



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Paulina Medina C.

Tel. (56-2) 433 5200

Paulina.medina@humphreys.cl

Securizadora Security S.A.

Segundo Patrimonio Separado

Marzo 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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	AA+
Serie B	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	diciembre de 2011

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-2
Inscripción Registro de Valores	N° 228, 2 de Mayo de 2000
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 de los activos	Contrato de arrendamiento con promesa de compraventa: tasa fija, arriendo mensual, ahorro acumulado (ahorro mensual + subsidio trimestral) para uso de opción de contrato de compraventa.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual *	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	173.768	280	12,22%	83,50%	743

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles
 Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre 2011.
 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	433.000	195.453	7,5%	Jul-21
B	Subordinada	60.000	135.362	7,5%	Jul-22
Total		493.000	330.815		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2011.

Opinión

Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en el hecho de que el valor económico de los activos supera satisfactoriamente el valor de la deuda preferente (no así la deuda subordinada), con una generación de flujos periódicos capaces de responder al pago de intereses de los bonos y un valor de liquidación esperado para los activos, incluso bajo escenarios conservadores, suficiente para dar cumplimiento a la amortización de los títulos de deuda preferentes. Los activos - contratos de *leasing* habitacional- han sido originados por **Inmobiliaria Mapsa S.A. (Mapsa)**. El sobrecolateral de la operación está dado por el exceso de *spread* generado por el diferencial de tasas entre los activos (12,22%) y pasivos del patrimonio separado (7,5%).

A diciembre 2011 el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles– representaban el 100,14% del monto del bono preferente. A la fecha, el patrimonio separado cuenta con inmuebles recuperados por un valor de UF 2.948, los que una vez liquidados implicarían un aumento en el valor del indicador.

La cartera crediticia –que a la fecha de clasificación mantenía un *seasoning* de 152 meses– presentaba un nivel de *default*¹, medido sobre saldo insoluto original, de 26,59%, observándose una disminución en el indicador respecto a diciembre de 2010, de un 1,65%. Por otra parte, los activos liquidados representan en torno al 18,08% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

En cuanto al nivel de prepago, los contratos de *leasing* representaban a diciembre de 2011 aproximadamente el 33,01% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado, lo que se encuentra muy por sobre los rangos máximos estimados al inicio por el modelo. Por su parte, el saldo insoluto de los activos ascendía a UF 173.768, de los cuales UF 74.758 se encontraban depositados en una Administradora de Fondos para la Vivienda (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. 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, acumulando así los fondos necesarios para pagar al saldo de precio adeudado (amortización del capital). El

¹ El *default* contempla toda la mora a más de 90 días más todos los activos efectivamente liquidados.

tiempo que demore el arrendatario para saldar totalmente la operación dependerá, entre otros factores, de la rentabilidad de los fondos administrados por el 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.

Dado el contexto anterior, según las estimaciones de **Humphreys**, es altamente probable que las remesas por concepto de saldo de precio que ingresen al patrimonio separado con anterioridad a fecha de vencimiento final del bono, no sean suficientes para el pago de éste, producto de un descalce en los flujos que se produciría sólo al final de la vigencia del papel.

Sin perjuicio de lo anterior, la estructura de la operación permite que el bono preferente sea prepago desde el momento en que su valor sea igual o inferior al equivalente a UF 30.200. Esta alternativa permitiría que los títulos de deuda pudiesen ser prepagados vía venta de los activos del patrimonio separado, siempre y cuando en ese momento el valor económico de estos últimos supere al saldo insoluto de los pasivos más los intereses devengados. De acuerdo con los análisis de **Humphreys**, esta situación es altamente probable e incluso se daría asumiendo para la enajenación de los contratos de leasing habitacional una tasa de descuento levemente superior al 20% anual.

Con todo, si bien la sociedad securitizadora es de la opinión que los términos de la escritura de emisión le otorgan la facultad para realizar la venta de activos, a juicio de **Humphreys** dicha operación podría implicar la aprobación de la junta de tenedores de bonos. De producirse este último contexto, la clasificadora estima que no constituiría un riesgo de relevancia por cuanto la probabilidad de rechazo no sería material considerando que es posible llevar a cabo la operación sin perjuicios financieros para los tenedores de bonos, producto de la suficiencia de los activos, el tiempo que se tendría para gestionar la liquidación y que afectaría sólo el pago del último cupón.

Finalmente, la serie B subordinada, se clasifica en *Categoría C* ya que absorbe prioritariamente las pérdidas asociadas a los activos, reforzando de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por las series preferentes, 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 general, el patrimonio separado ha mostrado un comportamiento estable y dentro de los parámetros esperados. Asimismo, el administrador primario ha ejercido adecuadamente las funciones de las cuales es responsable. Bajo este contexto, la perspectiva de clasificación se califica "*Estable*".

Definición categoría 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.

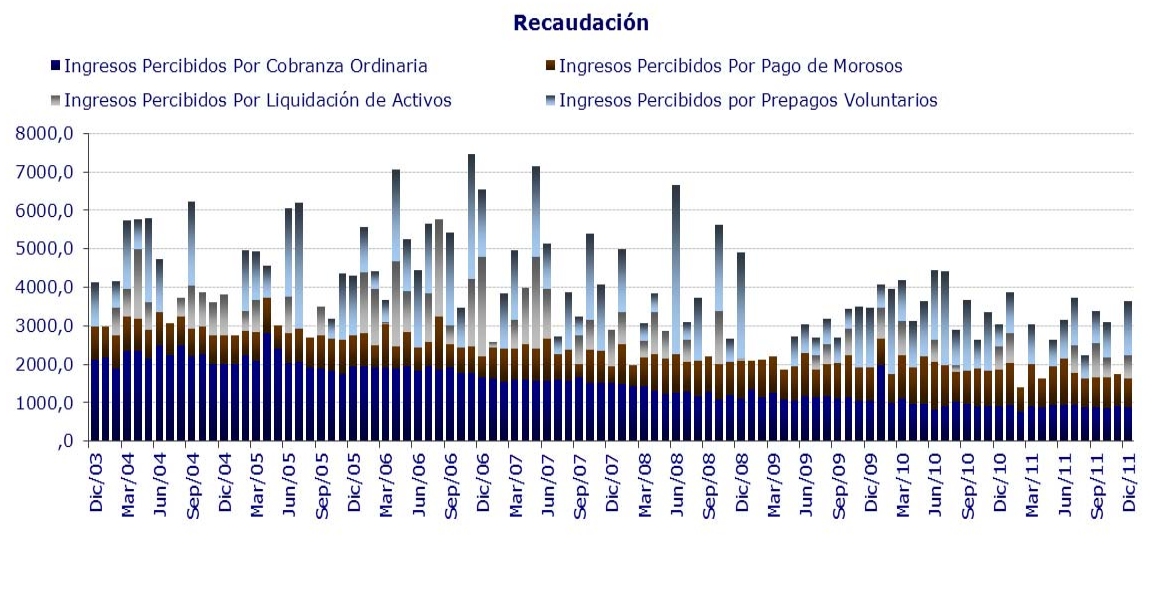
Categoría C

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.

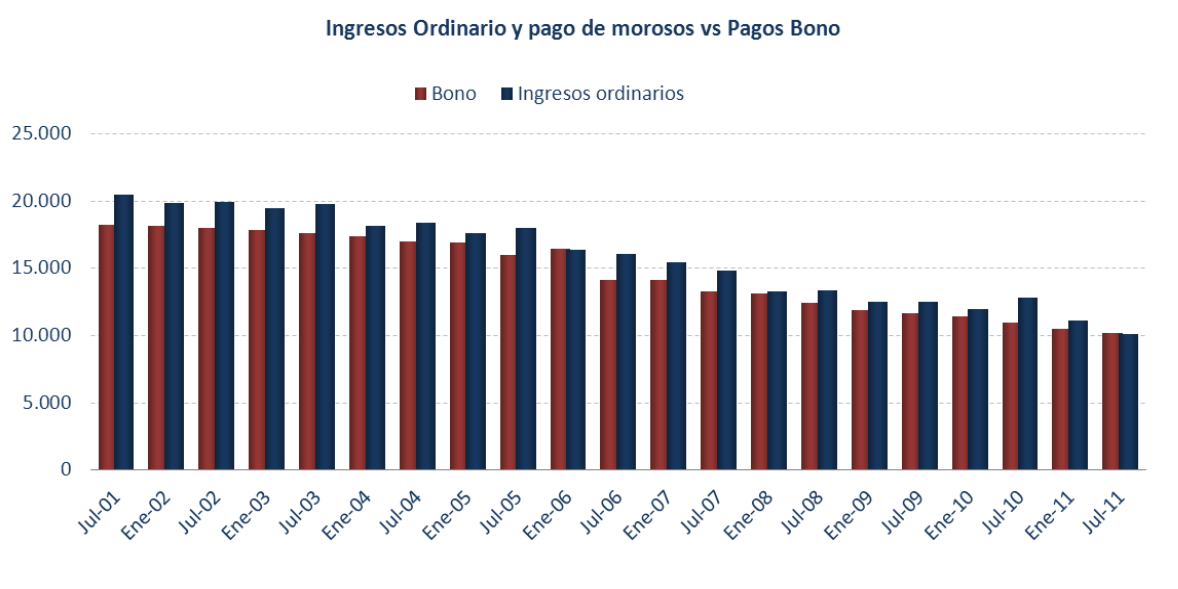
"+": Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes al periodo comprendido entre octubre de 2010 y diciembre de 2011, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación en torno a las UF 1.740 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en enero de 2011 (UF 1.802) y la menor en diciembre de 2011 (UF 1.679). Las variaciones vienen dadas principalmente por ingresos extraordinarios, como la liquidación de activos o los prepagos voluntarios.



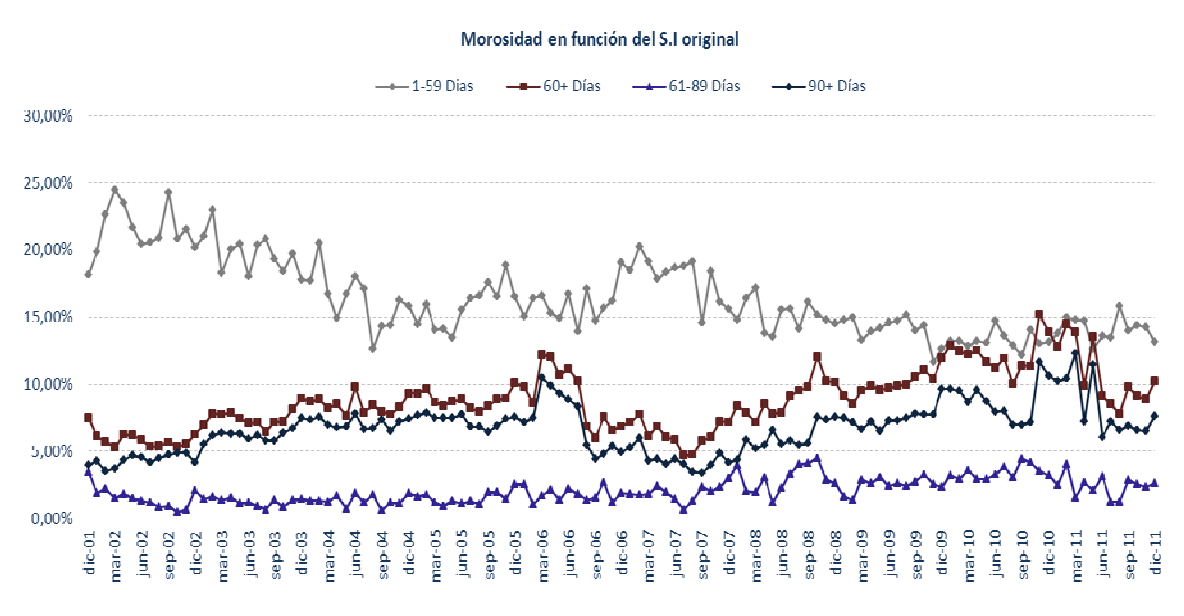
En el siguiente gráfico se muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los pagos efectuados a las series preferentes de los bonos:



Morosidad de la cartera de activos

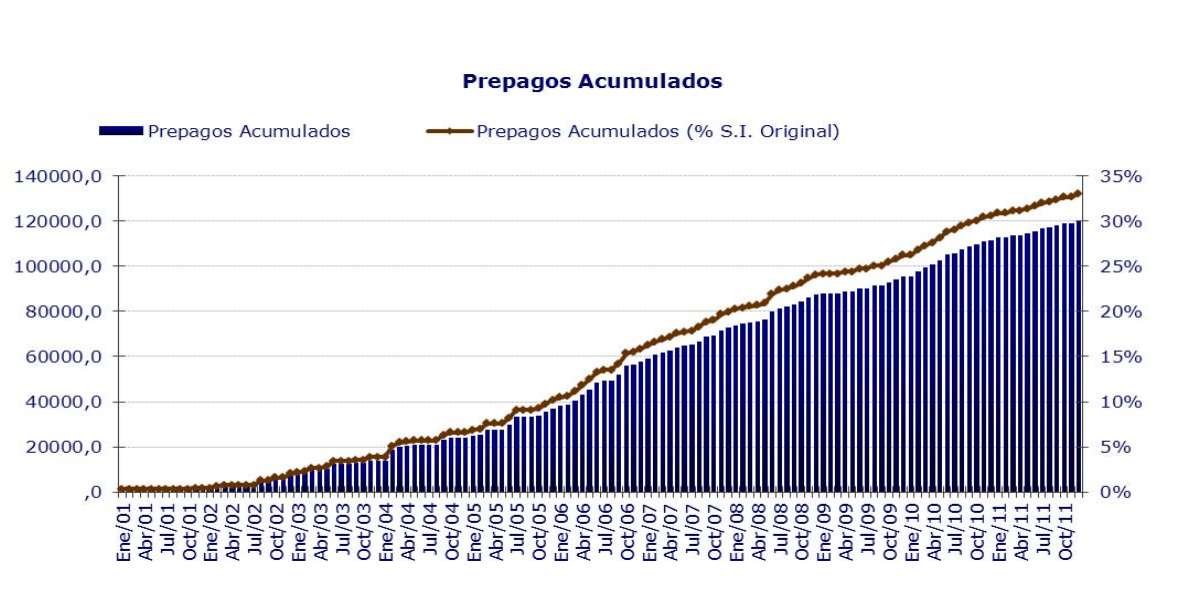
A diciembre de 2011 la morosidad entre uno y 59 días representaba el 13,18% del saldo insoluto de la cartera vigente, la morosidad a más de 60 días alcanzaba el 10,24% y la mora mayor a 90

días ascendía a 7,60%; tanto la morosidad a 60 días como la mayor a 90 días presentan mayor volatilidad entre octubre de 2010 y mayo de 2011, alcanzando un máximo de 15,18% en marzo para la mayor a 60 días y de 12,29% en marzo de 2011, para la mayor a 90 días. En el siguiente gráfico se observa el comportamiento de la mora durante el período analizado:



Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de enero de 2001, los que a diciembre de 2011 acumulaban un monto equivalente a UF 120.344, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 33,01% del monto de la cartera inicial.

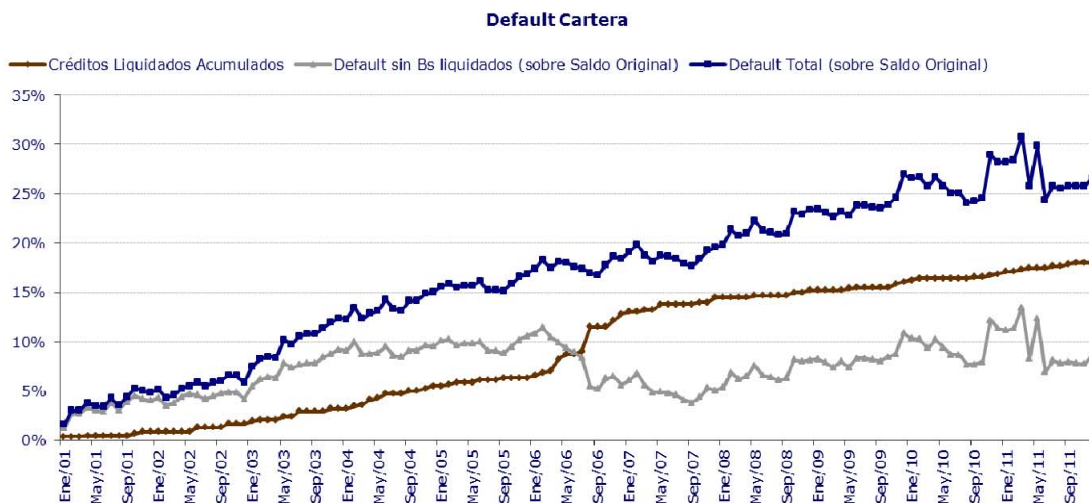


Para atenuar el efecto negativo que generan el prepago de los activos (pérdida de *spread*), el emisor ha procedido a anticipar parcialmente el pago de los bonos.

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 diciembre de 2011, representaba un 26,59% del saldo insoluto original, conformado mayoritariamente por activos con mora superior a 90 días que no han sido liquidados.



Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ²	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Dic-11	83,50%	UF 743	12,22%	152 meses
Inicial (Ene-01)	85,24%	UF 804	12,11%	21 meses

Prepago de bonos

Hasta diciembre de 2011 se ha rescatado un monto total que asciende a UF 174.036,39, los cuales representan el 40,19% 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.

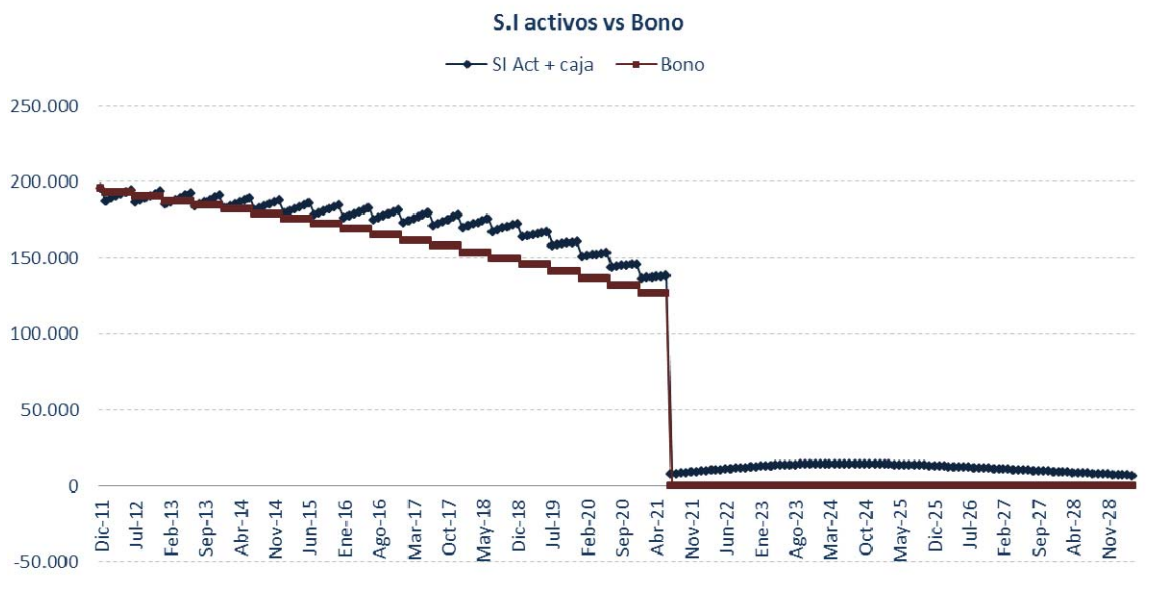
² LTV: Relación existente entre lo adeudado y la tasación.

Prepagos serie preferente			
Fecha	Serie	Láminas rescatadas (UF)	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
Jul-01	A	1.977,10	0,46%
Ene-02	A	1.965,01	0,91%
Jul-02	A	2.928,71	1,59%
Ene-03	A	3.878,96	2,48%
Jul-03	A	5.778,02	3,82%
Ene-04	A	5.736,11	5,14%
Jul-04	A	9.487,77	7,33%
Jul-05	A	24.270,56	12,94%
Ene-05	A	6.477,88	14,43%
Jul-06	A	12.838,59	17,40%
Ene-07	A	21.800,76	22,43%
Jul-07	A	16.188,63	26,17%
Ene-08	A	8.010,37	28,02%
Jul-08	A	8.803,69	30,05%
Ene-09	A	11.314,44	32,67%
Jul-09	A	2.579,84	33,26%
Ene-10	A	6.793,32	34,83%
Jul-10	A	9.217,88	36,96%
Ene-11	A	9.916,81	39,25%
Jul-11	A	4.071,93	40,19%
Total		174.036,39	40,19%

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja³ y el saldo insoluto de la serie preferente en cada mes durante el período desde diciembre de 2011 a la fecha de vencimiento del bono:

³ El saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja se presenta con datos reales hasta diciembre 2011 y con flujos estimados a partir de esa fecha, sin considerar prepagos ni *default*.



“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.”