



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

A n a l i s t a

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

antonio.velasquez@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A.

Décimo Patrimonio Separado

Julio 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie A	AAA
Serie B	AA
Serie C	A
Serie D	BBB
Serie E	B
Serie F	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2012

Datos básicos de la operación	
Identificación patrimonio separado	Patrimonio Separado BSECS-10
Inscripción registro de valores	N° 510, 16 de Agosto de 2007
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 compraventa: tasa fija, arriendo mensual, ahorro acumulado (ahorro mensual + subsidio trimestral) para ejercicio de 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	658.031	1.520	10,36%	61,11%	708
<p>* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles</p> <p>Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2012.</p> <p>Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.</p>					

Características de las series de bonos						
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor nominal título (UF)	Valor par* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	863.000	500	606.423	4,00%	Ene-26
B	Subordinada	141.000	200	99.294	4,00%	Ene-26
C	Subordinada	45.000	200	54.215	4,00%	Ene-26
D	Subordinada	18.000	200	21.686	4,00%	Ene-26
E	Subordinada	46.000	200	55.420	4,00%	Ene-26
F	Subordinada	113.000	200	136.139	4,00%	Ene-26
Total		1.226.000		973.176		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de marzo de 2012

Opinión

Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en la suficiencia de los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado, en relación con las obligaciones emanadas por la emisión de los títulos de deuda, reconociendo los distintos grados de preferencia que presentan las diferentes series de bonos. Los activos que respaldan la operación -contratos de *leasing* habitacional- han sido originados por **Inmobiliaria Mapsa S.A.**

A marzo de 2012, el valor de los activos del patrimonio separado -saldo insoluto de los contratos de *leasing*, más los fondos disponibles y los bienes recuperados- representaba alrededor del 117% del monto adeudado a los tenedores del bono preferente; este porcentaje se reducía al 100% si se consideraba las obligaciones originadas por las series A y B en conjunto. A la fecha de emisión de los títulos de deuda, estas razones eran de 100% y 86%, respectivamente.

Según datos al 31 de marzo de 2012, el patrimonio separado tenía disponible por UF 41.286, activos de respaldo por UF 658.031 y activos recuperados por UF 13.720¹. El saldo insoluto de la serie preferente más los intereses devengados a esa fecha ascendía a UF 606.423 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 366.753.

La clasificación considera, además, que la cartera de activos que conforman el patrimonio separado, que a marzo de 2012 tenía un *seasoning* de 76 meses, ha presentado, dada su

¹ Saldo insoluto de los activos recuperados a marzo de 2012

antigüedad y características, un comportamiento dentro de los rangos inferiores esperados por el modelo dinámico de **Humphreys**, ello en términos de morosidad, prepagos y *default*,

Según información a marzo de 2012, el *default* de la cartera, medido como los activos efectivamente liquidados más aquellos con mora mayor a 90 días, llegaba al 11,9% del saldo insoluto original de los activos, valor que está por debajo de los niveles medio y máximo proyectados por **Humphreys** al inicio de la operación. Los contratos efectivamente liquidados alcanzaron, a la misma fecha, el 6,1% del saldo insoluto inicial de los activos.

En términos de prepagos, la cartera de contratos de *leasing* ha presentado niveles por debajo de los valores esperados por el modelo dinámico utilizado por **Humphreys**. Los prepagos acumulados, medidos como porcentaje del saldo insoluto original de los contratos, alcanzaban aproximadamente al 4,9%, de acuerdo con información a marzo de 2012. Por su parte la mora mayor a 90 días continuó con la tendencia decreciente que viene exhibiendo desde inicios de 2010, alcanzando, a marzo de 2012, el 5,5% del saldo insoluto vigente de la cartera de activos de respaldo.

Perspectivas de la 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 categoría 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 esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría B

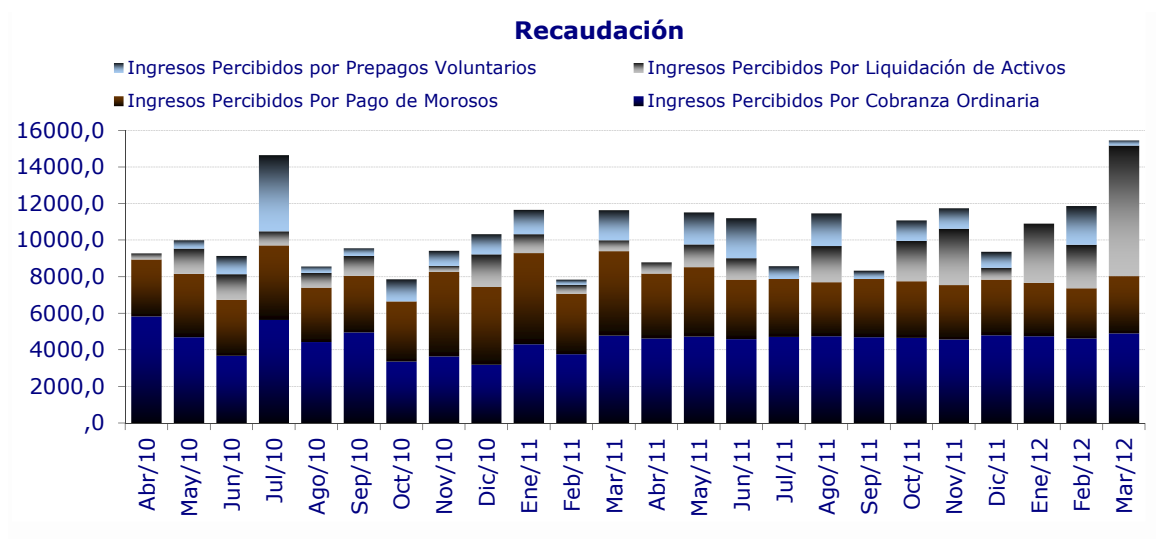
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y 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.

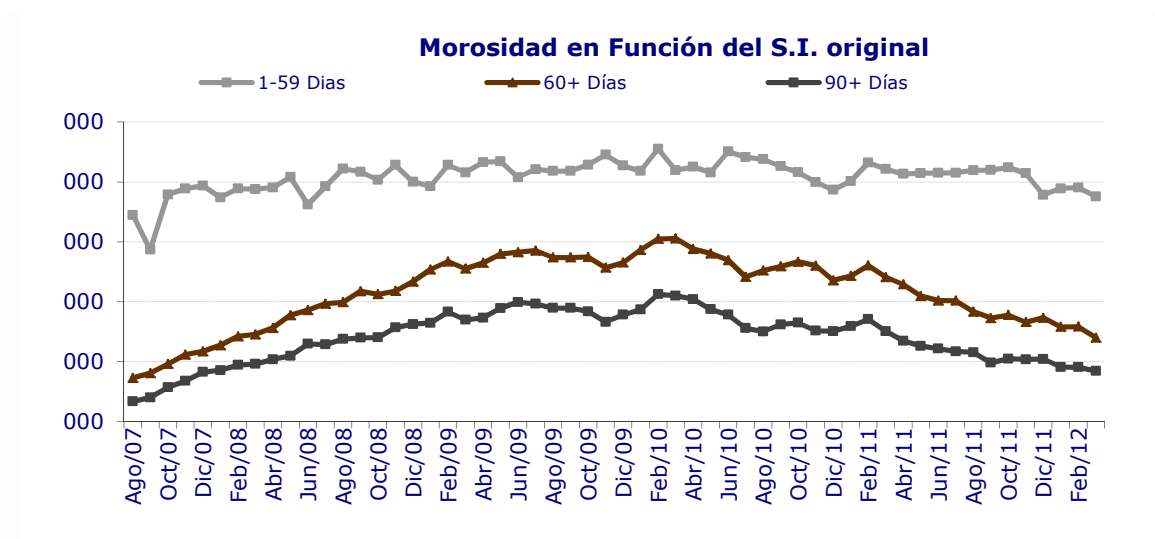
Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre abril de 2010 y marzo de 2012, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria -dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a las UF 7.969 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2010 (UF 9.703) y la menor en octubre del mismo año (UF 6.649). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios, totales y parciales, y liquidaciones de activos, promediaron UF 2.454, en el mismo período.



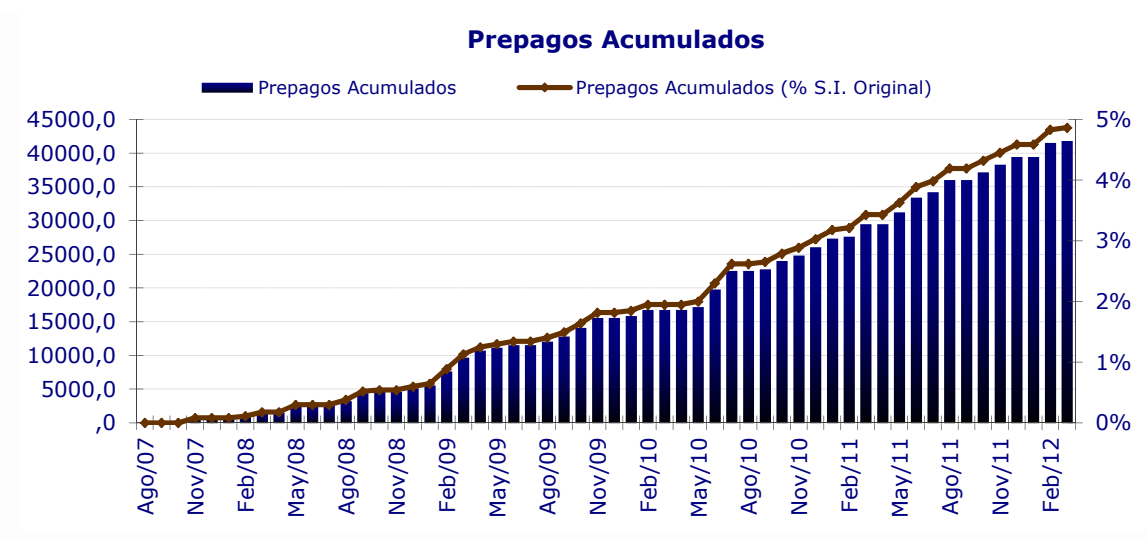
Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2012, la morosidad entre uno y 59 días representaba el 19,5% del saldo insoluto de la cartera vigente, la mora mayor a 60 días alcanzaba el 7,0% y la mora mayor a 90 días, considerada mora dura por **Humphreys**, llegaba al 4,2%. En el siguiente gráfico se observa una considerable disminución en los tramos de mora sobre los 60 y 90 días, después de haber alcanzado máximos a inicios de 2010. Esta disminución se explica, en parte, por una mejora en la calidad de la cartera tras la crisis financiera, y en parte debido a la aceleración en la liquidación de activos.



Prepagos voluntarios

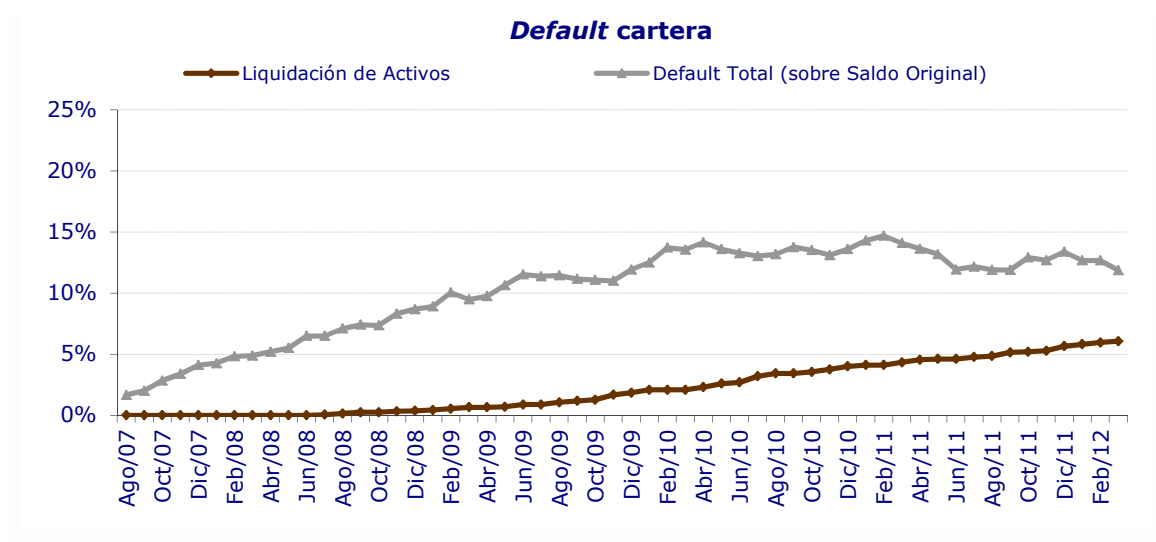
Este patrimonio comenzó a registrar prepagos de activos a partir de noviembre de 2007, los que a marzo de 2012 acumulaban un monto equivalente a UF 41.847, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando casi el 4,9% del saldo insoluto de la cartera originalmente traspasada al patrimonio separado.



El riesgo de pérdida del sobrecolateral producto de los pagos anticipados puede ser atenuado mediante la adquisición de nuevos activos o mediante el prepago de los pasivos. El presente patrimonio, a la fecha, ha optado por esta última opción.

Default de la cartera

Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** considera en *default* la cartera con mora superior a tres cuotas. En el siguiente gráfico se muestra el *default* de activos de la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A marzo de 2012, el *default* total de la cartera alcanzaba el 11,9% del saldo insoluto original. Asimismo, se evidencia que el *default* tendió a estabilizarse, a partir 2010, en niveles menores al 15%. Dada la antigüedad de los activos que conforman el patrimonio separado, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.



Este patrimonio efectuó su primera liquidación de activos en julio de 2008, alcanzando en junio de 2012 el 6,1% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

Otros antecedentes

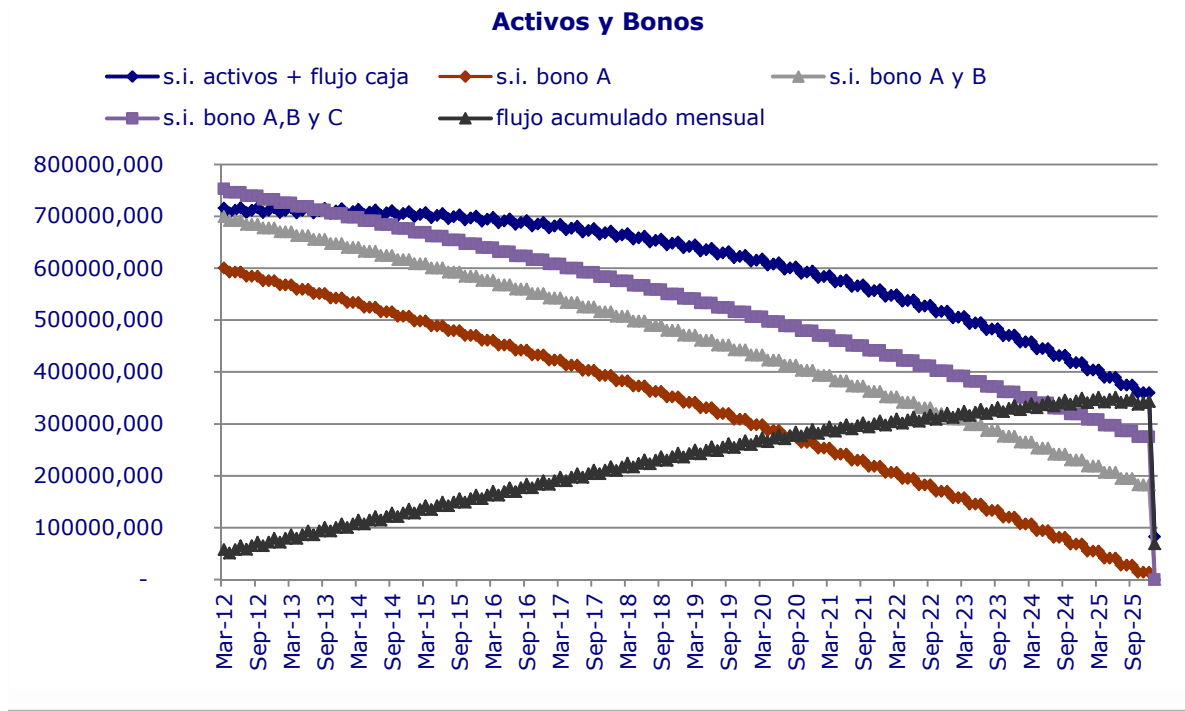
Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ²	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Mar - 12	61,11%	UF 708	10,35%	76 meses
Inicial (Ago-07)	69,78%	UF 775	10,38%	22 meses

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 A, el de las series A y B y el saldo insoluto conjunto de las series A, B y C, desde marzo de 2012 hasta el vencimiento de los bonos. Se muestra también una estimación de la caja que acumularía el patrimonio separado. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones ideales, sin considerar prepagos ni *default*, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 4.000 al año. Se observa que las series A y B estarían sobrecolateralizadas durante lo que les resta de vigencia y que la estructura generaría la caja necesaria para cumplir, aunque con diferentes niveles de holgura, sus obligaciones emanadas de la serie preferente, la serie B y la serie C.

² LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación



"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."