



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista

Gonzalo Neculmán Gómez

Tel. (56) 22433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

## **Securizadora Security S.A.**

### **Cuarto Patrimonio Separado**

Febrero 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
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 (BSECS-4A)	AA+ <sup>1</sup>	Estable <sup>2</sup>
Serie B (BSECS-4B)	C	Estable
Serie C (BSECS-4C)	C	Estable
Estados Financieros	Septiembre de 2015	

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	391.207	573	10,79%	45,53%	869

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles. Si no se descuenta el saldo de las cuentas AFV a noviembre de 2014, este valor asciende a 85,5%.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a noviembre de 2015

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	374.375	6,0%	Ene-25
B	Subordinada	58.000	123.114	6,0%	Ene-25
C	Subordinada	100.000	212.264	6,0%	Ene-25
<b>Total</b>		<b>1.108.000</b>	<b>709.753</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de noviembre de 2015.

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

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

## 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.

La clasificación para la categoría de riesgo asignada a la serie preferente (*Categoría AA*) se modifica a "*Categoría AA+*", atendiendo al hecho que la operación ha aumentado su nivel de colateral con respecto a sus obligaciones en conjunto con la mantención de niveles de mora y *default* acotados y controlados en el tiempo. Este nivel de colaterización permite que el flujo de los activos sea adecuado para el pago de los bonos incluso bajo el escenario que de una muy reducida rentabilidad en las cuentas de la AFV. Es importante destacar que los contratos de *leasing* habitacional que sirven de respaldo a la operación, han sido originados bajo la modalidad de ahorro en la AFV (administradora de fondos para la vivienda). De esta forma el arrendatario paga mensualmente el arriendo (el equivalente al interés del crédito, dinero que ingresa directamente al patrimonio separado) y, en paralelo, ahorra en la AFV y así acumula los fondos necesarios para pagar al saldo de precio adeudado (amortización del capital). El tiempo que demore el arrendatario para saldar totalmente la operación dependerá de la rentabilidad de los fondos administrados por al AFV. Si a la fecha del vencimiento original del contrato de arrendamiento no se hubiese reunido la totalidad de los recursos para ejercer el pago del saldo de precio, el importe acumulado se utiliza para amortizar parcialmente el saldo de precio (dinero que ingresa al patrimonio separado) y se extiende la fecha de vencimiento del *leasing* habitacional.

De acuerdo con la información de la cartera y la información financiera a septiembre de 2015, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados– representaba el 108,71% del monto de los bonos preferentes (104,34% a noviembre de 2014). 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 82,8% (81,4% en noviembre de 2014 y 77,94% a la fecha de emisión).

La tendencia de la clasificación pasa desde "Favorable" a "Estable", producto que existe una alta probabilidad que el patrimonio separado no presente variaciones de relevancia en el futuro.

La cartera crediticia, que a septiembre de 2015 mantenía un *seasoning* de aproximadamente 165 meses, presentaba un nivel de *default*<sup>3</sup>, medido sobre saldo insoluto original, de 13,37%, coherente con lo inicialmente proyectado por **Humphreys**. A la misma fecha, los activos liquidados representaban el 12,39% 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 33,24%, 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.

## 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.

"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Categoría C

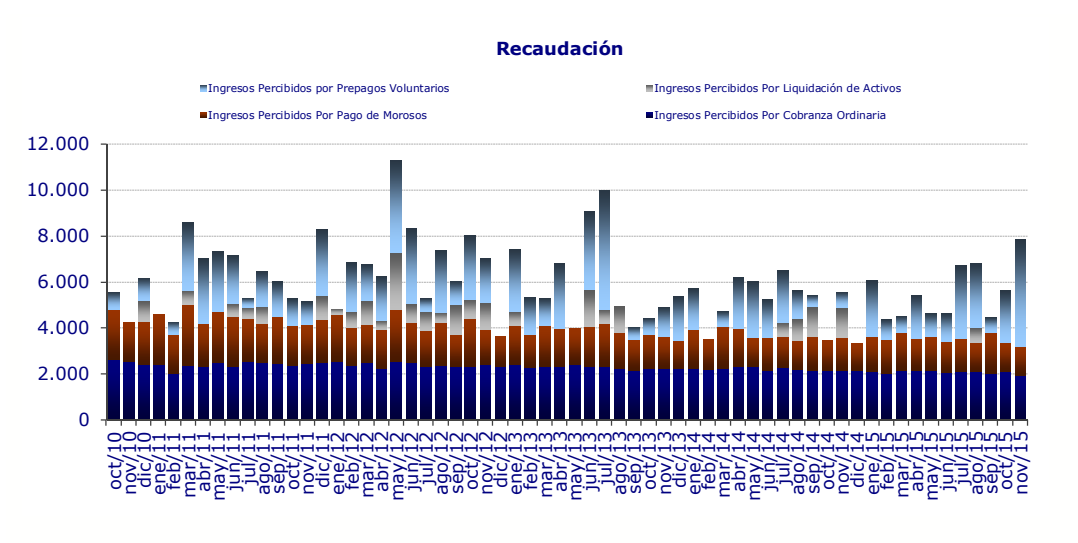
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

<sup>3</sup> El *default* contempla la cartera con mora mayor a 90 días más los activos en proceso de liquidación y los efectivamente liquidados.

## Análisis del patrimonio separado

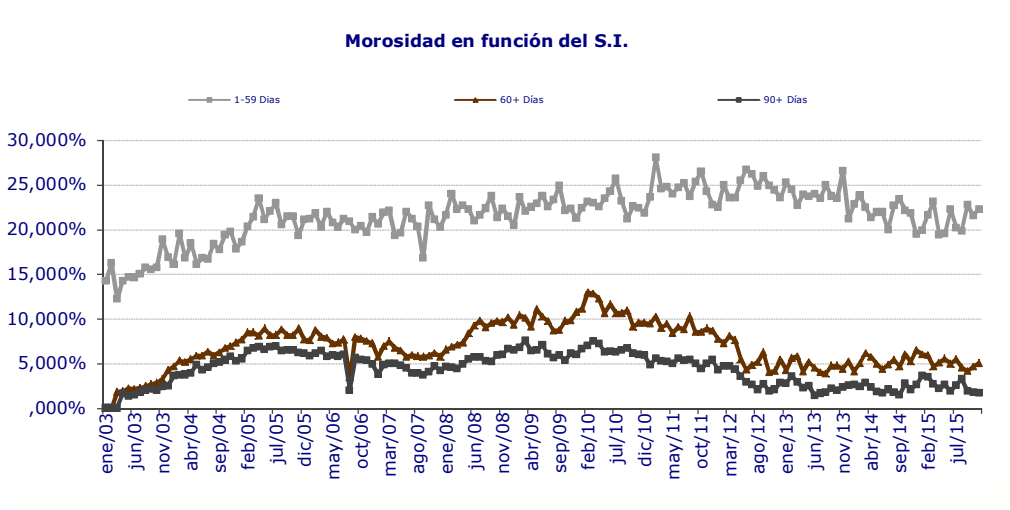
### Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre diciembre de 2013 y noviembre de 2015, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- de aproximadamente UF 3.575 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en marzo de 2014 (UF 4.050) y la menor en octubre de 2014 (UF 3.427). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.536 en el mismo período.



### Morosidad de la cartera de activos

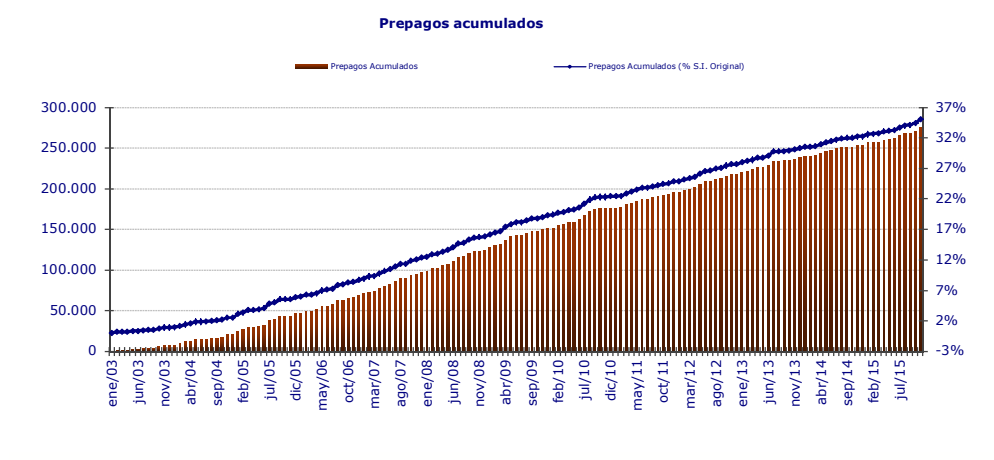
A noviembre de 2015, la mayor parte de la mora estaba concentrada en activos con una o dos cuotas vencidas, los que representaban el 22,30% del saldo insoluto vigente de la cartera. En tanto, la morosidad mayor a 60 días alcanzaba el 5,05% y la por sobre 90 días, considerada como dura por **Humphreys**, ascendía a 1,73%. 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 2015, el patrimonio separado había presentado prepagos por UF 274.732, incluyendo tanto los totales como los parciales, monto equivalente a un 34,97% 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.

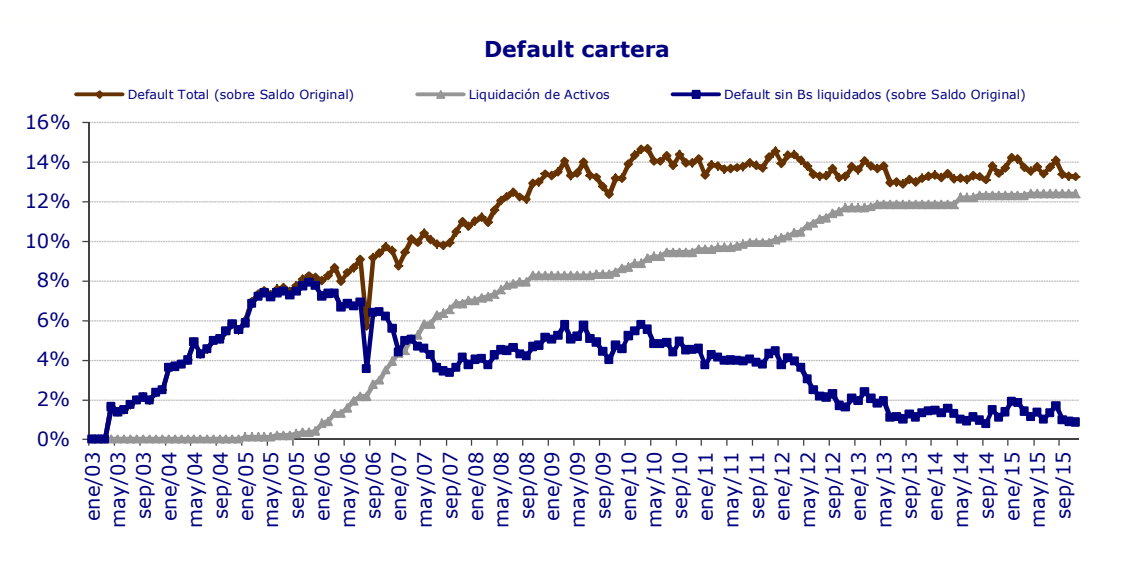
Un elevado nivel de prepagos disminuye significativamente el exceso de *spread* que la estructura financiera es capaz de capturar y, por tanto, deteriora la capacidad de pago del patrimonio separado, afectando fundamentalmente a las series subordinadas. Sin perjuicio de lo anterior, en este caso la pérdida de *spread* es menos incidentes por cuanto el valor de los activos supera el de los pasivos y, además, permite captar un porcentaje de ingresos que, de no mediar los prepagos, se producirían con posterioridad al vencimiento del bono preferente.



## 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 2015, representaba un 13,25% 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 12,39% del monto original de la cartera securitizada.

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>4</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Nov-14	45,69%	UF 869	10,79%	168 meses
Inicial (Ene-03)	85,43%	UF 836	10,79%	14 meses

### Prepago de bonos

Hasta octubre de 2014 se había rescatado un monto total que asciende a UF 434.764 los cuales representan el 45,76% 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%

<sup>4</sup> LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

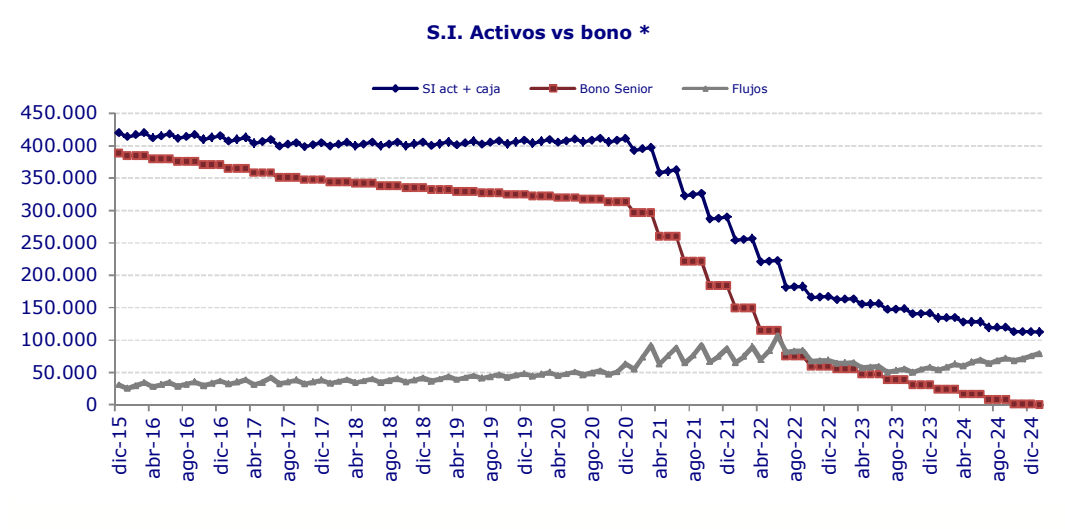


ene-05	A	4.909,87	2,19%
abr-05	A	10.771,70	3,32%
jul-05	A	2.929,43	3,63%
oct-05	A	15.578,69	5,27%
ene-06	A	6.795,73	5,98%
abr-06	A	13.550,96	7,41%
jul-06	A	8.684,92	8,32%
oct-06	A	14.430,21	9,84%
ene-07	A	16.302,87	11,56%
abr-07	A	19.118,53	13,57%
jul-07	A	18.103,51	15,48%
oct-07	A	11.395,92	16,68%
ene-08	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%
Ene-15	A	4.809,12	43,27%
Abr-15	A	5.577,22	43,86%
Jul-15	A	6.333,74	44,52%
Oct-15	A	11.807,27	45,76%
<b>Total</b>		<b>434.764,26</b>	<b>45,76%</b>

## Antecedentes de los bonos securitizados

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 2015 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 aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”*