



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Luis Felipe Illanes Z.  
Tel. (56) 22433 5200  
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

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

### **Segundo Patrimonio Separado**

Marzo 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
<b>Bonos securitizados:</b>	
Serie A (BSECS-2A)	AA+
Serie B (BSECS-2B)	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2015

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 * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	131.147	216	12,21%	83,00%	810,7

\* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles. Descontando el monto acumulado en las cuentas de AFV del saldo insoluto de la deuda, la relación LTV a diciembre de 2015 es de 35%

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre 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 par* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	433.000	130.807	7,5%	Jul-21
B	Subordinada	60.000	187.428	7,5%	Jul-22
<b>Total</b>		<b>493.000</b>	<b>318.235</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2015.

## 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 y amortización de los bonos. Los activos -contratos de *leasing* habitacional- han sido originados y son actualmente administrados por **Inmobiliaria Mapsa S.A. (Mapsa)**. El sobrecolateral de la operación está dado por el mayor valor de los activos, en relación con los pasivos del patrimonio separado, y por el exceso de *spread* generado por el diferencial de tasas entre ambas partidas: 12,2% los activos y 7,5% los pasivos.

A diciembre 2015, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes más los fondos disponibles y los activos recuperados valorizados a saldo insoluto– representaba el 114,8% del valor par del bono preferente y el 47,2% del valor conjunto de las series preferente y subordinada. A la misma fecha del año anterior, estos cocientes eran de 108,4% y 49,6%, respectivamente. A la fecha de clasificación, el patrimonio separado contaba con activos hipotecarios por UF 131.147, inmuebles recuperados en *stock* por un valor de UF 0 y disponible por UF 19.038. Cabe agregar que UF 75.617 (57,7% del valor de los activos hipotecarios) se encontraban depositados en una Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV) con el objeto de dar cumplimiento al saldo de precio de los contratos de *leasing* habitacional.

La cartera crediticia –que a la fecha de clasificación mantenía un *seasoning* cercano a los 202 meses- presentaba un nivel de *default*<sup>1</sup>, medido sobre saldo insoluto original de los activos, de 19,97%, nivel que se mantuvo estable durante los dos últimos años y en el que no se esperan cambios significativos a futuro. Por otra parte, los activos liquidados representan el 19,20% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

En cuanto al nivel de prepago, a diciembre de 2015 la cartera había acumulado un monto equivalente al 40,19% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado, lo que se encontraba muy por sobre los rangos máximos estimados al inicio por el modelo dinámico de **Humphreys**<sup>2</sup>. Con todo, el efecto negativo de los prepagos sobre la capacidad de pago del patrimonio separado se ve atenuado por el sobrecolateral mayor al 100% de la serie preferente

<sup>1</sup> Debido a su criterio conservador, **Humphreys** considera en *default*, además de los activos efectivamente liquidados, aquellos con mora superior a 90 días.

<sup>2</sup> Al inicio del patrimonio separado se estimó un nivel promedio de prepagos de 16% y un nivel máximo de 22%.

y por la política de la sociedad securitizadora, en conformidad con la escritura de emisión, de utilizar dichos recursos para pagar amortizar anticipadamente el bono preferente.

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 una cuenta de AFV, acumulando así los fondos necesarios para ejercer su opción de compra pagando el saldo de precio adeudado (amortización del capital). El tiempo que demore el arrendatario para saldar totalmente la operación dependerá, entre otros factores, de la rentabilidad de los fondos administrados por la 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 insoluto del activo (dinero que ingresa al patrimonio separado) y se extiende la fecha de vencimiento del *leasing* habitacional.

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

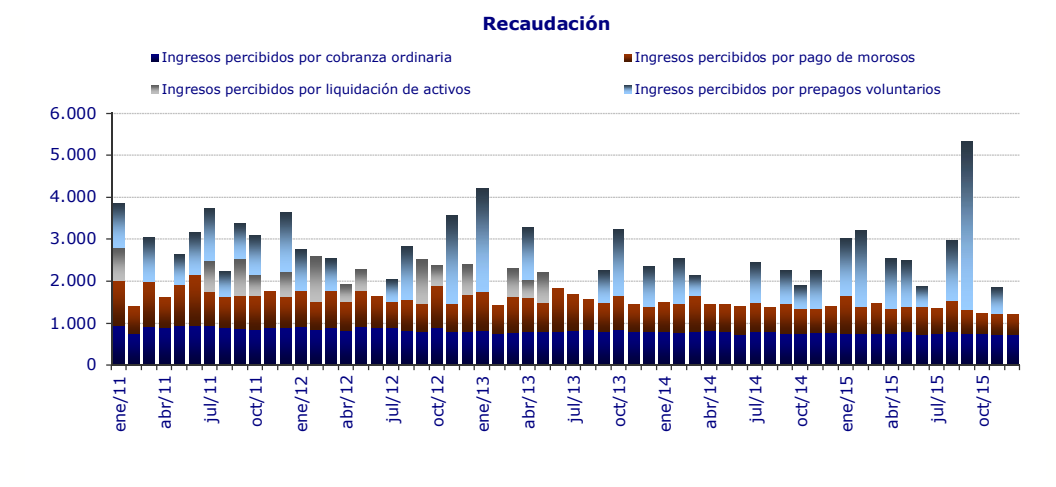
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

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

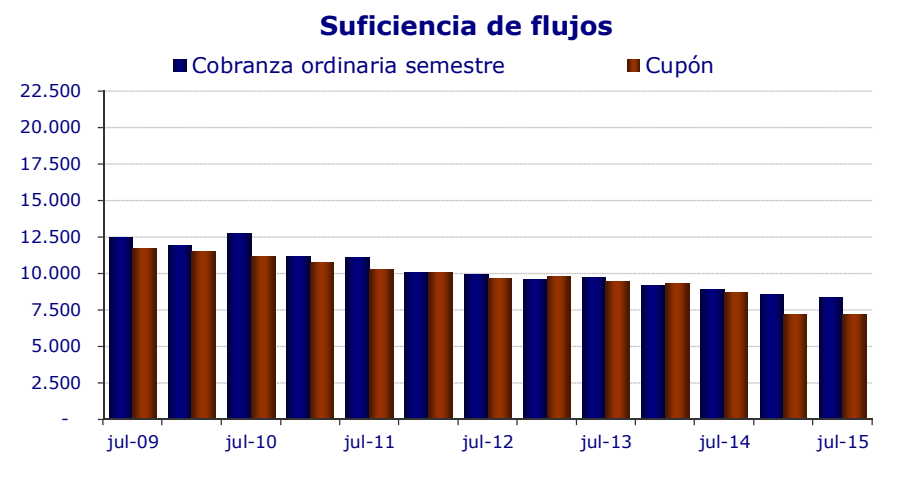
## Análisis del patrimonio separado

### Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos tres años, entre enero de 2013 y diciembre de 2015, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a las UF 1.462,2 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en junio de 2013 (UF 1.823,6) y la menor en diciembre de 2015 (UF 1.204,0). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 658,9 en el mismo período.

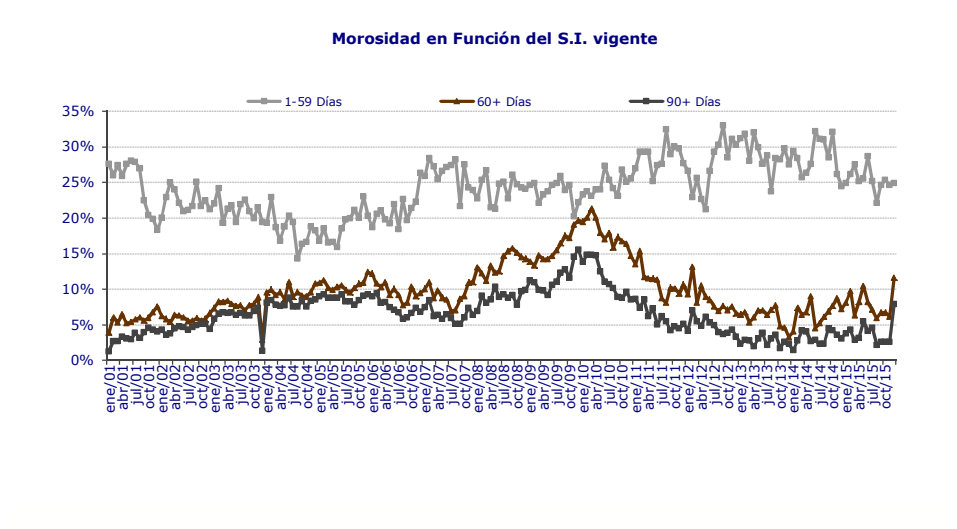


En el siguiente gráfico se muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los cupones pagados a las series preferentes de los bonos (sin incluir el prepago de láminas).



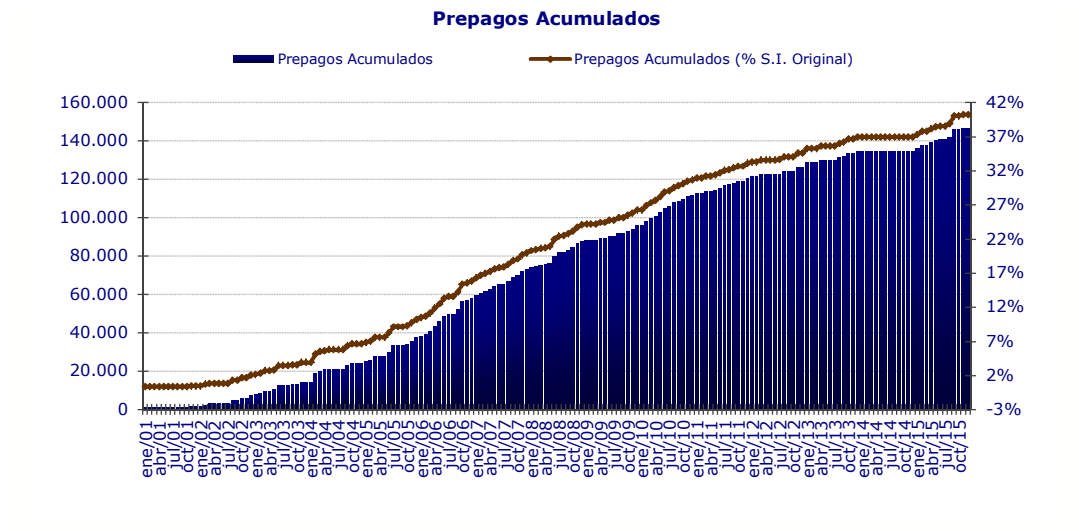
## Morosidad de la cartera de activos

A diciembre de 2015, el grueso de la morosidad, 24,89% del saldo insoluto de la cartera vigente, estaba concentrado en el tramo entre uno y 59 días. La morosidad a más de 60 días, por su parte, alcanzaba el 11,55%, mientras que la superior a 90 días ascendía a 7,87%. Tanto la morosidad a 60 días como la mayor a 90 días presentan un aumento, sin embargo se encuentran considerablemente más bajos que los máximos alcanzados a inicios de 2010 (en parte por la liquidación de créditos en mora). 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, y a diciembre de 2015 acumulaba por este concepto un monto de UF 146.522, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que equivalen aproximadamente al 40,19% del saldo insoluto original de la cartera. A pesar de que esta cifra es superior a los prepagos promedio y máximo supuestos por el modelo dinámico de **Humphreys** durante la estructuración del patrimonio separado, 16% y 22%, respectivamente, su efecto negativo en la captura del *spread* de la operación se atenúa porque el nivel de sobrecolateralización del bono *senior* ya es mayor al 100%.

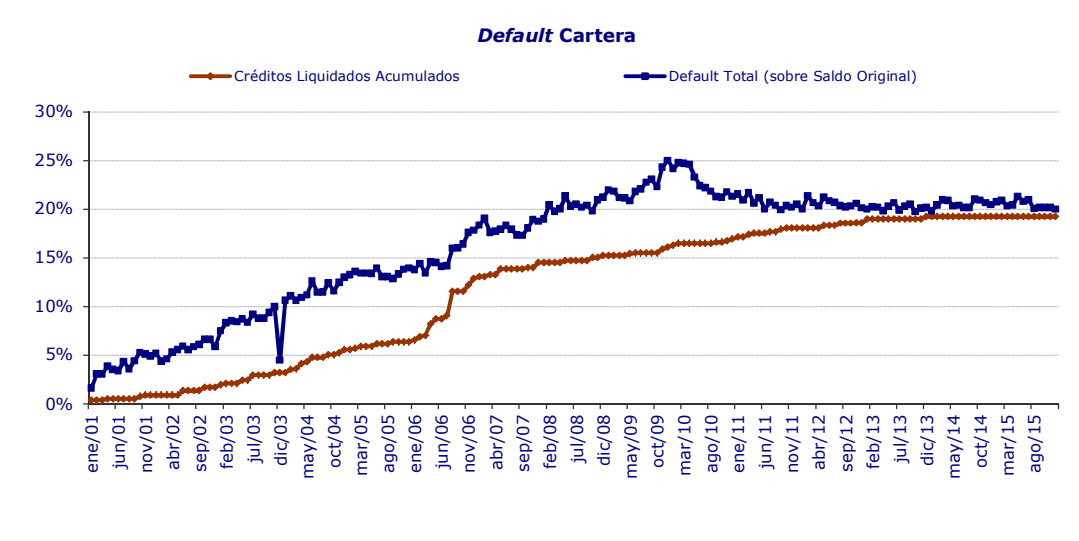


Adicionalmente, para mitigar el efecto negativo que genera el prepago de los activos (pérdida de *spread*), el emisor ha procedido a anticipar parcialmente el pago de los bonos.

### Default de la cartera

**Humphreys**, dado su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, considera también como *default* los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. A diciembre de 2015, el *default* total de la cartera llegaba a 19,97% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se ubica dentro de los parámetros esperados por la clasificadora al inicio de la transacción. Desde inicios de 2010, este indicador se mantuvo en niveles inferiores al 25% y, dada la antigüedad de la cartera, no se esperan cambios significativos a futuro. Por su parte, a la misma fecha, los activos liquidados llegaban a 19,20% del monto inicial de la cartera securitizada.





## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>3</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Dic-14	83,25%	UF 729	12,22%	202 meses
Inicial (Ene-01)	85,24%	UF 804	12,11%	21 meses

### Prepago de bonos

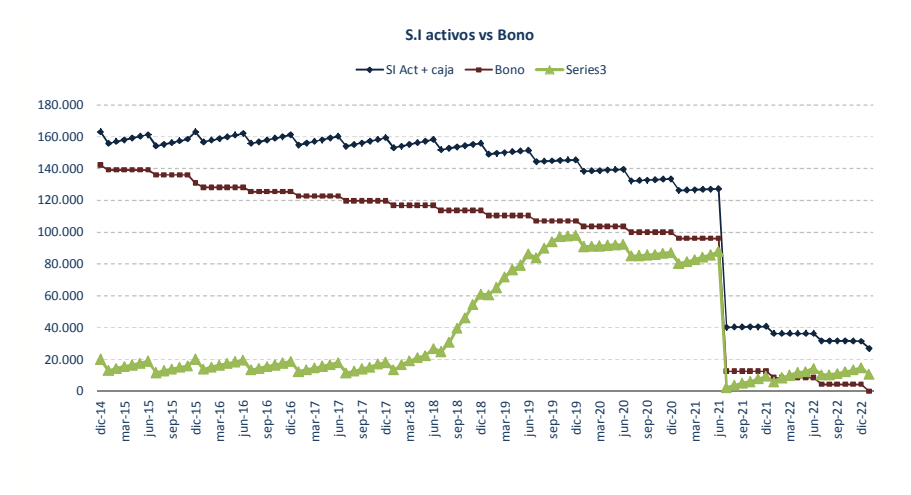
Hasta diciembre de 2015, se había rescatado, de la serie preferente, un monto total que asciende a UF 209.394, las cuales representan el 48,36% del monto original de la misma. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y exceso de caja al momento del corte de cupón.

<sup>3</sup> LTV: Relación existente entre lo adeudado y la tasación.

<b>Prepagos serie preferente</b>			
<b>Fecha</b>	<b>Serie</b>	<b>Láminas rescatadas (UF)</b>	<b>% sobre monto original serie preferente (acumulado)</b>
Jul-01	A	1.977	0,46%
Ene-02	A	1.965	0,91%
Jul-02	A	2.929	1,59%
Ene-03	A	3.879	2,48%
Jul-03	A	5.778	3,82%
Ene-04	A	5.736	5,14%
Jul-04	A	9.488	7,33%
Jul-05	A	24.271	12,94%
Ene-05	A	6.478	14,43%
Jul-06	A	12.839	17,40%
Ene-07	A	21.801	22,43%
Jul-07	A	16.189	26,17%
Ene-08	A	8.010	28,02%
Jul-08	A	8.804	30,06%
Ene-09	A	11.314	32,67%
Jul-09	A	2.580	33,26%
Ene-10	A	6.793	34,83%
Jul-10	A	9.218	36,96%
Ene-11	A	9.917	39,25%
Jul-11	A	4.072	40,19%
Ene-12	A	8.019	42,05%
Jul-12	A	3.945	42,96%
Ene-13	A	4.654	44,03%
Jul-13	A	7.617	45,79%
ene-14	A	6.726	47,34%
jul-14	A	4.394	48,36%
ene-15	A	5.019	49,52%
jul-15	A	4.906	50,65%
<b>Total</b>		<b>209.394</b>	<b>48,36%</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 en julio de 2021. 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 3,0% anual y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 1.600<sup>4</sup> al año. Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de la serie preferente se irían incrementando. Cabe señalar que cada tres meses el gobierno entrega un subsidio a la AFV, elemento que se encuentra incluido en las estimaciones efectuadas.



Cabe considerar que para el pago del bono preferente, bajo los supuestos anteriores, se requiere que la AFV alcance una rentabilidad del 3% anual (o levemente inferior). De no cumplirse lo anterior, tal situación debiese ser compensada con los prepagos de activos que se esperan en el futuro en concordancia con lo que ha sido el comportamiento de la cartera y que se ilustra en el gráfico "prepagos acumulados" (si bien el pago anticipado de los activos disminuye la rentabilidad de la cartera, permite anticipar el pago del saldo precio a una fecha anterior a los máximos vencimiento de los bonos<sup>5</sup>). El mismo efecto se podría lograr si se ejecutaran los

<sup>4</sup> El gasto fijo efectivo ha sido menor a las UF 1.600 en los últimos años.

<sup>5</sup> Debe tenerse presente que el patrimonio separado mantiene activos por un monto superior al valor del bono preferente.

activos con mora superior a 90 días (ya que por la antigüedad el efecto para el patrimonio separado sería similar a un prepago de activos).

Adicionalmente, de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**<sup>6</sup>, el bono preferente, tal como lo establece el contrato de emisión, podría ser pagado anticipadamente si el patrimonio separado enajena sus contratos de leasing, incluso con tasas de descuento superiores al 12% anual (sin embargo, tal medida requeriría la aprobación del representante de los tenedores de bonos o, en su defecto, de los bonistas).

*"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."*

---

<sup>6</sup> La proyección de **Humphreys** corresponde a un modelo estándar y no refleja los prepagos del bono que podrían realizarse con los saldos de caja que se acumulen y que puedan ser destinados para este efecto. Cabe señalar que la situación financiera del patrimonio separado se vería favorecida al realizarse prepagos de láminas.