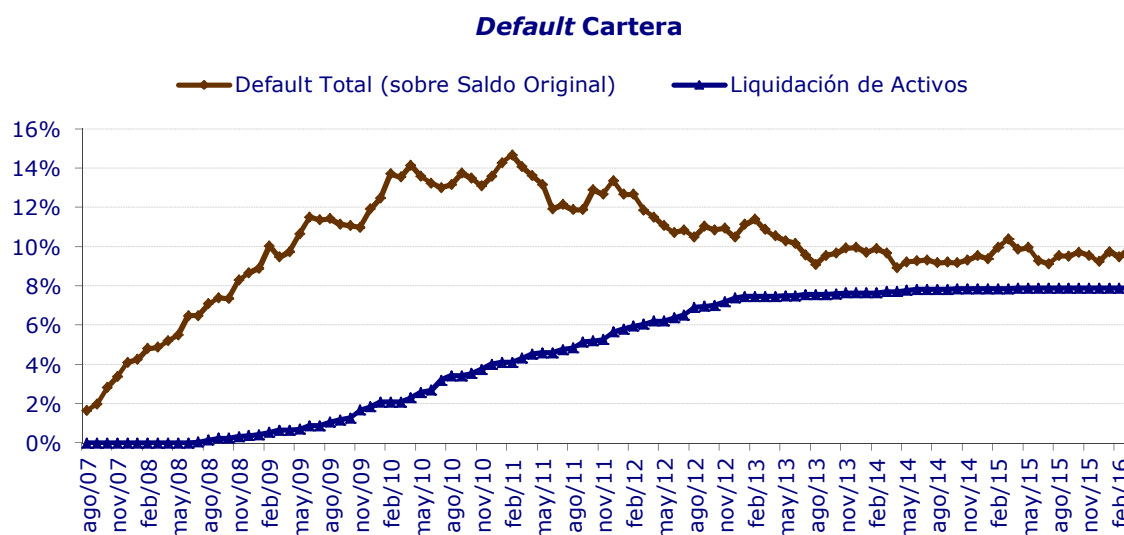


Ilustración 4: *Default* de la cartera de activos

## 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 la Ilustración 4 muestra el *default* de activos de la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A marzo de 2016, el incumplimiento total de la cartera alcanzaba el 9,93%<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 2016 el 7,9% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

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



## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Tabla 1: Antecedentes adicionales

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
<b>Actual (Mar 16)</b>	49,56	UF 712	10,31%	122
<b>Original (Ago 07)</b>	69,78	UF 775	10,38%	22

### Antecedentes de los bonos securitizados

La Ilustración 5 muestra el saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de las "Serie A" hasta la "Serie E", desde abril de 2016 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 4.000<sup>6</sup> al año. Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de la series A, B, C, D y E se irían incrementando terminando con un flujo de caja excedentario después del pago de las mismas series y dejando cerca de UF 1.500 para el pago de la serie F.

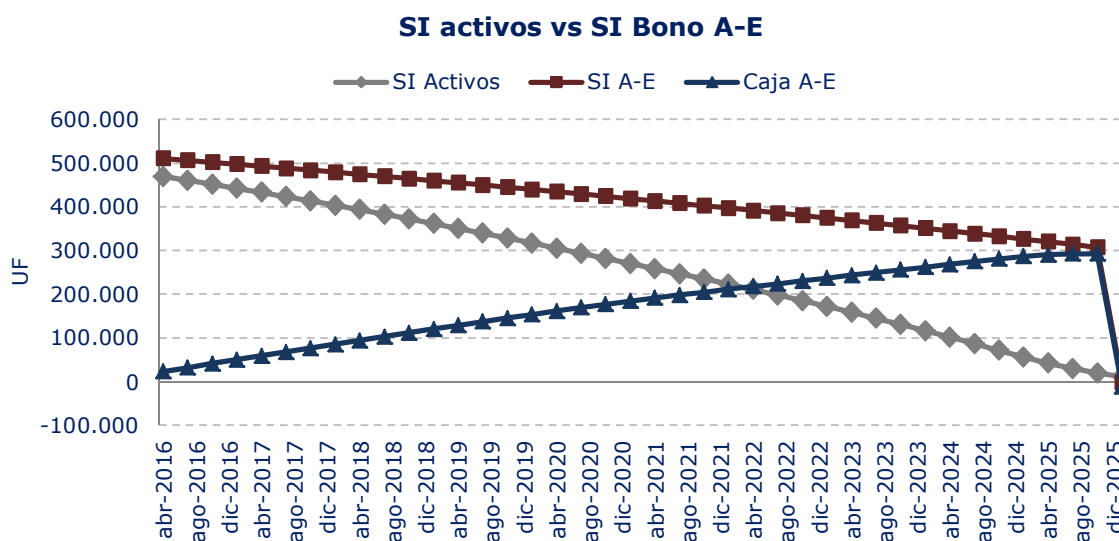


Ilustración 5: Comportamiento teórico saldos insolutos del patrimonio separado

<sup>6</sup> En la práctica estos gastos son inferiores

*"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."*