



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista  
Hernán Jiménez Aguayo  
Tel. (56) 22433 5200  
hernan.jimenez@humphreys.cl

## **Securizadora Security S.A. Decimotercer Patrimonio Separado**

Febrero 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

### Datos básicos bono securitizado

Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
<b>Bonos securitizados</b>		
Serie A	AAA	Estable
Serie B	AAA	Estable
Serie C	AA <sup>-1</sup>	Favorable
Serie D	A <sup>-2</sup>	Favorable
Serie E	BB <sup>3</sup>	Favorable
Serie F	C	Estable
Estados Financieros	30 septiembre 2015	

### Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie A (BSECS-13A)	N° 582 de 27.04.09
Bono Serie B (BSECS-13B)	N° 582 de 27.04.09
Bono Serie C (BSECS-13C)	N° 582 de 27.04.09
Bono Serie D (BSECS-13D)	N° 582 de 27.04.09
Bono Serie E (BSECS-13E)	N° 582 de 27.04.09
Bono Serie F (BSECS-13F)	N° 582 de 27.04.09

### Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-13
Activos Respaldados	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 promesa de compraventa: tasa fija, arriendo mensual, ahorro acumulado (ahorro mensual y subsidio trimestral) para el ejercicio de la opción de compraventa.

<sup>1</sup> Clasificación anterior: A+.

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

<sup>3</sup> Clasificación anterior: BB-.

### Resumen características cartera securitizada

Tipo de activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio tasación
CLH	551.804	226	9,25%	53,45	UF 740

\* Saldo insoluto actual / Valor de garantía inmuebles.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a marzo de 2014. Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.

### Datos básicos bono securitizado

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par* (UF) al 31/11/2015	Tasa de interés	Fecha vencimiento
A	Preferente	750.000	409.976	4,50%	octubre 2027
B	Subordinada	45.000	24.944	4,50%	octubre 2027
C	Subordinada	19.000	25.480	4,50%	octubre 2027
D	Subordinada	9.000	12.069	4,50%	octubre 2027
E	Subordinada	24.600	32.990	4,50%	octubre 2027
F	Subordinada	112.400	150.734	4,50%	octubre 2027

\* Valor Par incluye capital e intereses devengados.

## 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 para responder a las obligaciones surgidas de las distintas emisiones de bonos, considerando sus respectivas preferencias. 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, B, C, D y E por el hecho que el valor de los activos supera el saldo insoluto de la deuda.

El aumento en la clasificación de la serie C (“Categoría A+” a “Categoría AA-”), serie D (“Categoría BBB+” a “Categoría A-”) y serie E (“Categoría BB-” a “Categoría BB”) se fundamenta en el aumento sostenido que ha realizado el sobrecolateral de cada una de las series, gracias a que el activo que respalda al patrimonio separado, se ha comportado mejor que lo inicialmente proyectado por **Humphreys**, tanto en la mora como en los prepagos que se han llevado a cabo. La clasificación de la serie A y la serie B se mantienen en “Categoría AAA”. De mantenerse el comportamiento exhibido hasta la fecha la cartera de activos, es de esperar que continúe el fortalecimiento del sobrecolateral a una velocidad superior a la inicialmente prevista; dado ello se mantiene en “Favorable” la perspectiva de las series C, D y E, y en “Estable” la tendencia de las restantes series.

A noviembre de 2015, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados– representaban el 139,2% del monto del bono preferente serie A, un 131,9% del saldo insoluto combinado de las series A y B, un 123,9% del saldo insoluto combinado de las series A, B y C, y un 120,8% del saldo insoluto de las series A, B, C y D. El sobrecolateral de las serie A a la E registraba un 112,9% a la fecha de revisión. A la fecha de emisión este saldo se encontraba en un 99,8% para la serie A, un 94,2% para las series A y B, un 92,0% para las series A, B y C y un 91,0% para las series A, B, C y D. El sobrecolateral de la serie A a la E al momento de la originación era de 88,3%.

La cartera crediticia –que a noviembre de 2015 mantenía un *seasoning* mayor a ocho años– presentaba un nivel de *default*, medido sobre el saldo insoluto original, cercano al 8,2% (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 un monto cercano al 6% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado. En términos de prepagos, la cartera de activos ha presentado niveles bajos para su *seasoning*, pues estos están bajo el 7% del saldo traspasado inicialmente al patrimonio; no obstante, no se puede asegurar que en el futuro se mantenga la tendencia mostrada hasta la fecha.

La serie F se mantiene en “*Categoría C*” por cuanto su pago se produciría sólo cuando se hubiesen pagado las restantes series.

## 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 BB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el

emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del 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 del período comprendido entre diciembre de 2013 y noviembre de 2015, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 6.112, registrándose la menor recaudación en noviembre de 2015 (UF 5.648) y la mayor, en julio de 2014 (UF 6.728). El total percibido en el mes incluye tanto la cobranza ordinaria –recaudaciones por pagos al día y morosos– como la cobranza extraordinaria, ingresos por prepagos e ingresos percibidos por liquidación de activos. Esto se puede ver en la Ilustración 1.

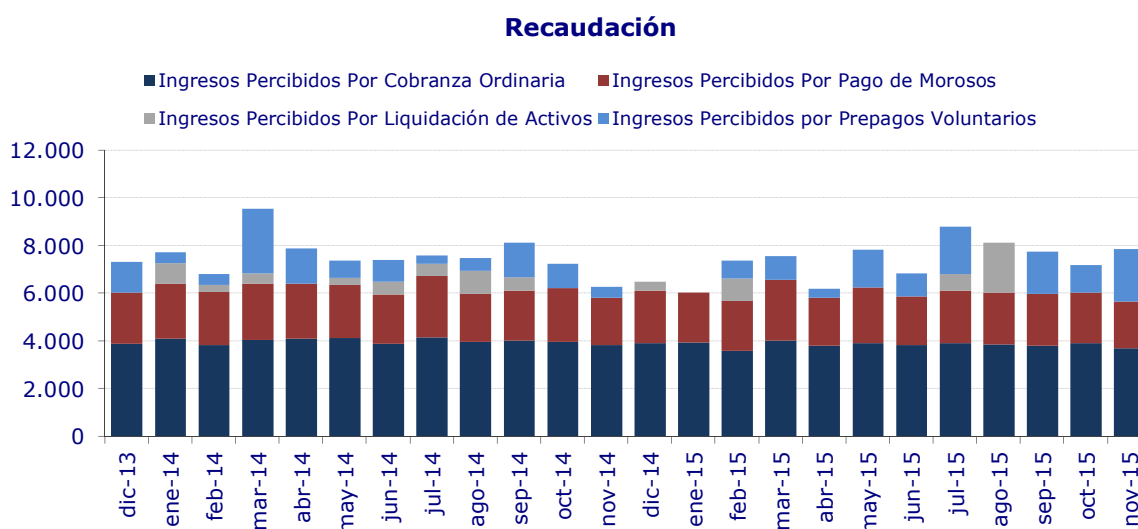


Ilustración 1: Recaudación ordinaria

### Morosidad de la cartera de activos

Como se observa en la Ilustración 2, el comportamiento de la cartera indica que durante el último año, el grueso de la morosidad corresponde a clientes que registran una o dos cuotas atrasadas, representando en promedio alrededor del 23,99% del total de activos durante los últimos doce meses y alcanzando un 23,36%

en noviembre de 2015. A la misma fecha, la morosidad sobre 60 días se encontraba en un 9,25% y la mayor a tres cuotas se situaba en un 3,09%. Todo lo anterior calculado sobre saldo insoluto vigente.

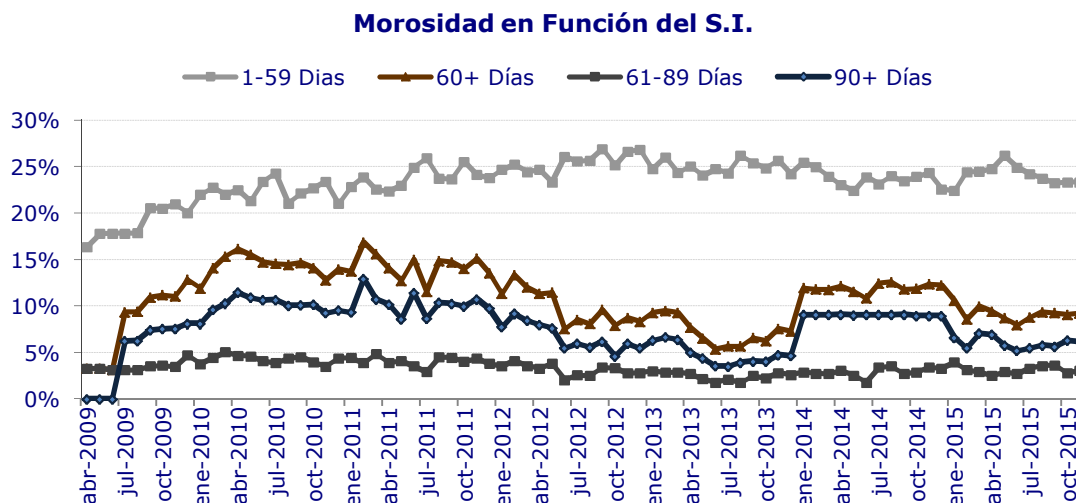


Ilustración 2: Morosidad de los activos

## Prepagos voluntarios

Este patrimonio registra prepagos de activos a partir de mayo de 2009, los que a noviembre de 2015 representaban un porcentaje en torno al 6,75% del saldo insoluto original. Este porcentaje se encuentra bajo los parámetros medios supuestos por **Humphreys** previo a la conformación del patrimonio separado. La Ilustración 3 presenta el comportamiento de los prepagos.

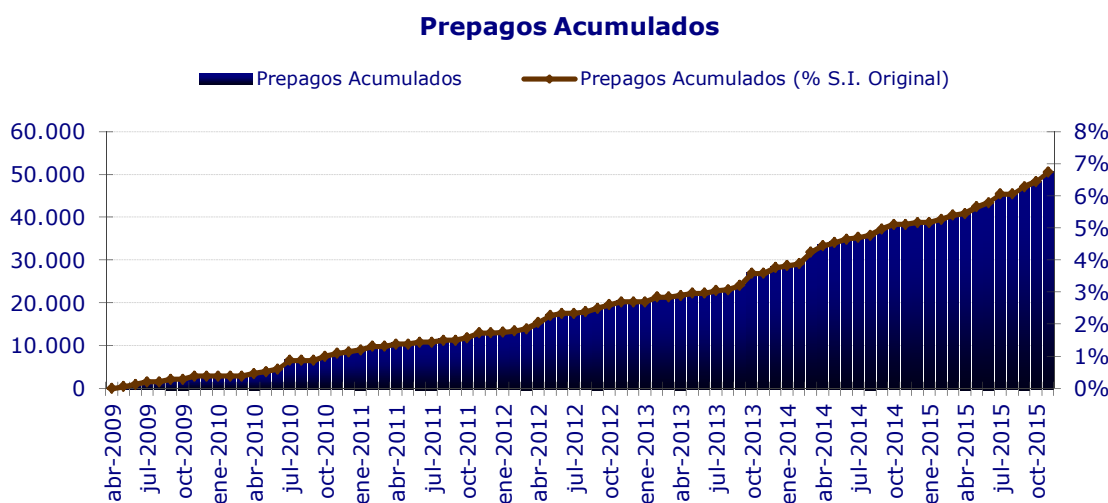


Ilustración 3: Prepago de los activos

## Default de la cartera

**Humphreys**, dado su criterio conservador, considera como *default*, además de los activos efectivamente liquidados, aquellos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. A la fecha de clasificación, el *default* de la cartera representaba un 8,22% del saldo insoluto original. Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2009, alcanzando a noviembre de 2015 el 5,91% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original. La Ilustración 4 presenta el comportamiento de ambas series.

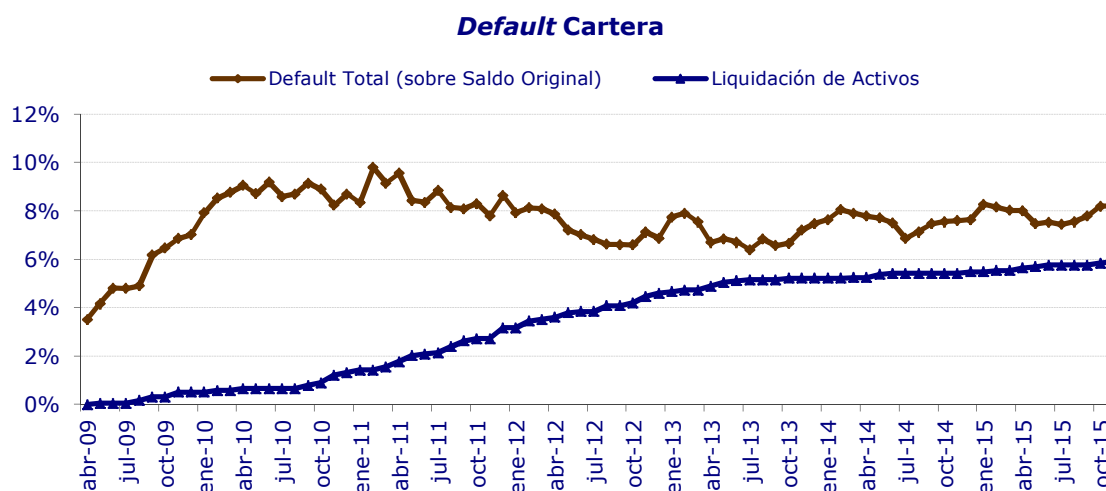


Ilustración 4: *Default* y liquidación de los activos

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual	53,45	UF 740	9,25%	98
Original (Jun 01)	68,99	UF 741	9,25%	22

### Antecedentes de los bonos securitizados

La Ilustración 5 representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja y el saldo insoluto de todas la series, excluida la F, durante el período desde diciembre de 2015 a la fecha de vencimiento del bono. La trayectoria de estas variables, estimada sin considerar prepagos ni *default*, muestra que, en esas condiciones, el patrimonio sería capaz de cumplir con sus obligaciones emanadas de las series A hasta la E y aun así tener un flujo acumulado positivo para el pago de la series subordinada F (obviamente

los prepagos, voluntarios o forzosos, reducen el exceso de *spread* y, por lo tanto los excedentes del patrimonio separado).

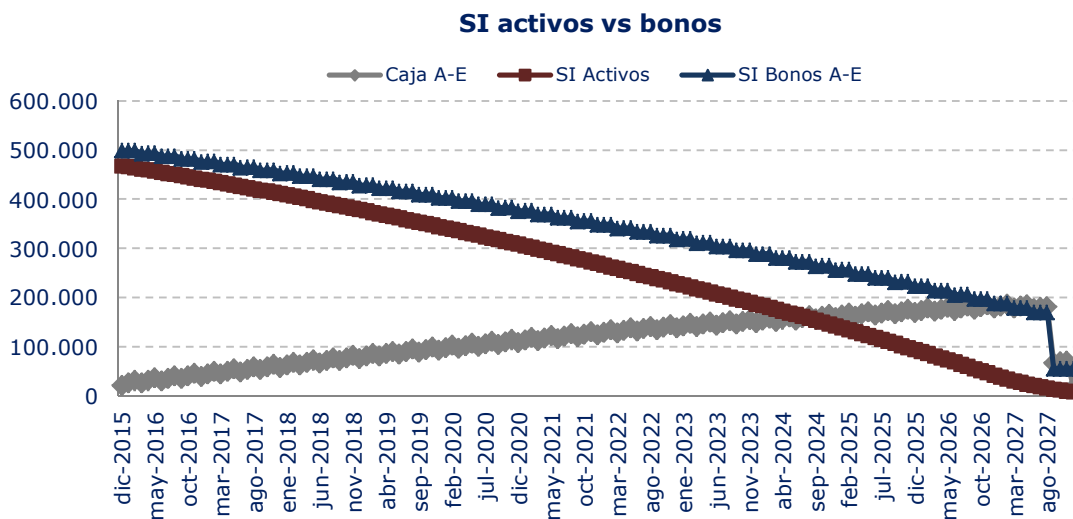


Ilustración 5: Flujos teóricos del patrimonio separado

*"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."*