



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista

Gonzalo Neculmán Gómez

Tel. (56) 22433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Securizadora Security S.A.

Cuarto Patrimonio Separado

Febrero 2015

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
Bonos securitzados:		
Serie A	AA	Favorable ¹
Serie B	C	Estable
Serie C	C	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2014	

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	441.590	609	10,79%	47,73%	882
* 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 82,28%.					
Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a noviembre de 2014					
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	412.885	6,0%	Ene-25
B	Subordinada	58.000	116.145	6,0%	Ene-25
C	Subordinada	100.000	200.250	6,0%	Ene-25
Total		1.108.000	729.280		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de noviembre de 2014.

¹ Tendencia anterior: Estable.

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; además, en el caso del bono *senior*, se dispone del mayor valor de los activos.

De acuerdo con la información de la cartera y la información financiera a noviembre de 2014, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados– representaba el 104,34% del monto de los bonos preferentes (99,66% a diciembre de 2013). A la fecha de emisión, enero de 2003, este *ratio* se encontraba en 82,70%. A juicio de **Humphreys**. Si para el cálculo del indicador se incorpora la serie B, el mismo disminuye a 81,43% (81,04% en diciembre de 2013 y 77,94% a la fecha de emisión).

La tendencia de la clasificación pasa desde "Estable" a "Favorable", producto de la mejora que ha tenido el patrimonio en su desempeño, lo cual se refleja en el aumento de sus niveles de colateral, respecto a sus obligaciones. Además se ha valorado la mantención de indicadores de mora y default acotados y controlados en el tiempo.

La cartera crediticia, que a noviembre de 2014 mantenía un *seasoning* de aproximadamente 156 meses, presentaba un nivel de *default*², medido sobre saldo insoluto original, de 13,42%, coherente con lo inicialmente proyectado por **Humphreys**. A la misma fecha, los activos liquidados representaban el 12,32% 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 32,21%, superior al 27,44%, nivel máximo de estrés supuesto por **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado.

² El *default* contempla la cartera con mora mayor a 90 días más los activos en proceso de liquidación y los efectivamente liquidados.

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.

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.

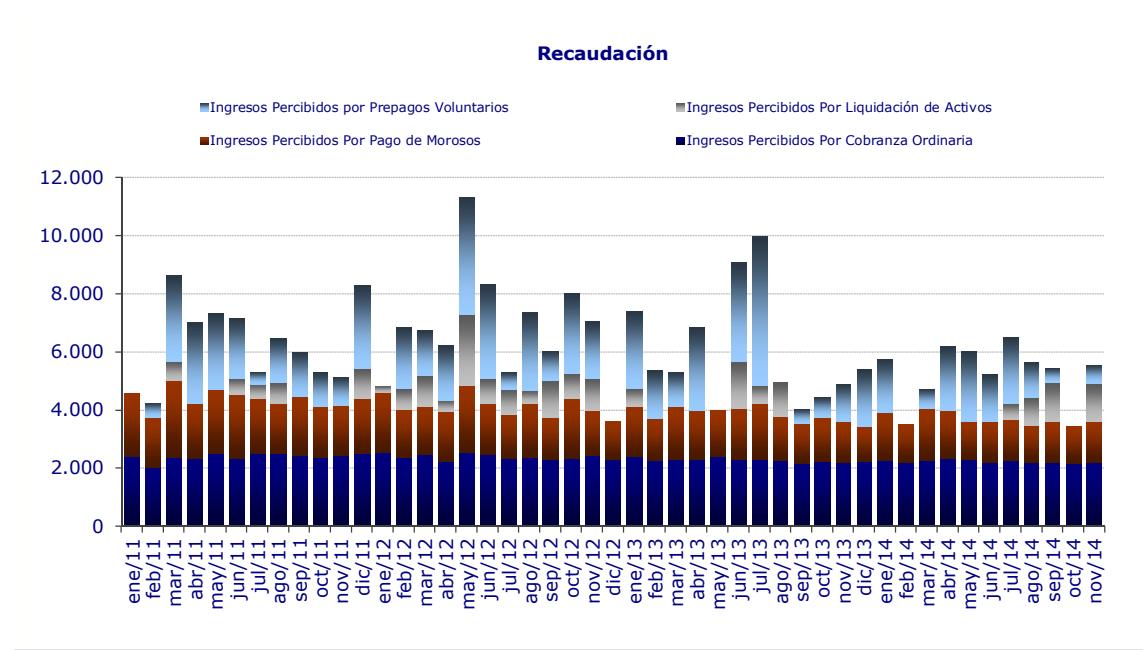
Categoría C

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

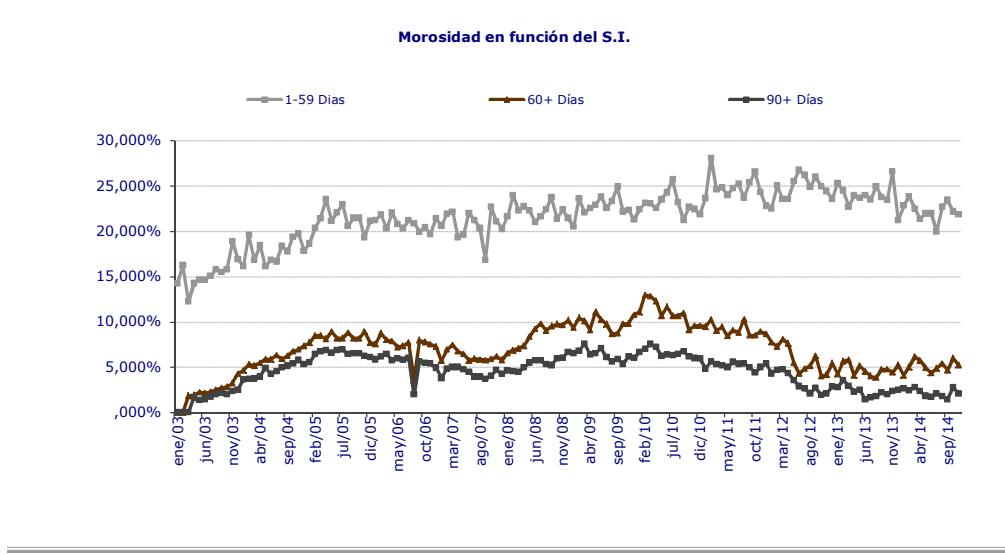
Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre diciembre de 2012 y noviembre de 2014, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- de aproximadamente UF 3.756 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2013 (UF 4.203) y la menor en octubre de 2014 (UF 3.427). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.782 en el mismo período.



Morosidad de la cartera de activos

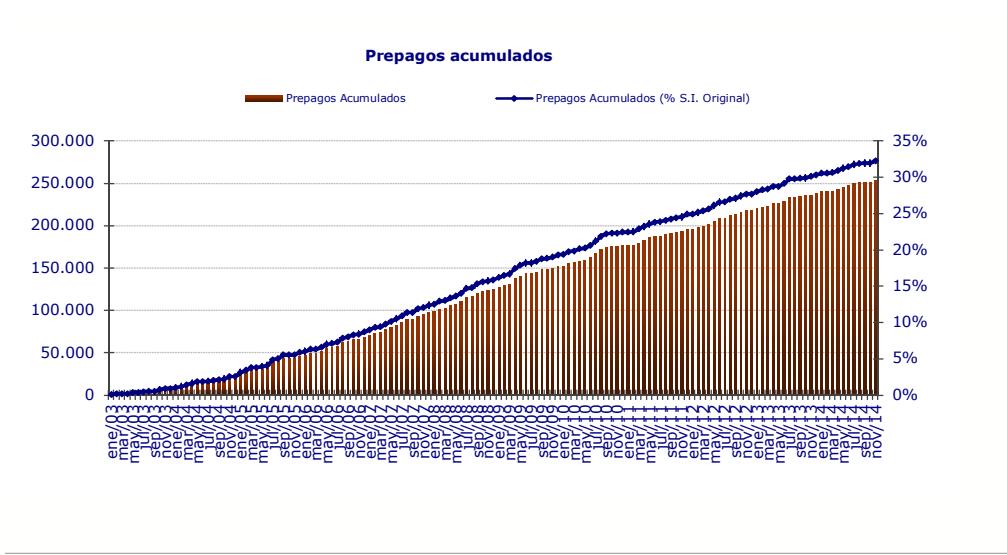
A noviembre de 2014, la mayor parte de la mora estaba concentrada en activos con una o dos cuotas vencidas, los que representaban el 21,86% del saldo insoluto vigente de la cartera. En tanto, la morosidad mayor a 60 días alcanzaba el 5,21% y la por sobre 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, ascendía a 2,08%. 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 2014, el patrimonio separado había presentado prepagos por UF 253.050, incluyendo tanto los totales como los parciales, monto equivalente a un 32,21% 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.

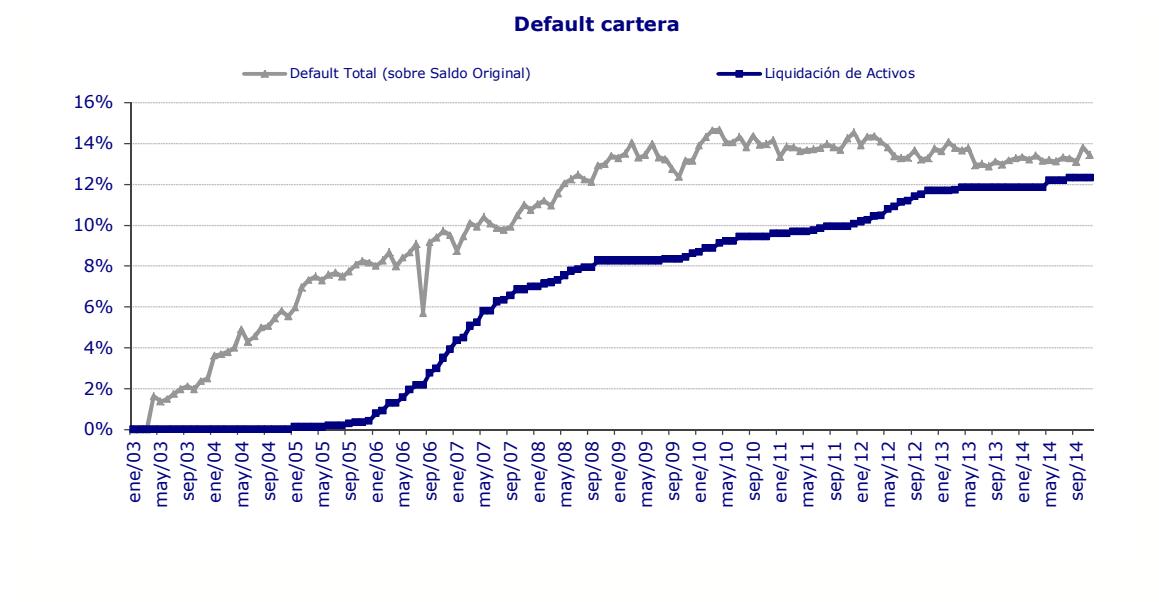
Un elevado nivel de prepagos disminuye significativamente el exceso de *spread* que la estructura financiera es capaz de capturar y, por tanto, deteriora la capacidad de pago del patrimonio separado, afectando fundamentalmente a las series subordinadas.



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 2014, representaba un 13,42% 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 2014, los activos liquidados acumulan un monto equivalente al 12,32% del monto original de la cartera securitizada.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ³	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Nov-14	47,73%	UF 882	10,79%	156 meses
Inicial (Ene-03)	85,43%	UF 836	10,79%	14 meses

³ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

Pre pago de bonos

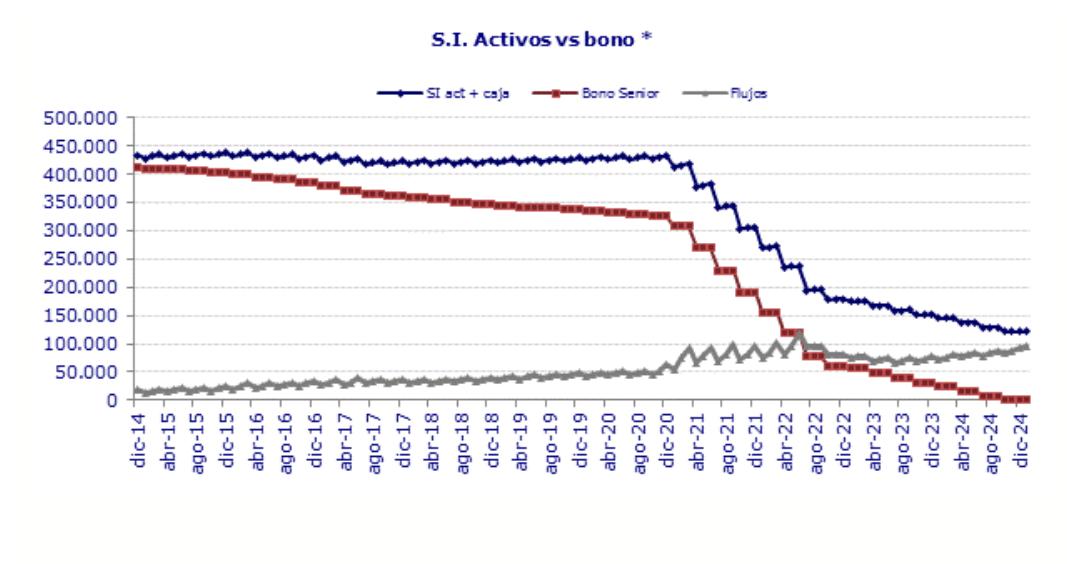
Hasta octubre de 2014 se había rescatado un monto total que asciende a UF 406.236 los cuales representan el 42,76% del monto original de la serie preferente. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y por exceso de caja al momento del corte de cupón.

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%
ene-14	A	3.402,69	40,37%
abr-14	A	5.746,07	40,97%
jul-14	A	5.689,65	41,57%
oct-14	A	11.290,70	42,76%
Total		406.236,91	42,76%

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 la Serie A desde diciembre de 2014 hasta el vencimiento de los bonos. Se muestra también una estimación de la caja acumulada 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 se producen saldos de caja positivos hasta el pago total de la serie preferente.



"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."