



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior



Analista

Gonzalo Neculmán Gómez

Tel. (56-2) 2433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Securizadora Security S.A.

Cuarto Patrimonio Separado

Febrero 2014

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

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

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-4
Inscripción Registro de Valores	Nº 319, 3 de diciembre de 2002
Activos de Respaldo	Contratos de leasing habitacional.
Originador/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 el ejercicio de la opción de contrato de compraventa.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	440.309	638	10,79%	51,58%	806
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles. Si no se descuenta el saldo de las cuentas AFV a noviembre de 2013, este valor asciende a 85,63%.					
Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a noviembre 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	950.000	458.001	6,0%	Ene-25
B	Subordinada	58.000	110.101	6,0%	Ene-25
C	Subordinada	100.000	189.830	6,0%	Ene-25
Total		1.108.000	757.933		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2013.

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 emanadas de la serie preferente de bonos, no así para las series subordinadas. 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.

De acuerdo con la información de la cartera y los estados financieros a septiembre de 2013, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados– representaba el 99,66% del monto de los bonos preferentes (97,06% a diciembre de 2012). A la fecha de emisión, enero de 2003, este *ratio* se encontraba en 82,70%. A juicio de **Humphreys**, lo más probable es que en el corto plazo se iguale el valor de los activos con el saldo insoluto de los bonos *senior*. Si para el cálculo del indicador se incorpora la serie B, el mismo disminuye a 81,04% (80,66% en diciembre de 2012 y 77,94% a la fecha de emisión).

La cartera crediticia, que a noviembre de 2013 mantenía un *seasoning* de aproximadamente 145 meses, presentaba un nivel de *default*¹, medido sobre saldo insoluto original, de 13,55%, coherente con lo inicialmente proyectado por **Humphreys**. A la misma fecha, los activos liquidados representaban el 12,23% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

Los prepagos de la cartera exhiben un dinamismo superior al inicialmente supuesto por la clasificadora, con una relación de prepagos acumulados sobre saldo insoluto original de la cartera de 30,03%, superior al 27,44%, nivel máximo de estrés supuesto por **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado.

Si bien tanto la serie B como la serie C se clasifican en “Categoría C”, cabe precisar que dado el sistema de subordinación de la estructura, la pérdida esperada para la primera es significativamente menor que la esperada para la segunda serie.

¹ El *default* contempla la cartera con mora mayor a 90 días más los activos en proceso de liquidación y los efectivamente liquidados.

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.

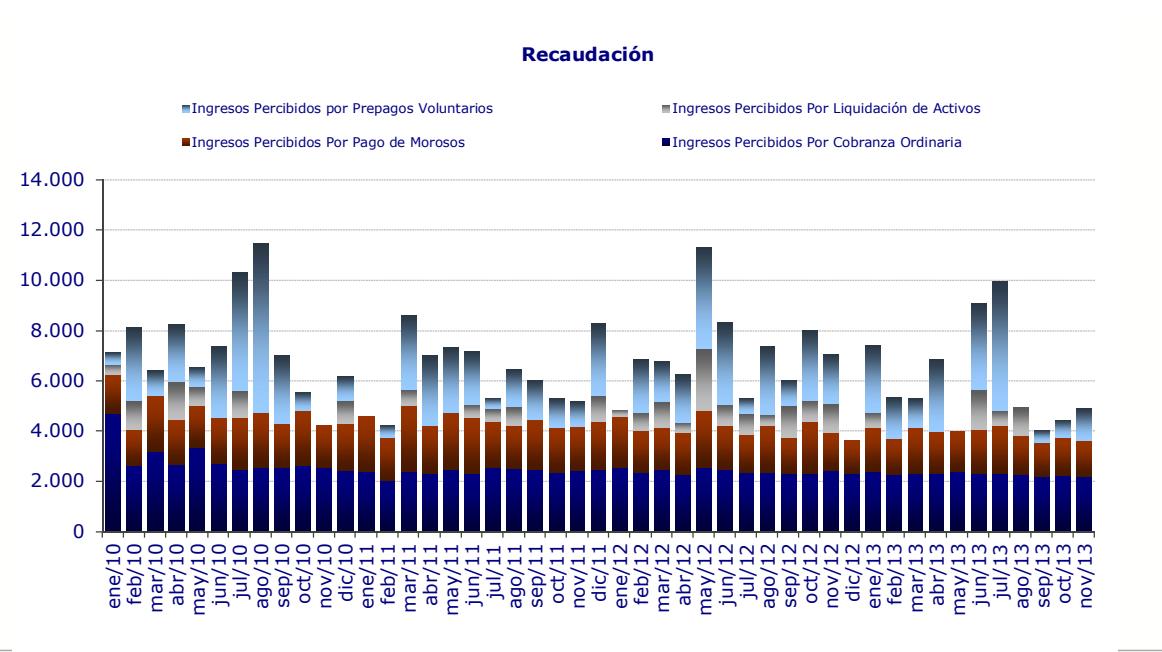
Categoría C

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 separado

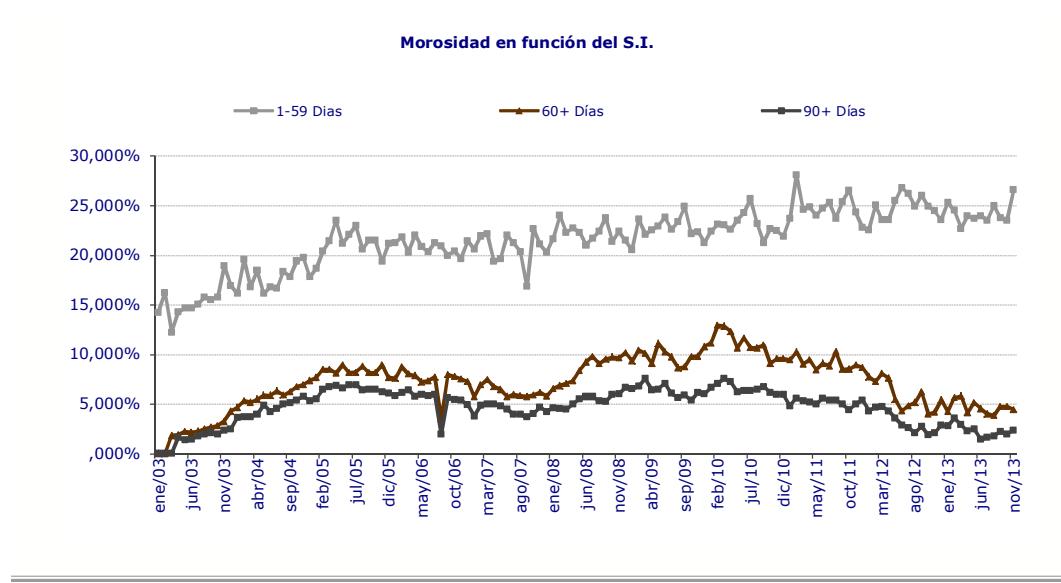
Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre diciembre de 2011 y noviembre de 2013, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- de aproximadamente UF 4.026 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en mayo de 2012 (UF 4.821) y la menor en septiembre de 2013 (UF 3.517). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 2.470 en el mismo período.



Morosidad de la cartera de activos

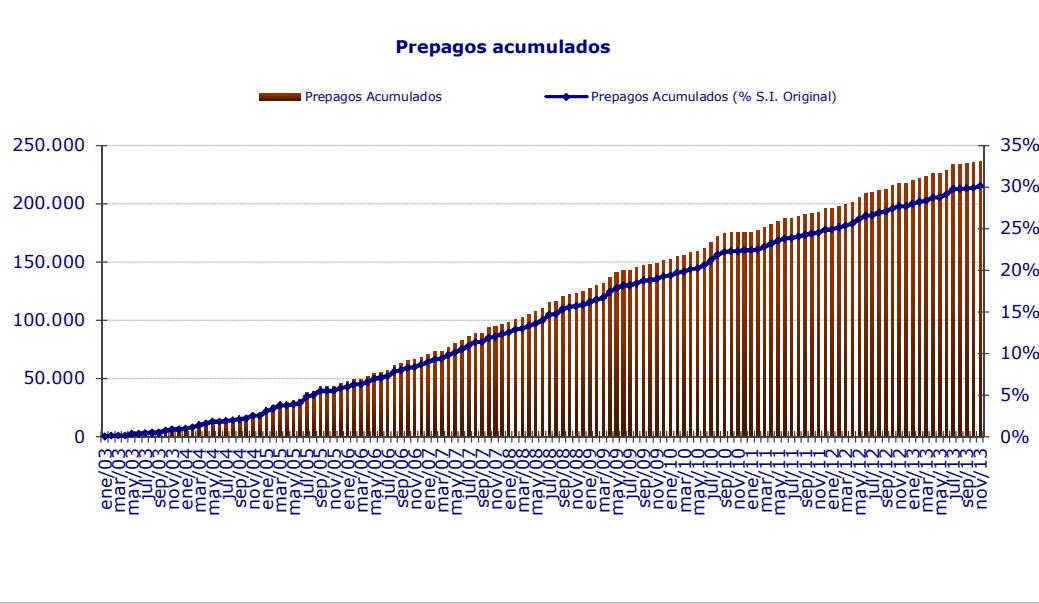
A noviembre de 2013, la mayor parte de la mora estaba concentrada en activos con una o dos cuotas vencidas, los que representaban el 26,57% del saldo insoluto vigente de la cartera. En tanto, la morosidad mayor a 60 días alcanzaba el 4,42% y la por sobre 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, ascendía a 2,34%. Este último tramo se mantuvo relativamente estable hasta 2010, en niveles cercanos al 5%, fecha en que comienza a mostrar una tendencia decreciente.



Prepagos voluntarios

Hasta noviembre de 2013, el patrimonio separado había presentado prepagos por UF 235.927, incluyendo tanto los totales como los parciales, monto equivalente a un 30,03% del saldo insoluto original de la cartera. Este nivel de prepagos es superior a los niveles medio (20,39%) y máximo (27,44%) de prepagos supuestos por **Humphreys** al inicio de la operación. La tendencia creciente de los prepagos mostró una breve desaceleración en la segunda mitad de 2010; sin embargo, recuperó su ritmo de crecimiento en los años posteriores

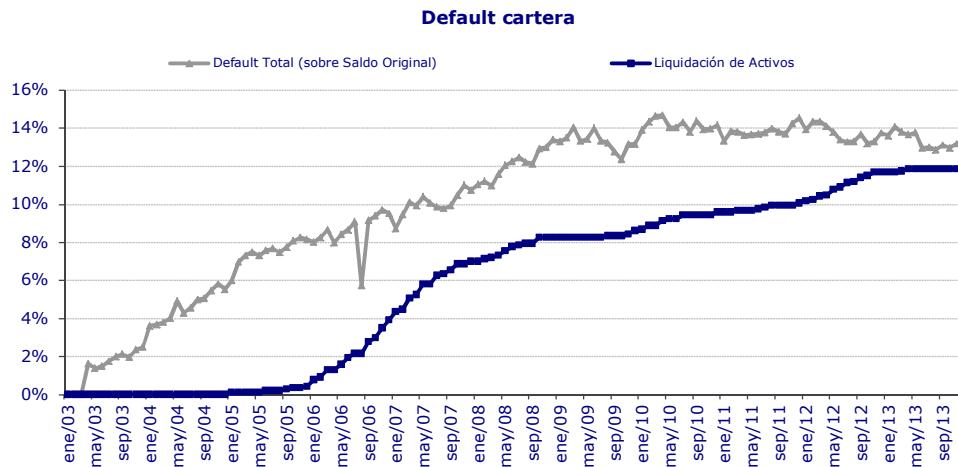
Un elevado nivel de prepagos disminuye significativamente el exceso de *spread* que la estructura financiera es capaz de capturar y, por tanto, deteriora la capacidad de pago del patrimonio separado, afectando fundamentalmente a las series subordinadas.



Default de la cartera

Humphreys, dado su criterio conservador, considera en *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.

El *default* total de la cartera, a noviembre de 2013, representaba un 13,55% del saldo insoluto original, y estaba conformado mayoritariamente por activos efectivamente liquidados. Dada la antigüedad y las características de la operación, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.



Este patrimonio separado tuvo su primera liquidación de activos en enero de 2005 y, a noviembre de 2013, los activos liquidados acumulan un monto equivalente al 11,86% del monto original de la cartera securitizada.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ²	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Nov-13	51,58%*	UF 806	10,79%	145 meses
Inicial (Ene-03)	85,43%	UF 836	10,79%	14 meses

*A noviembre de 2013, la relación entre el saldo insoluto actual y valor de garantía del inmueble (LTV) corresponde a un 85,63% si no se descuentan las cuentas de AFV a esa fecha.

Prepago de bonos

Hasta octubre de 2013 se había rescatado un monto total que asciende a UF 384.109,30, los cuales representan el 40,43% 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.

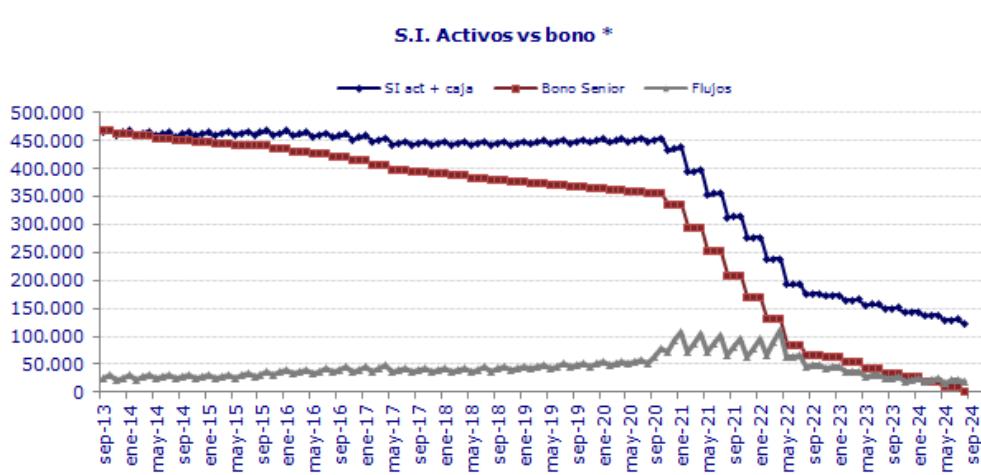
² LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

Prepagos serie preferente			
Fecha	Serie	Láminas rescatadas (UF)	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
abr-03	A	1.000,00	0,11%
jul-03	A	1.995,07	0,32%
oct-03	A	995,036	0,42%
ene-04	A	2.977,50	0,73%
abr-04	A	1.979,85	0,94%
jul-04	A	5.923,88	1,57%
oct-04	A	984,6633	1,67%
ene-05	A	4.909,87	2,19%
abr-05	A	10.771,70	3,32%
jul-05	A	2.929,43	3,63%
oct-05	A	15.578,69	5,27%
ene-06	A	6.795,73	5,98%
abr-06	A	13.550,96	7,41%
jul-06	A	8.684,92	8,32%
oct-06	A	14.430,21	9,84%
ene-07	A	16.302,87	11,56%
abr-07	A	19.118,53	13,57%
jul-07	A	18.103,51	15,48%
oct-07	A	11.395,92	16,68%
ene-08	A	12.303,94	17,97%
abr-08	A	9.432,08	18,96%
jul-08	A	11.278,92	20,15%
oct-08	A	13.111,90	21,53%
ene-09	A	11.192,45	22,71%
abr-09	A	7.423,85	23,49%
jul-09	A	8.316,71	24,37%
oct-09	A	10.093,93	25,43%
ene-10	A	6.383,32	26,10%
abr-10	A	4.534,47	26,58%
jul-10	A	15.316,02	28,19%
oct-10	A	17.037,33	29,98%
ene-11	A	3.571,14	30,36%

abr-11	A	3.556,10	30,73%
jul-11	A	7.967,18	31,57%
oct-11	A	9.695,45	32,59%
ene-12	A	3.510,04	32,96%
abr-12	A	9.609,14	33,97%
jul-12	A	13.043,23	35,35%
oct-12	A	7.785,24	36,17%
ene-13	A	12.043,73	37,44%
abr-13	A	6.820,46	38,15%
jul-13	A	7.603,59	38,95%
oct-13	A	10.049,24	40,01%
Total		380.107,81	40,01%

Antecedentes de los bonos securizados

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 la Serie A desde septiembre de 2013 hasta el vencimiento de los bonos. 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*, asumiendo una rentabilidad de las cuentas de AFV de 3% y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 3.000 al año. Se evidencia que, producto de la captura del sobrecolateral de la operación, a partir de principios de 2014 el valor de los activos sería superior al saldo insoluto del bono preferente, sin embargo, debido a la rentabilidad menor a la inicialmente esperada de las cuentas de AFV, se producirán reducidos excedentes de caja para el pago de los cupones de la serie preferente durante los últimos meses de vigencia del patrimonio.



"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."