



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

Analista
Hernán Jiménez A.
Tel. (56-2) 2433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Securizadora Security S.A.

Tercer Patrimonio Separado

Noviembre 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 5200 – Fax 2433 5201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitzados:		
Serie A	AA	En Observación ¹
Serie B	C	Estable
Estados Financieros	Septiembre de 2013	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BBICS-U
Inscripción Registro de Valores	N° 270, 11 de Septiembre de 2001
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 promesa de compraventa: el arrendatario paga mensualmente el interés del saldo de precio (tasa fija), el cual ingresa directamente al patrimonio separado. En forma paralela realiza ahorros mensuales predeterminados que son administrados por una AFV, de manera de pagar el saldo de precio a la fecha de término del contrato. De no ser suficiente los fondos, se extiende el plazo ² del contrato.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
CLH	174.144	257	11,64%	85,79%	790

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles
 Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a septiembre de 2013.
 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 nominal actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	450.000	186.689	7,0%	Jul-22
B	Subordinada	80.000	180.175	7,0%	Jul-22
Total		530.000	366.864		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de julio de 2012.

¹ Tendencia anterior: Estable.

² AFV: Administradora de Fondos para la Vivienda

Opinión



Fundamento de la clasificación

El tercer patrimonio de **Securitizadora Security S.A.** está conformado por contratos de *leasing* habitacional originados por Inmobiliaria Mapsa S.A., los cuales sirven como respaldo para pagar, en primera instancia el bono preferente, serie A, y con el remanente el bono subordinado serie B.

No obstante el buen nivel de los activos del patrimonio separado en relación con las obligaciones preferentes (considerando que el diferencial de tasas es de 4,6% para un horizonte de cerca de nueve años), se modifica la tendencia de los bonos serie A, desde “Estable” a “En Observación” con implicancias negativas, en atención a que ha aumentado la probabilidad que parte de los ingresos que generan los contratos de *leasing* habitacional se produzcan con posterioridad a la fecha de vencimiento de los títulos de deuda (riesgo de descalce).

En efecto, la modalidad de los contratos de *leasing* habitacional aportados a la operación implica que el arrendatario paga mensualmente un arriendo al patrimonio separado (interés) y, en paralelo, en una Administradora de Fondos Para la Vivienda (AFV), ahorra con el objeto de ejercer la opción de compra de la vivienda en la fecha inicialmente fijada como término del contrato de arriendo (amortización). La oportunidad de reunir los recursos necesarios para pagar el precio de la vivienda depende de la rentabilidad que tengan los fondos de la AFV.

De acuerdo con los términos del contrato de arrendamiento con opción de compra, los recursos acumulados en la AFV deben ser traspasados al patrimonio separado en la fecha de término del contrato; no obstante, si éstos no fueren suficientes para pagar íntegramente el saldo de precio, el plazo de la operación se entenderá automáticamente extendido, debiendo el arrendador seguir con los pagos al patrimonio separado (interés implícito de la transacción) y continuar ahorrando en la AFV hasta completar el diferencial adeudado.

Producto de lo anterior, considerando que la rentabilidad de las AFV ha sido inferior a lo previsto inicialmente, un porcentaje del saldo de precio podría ser enterado al patrimonio separado después de las fechas de vencimiento de los últimos cupones del bono preferente. Con todo, el eventual desfase de los flujos, producto de continuar la moderada rentabilidad de las AFV, podría ser contrarrestada por los prepagos de los activos, en especial por el aumento que se debiera esperar en los períodos finales de la operación de securitización.

También es importante destacar que independiente de la menor o mayor probabilidad de *default*, se estima que ante un evento de esta naturaleza la pérdida esperada para los bonistas de la serie preferente tendería a cero, debido a que el desfase de flujos afectaría sólo a los últimos cupones. Lo anterior se explica por el adecuado nivel de activos que posee el patrimonio separado

A septiembre de 2013 el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, más los fondos disponibles– representaban en torno al 105,52% del monto del bono preferente. A agosto de 2012, este *ratio* se encontraba en torno al 99,8%. Con todo, se debe considerar que a la fecha, el patrimonio separado cuenta con inmuebles recuperados con un saldo insoluto de UF 1058, los que una vez liquidados implicarían un aumento en el valor del indicador.

La cartera de activos, que a septiembre de 2013 tenía un *seasoning* de 159 meses, ha presentado, en lo relativo al *default*, un comportamiento dentro de los parámetros esperados, no así en lo referente a los pagos anticipados que se han situado por sobre lo previsto, habiéndose prepagado un monto equivalente al 33,75% del valor original de la cartera y presentándose un nivel de *default* de 22,12% sobre el saldo insoluto original (por *default* se entiende contratos liquidados, en cobranza judicial y/o mora superior a tres meses). En todo caso, las liquidaciones efectivas, que han implicado enajenación de las garantías, han sido del orden del 18,62% respecto a la cartera original. Con todo, se debe considerar que a diferencia de lo que sucede en otras estructuras de similar antigüedad, el nivel de *default* en este patrimonio separado ha mostrado una estabilización sólo en los últimos meses, por lo tanto, aún es prematuro aseverar que a futuro no se producirá un incremento que implique un mayor deterioro de los activos de respaldo o la mantención de los niveles actuales.

Por su parte, la clasificación de la serie subordinada se basa en que su pago está sometido al cumplimiento de la serie preferente, por cuanto absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos, reforzando, de esta manera, la clasificación de riesgo obtenida por la serie preferente, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

Perspectivas de la clasificación

En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de 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 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 C

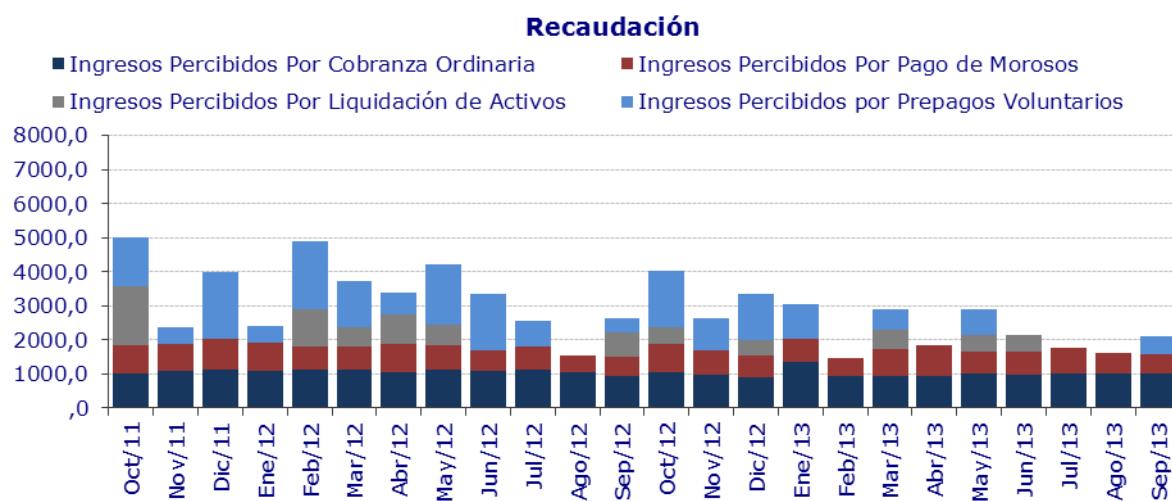
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Análisis del patrimonio



Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes al periodo entre octubre de 2011 y septiembre de 2013, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 2.914, registrándose la menor recaudación en febrero de 2013 (UF 1.486) y la mayor en octubre de 2011 (UF 4.998). El total de recaudaciones del mes incluye tanto las recaudaciones por pagos al día y morosos, los prepagos que se realizaron en dicho mes y los ingresos percibidos por liquidación de activos.

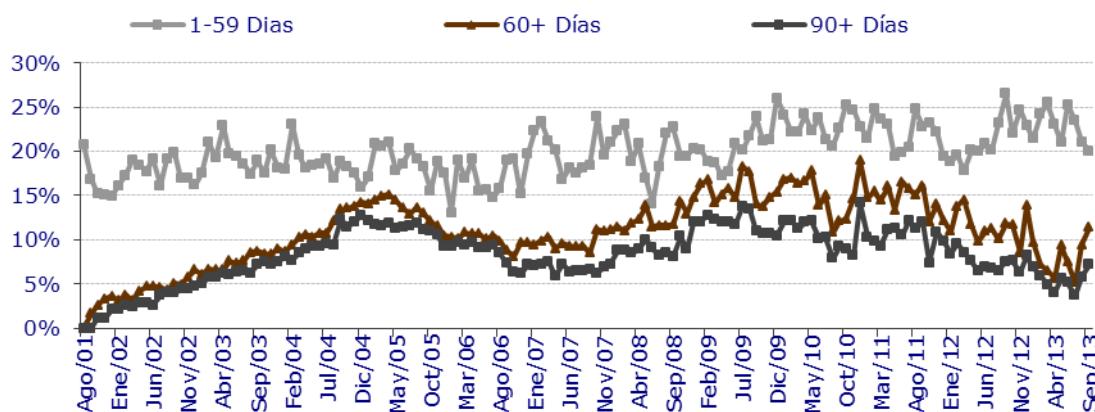


Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la cartera indica que durante los últimos doce meses el grueso de la morosidad correspondió a clientes con una o dos cuotas atrasadas, representando a septiembre de 2013 el

20,05% del total de la cartera medida sobre el saldo insoluto vigente. La morosidad sobre 60 días ha decaído, ubicándose entre 11,43%, mientras que las de más de 90 días registra un 7,21% sobre el saldo insoluto.

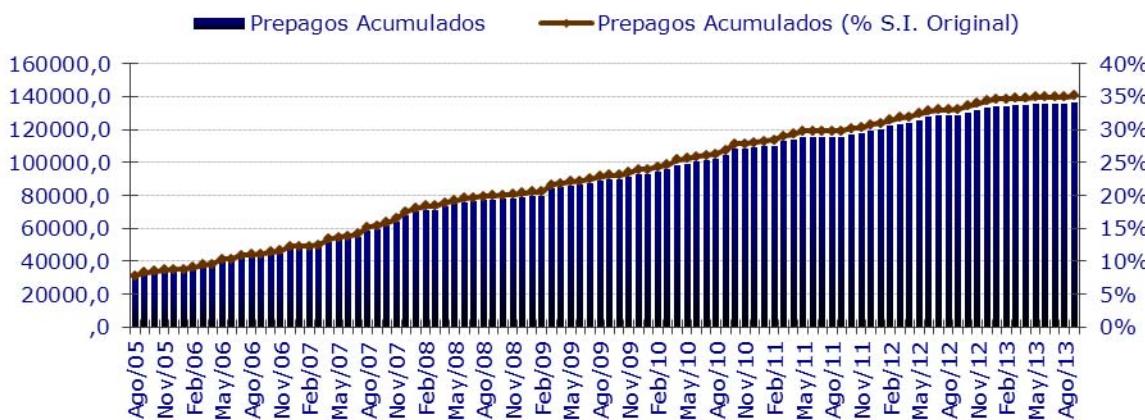
Morosidad en Función del S.I.



Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos de activos a partir de enero de 2002, los que a septiembre de 2013 acumulaban un monto equivalente a UF 136.332, correspondiendo a un 35,09% de la cartera original. Este porcentaje se encuentra por sobre los parámetros supuestos por **Humphreys** previo a la conformación del patrimonio separado.

Prepagos Acumulados

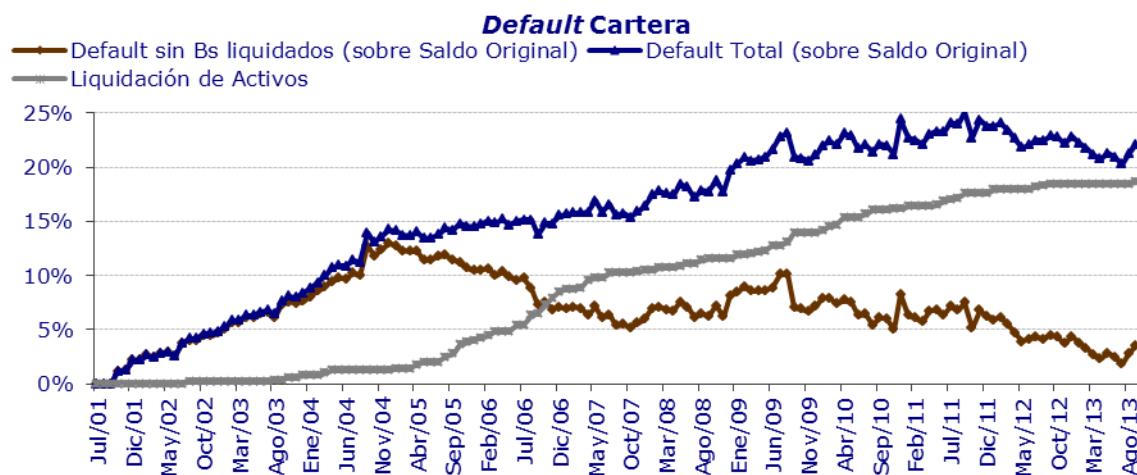


En la presente emisión, para atenuar el riesgo proveniente de los prepagos de los activos, se han efectuado prepagos de bonos, los cuales están descritos más adelante.

Default de la cartera

Humphreys, dado su criterio conservador, considera como *default* los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. También se consideran los activos efectivamente liquidados.

El *default* de la cartera, a septiembre de 2013, representaba un 22,12% del saldo insoluto original. A diferencia de lo que sucede con otros patrimonios de similar antigüedad³, el *default* total de este patrimonio solo comienza a evidenciar una mayor estabilización en los últimos tres años.



Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en agosto de 2002, alcanzando a septiembre de 2013 el 18,62% de activos liquidados medido sobre saldo insoluto.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ⁴	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Septiembre - 2013	85,79%	UF 790	11,64%	159 meses
Inicial (Jun-01)	87,06%	UF 801	11,33%	7 meses

³ En cuanto a activos subyacentes y *seasoning*.

⁴ LTV: Relación existente entre lo adeudado y la tasación sin considerar los ahorros en la AFV.

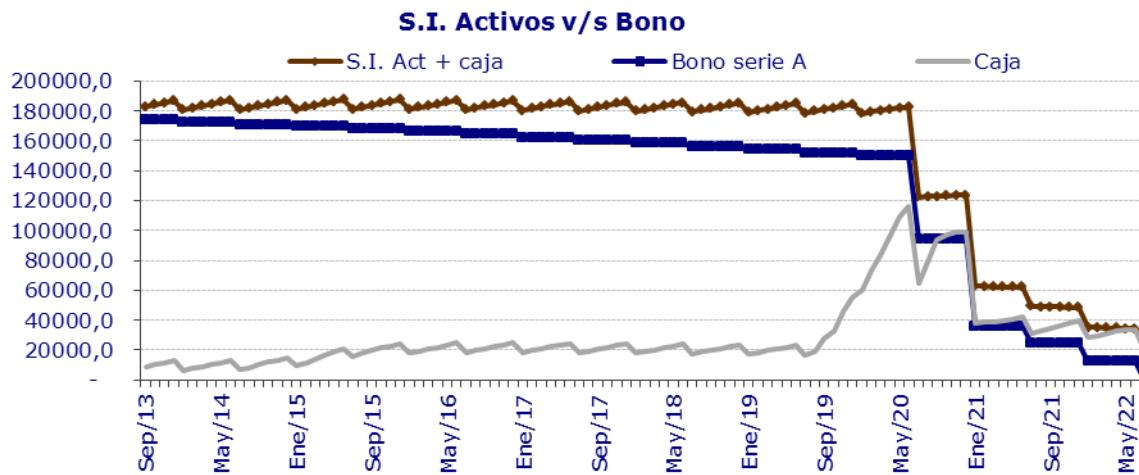
Prepago de bonos

Hasta junio de 2013 se había rescatado un monto total que asciende a UF 237.752,14, los cuales representaban el 52,83% del monto original de la serie preferente. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y por exceso de caja al momento del corte de cupón. A la fecha se han realizado los siguientes prepagos:

Fecha	Series	Monto pago UF	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
jul-02	A	993,14	0,22%
ene-03	A	1.979,08	0,66%
jul-03	A	2.957,43	1,32%
ene-04	A	1.963,90	1,75%
jul-04	A	5.867,76	3,06%
ene-05	A	973,83	3,27%
jul-05	A	25.208,62	8,88%
ene-06	A	18.337,76	12,95%
jul-06	A	12.487,49	15,73%
ene-07	A	19.117,00	19,97%
jul-07	A	15.215,37	23,36%
ene-08	A	17.972,17	27,35%
jul-08	A	10.347,40	29,65%
ene-09	A	10.287,88	31,94%
jul-09	A	11.155,97	34,41%
ene-10	A	9.238,74	36,47%
jul-11	A	12.850,39	39,32%
ene-11	A	12.763,66	42,16%
jul-11	A	9.052,82	44,17%
ene-12	A	6.290,57	45,57%
jul-12	A	22.263,93	50,52%
ene-13	A	6.241,41	51,90%
jul-13	A	4.185,82	52,83%
Total	A	237.752,14	52,83%

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de la serie preferente, desde septiembre de 2013 hasta el vencimiento de estos títulos. Se muestra también una estimación de la caja que acumularía el patrimonio separado. Los flujos de caja y los saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin prepagos ni *default*:



Durante este período se ha procedido a capitalizar los intereses correspondientes a los bonos de la serie B subordinada a una tasa del 7% anual efectiva.

"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."