



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Carolina García Vera

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

carolina.garcia@humphreys.cl

antonio.velasquez@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A.

Segundo Patrimonio Separado

Marzo 2013

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 2012

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	166.038	266	12,22%	84,28%	741

* 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 2012 es de 45,01%

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre 2012.

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	184.065	7,5%	Jul-21
B	Subordinada	60.000	150.872	7,5%	Jul-22
Total		493.000	334.937		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2012.

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 y son actualmente administrados 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 2012, 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 100,10% del valor par del bono preferente y el 55,01% del valor conjunto de las series preferente y subordinada. A la misma fecha del año anterior, estos cocientes eran de 97,80% y 57,58%, respectivamente. A la fecha de clasificación, el patrimonio separado contaba con activos hipotecarios por UF 166.038, inmuebles recuperados en *stock* por un valor de UF 494 y disponible por UF 17.868. Adicionalmente, UF 77.353 se encontraban depositadas en una Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV).

La cartera crediticia –que a la fecha de clasificación mantenía un *seasoning* de 158 meses- presentaba un nivel de default¹, medido sobre saldo insoluto original, de 20,09%, 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 18,57% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

En cuanto al nivel de prepago, a diciembre de 2012 la cartera había acumulado un monto equivalente al 34,56% 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

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

Humphreys². 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.

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.

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 la fecha de vencimiento final del bono preferente, no sean suficientes para su pago, puesto que la rentabilidad de los fondos administrados por la AFV fue menor a la inicialmente esperada, provocando un descalce entre los flujos de los activos y la deuda.

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 43.300. Esta alternativa permitiría que los títulos de deuda pudiesen ser prepagados mediante la 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 una tasa de descuento superior al 20% anual para la enajenación de los contratos de *leasing* habitacional.

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 esta última situación, 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

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

sin perjuicios financieros para los tenedores de bonos, producto tanto de la suficiencia de los activos, como del tiempo que se tendría para gestionar la liquidación y porque 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 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.

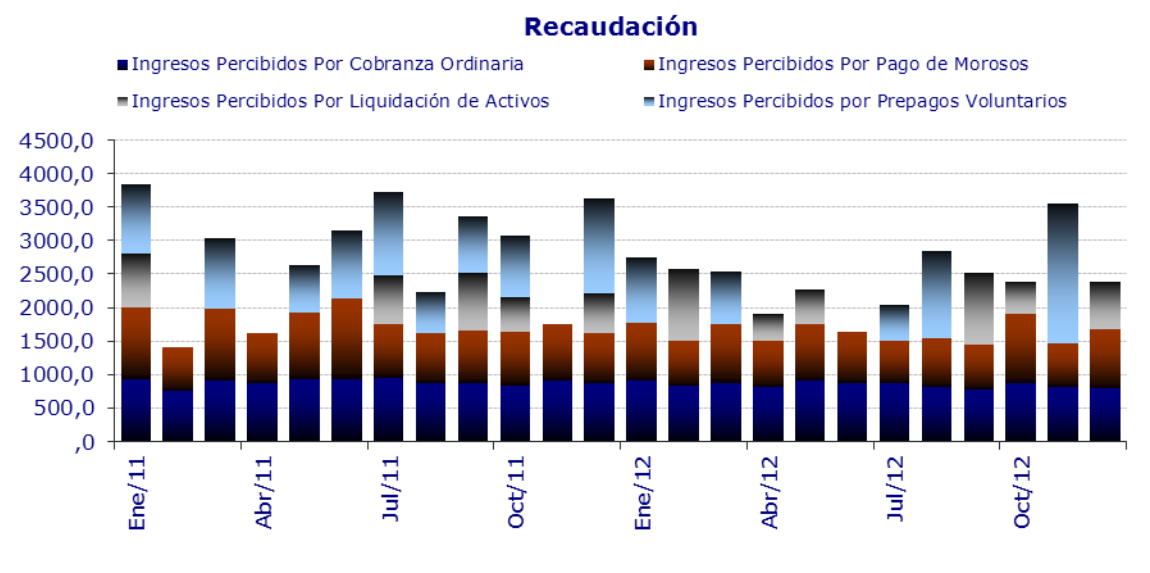
Categoría C

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.

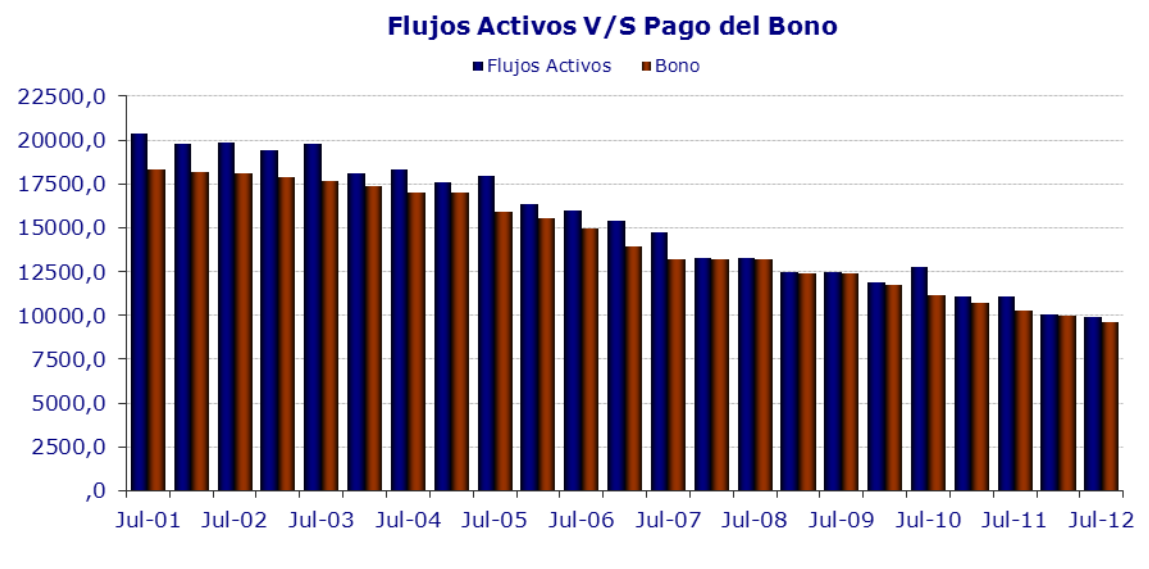
Análisis del patrimonio separado

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes a los últimos dos años, entre enero de 2011 y diciembre 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 1.692 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en junio de 2011 (UF 2.144) y la menor en febrero de 2011 (UF 1.400). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 926 en el mismo período.



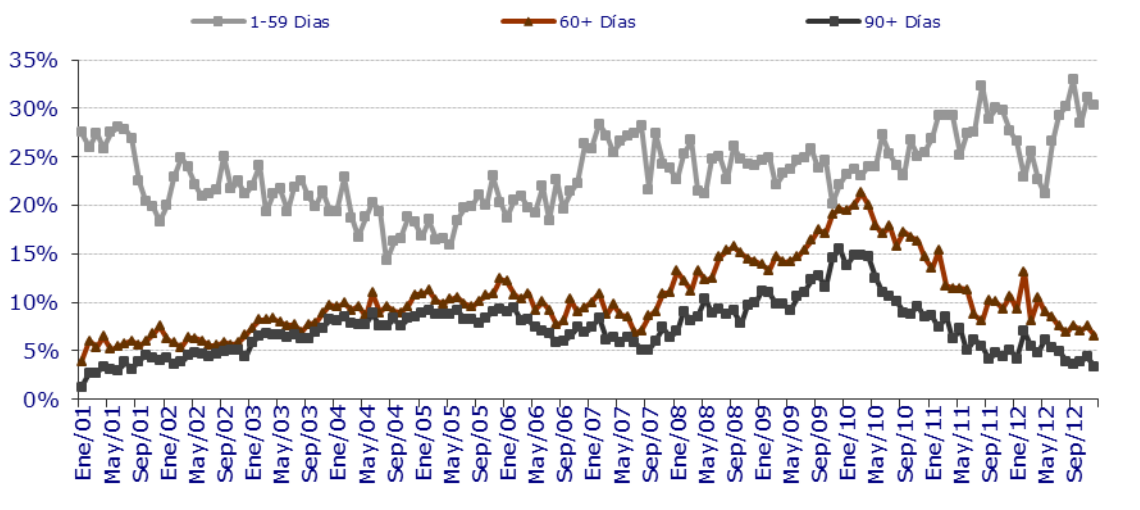
En el siguiente gráfico se muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los cupones pagados a las series preferentes de los bonos (sin incluir el prepagado de láminas). Se evidencia que el patrimonio genera holgura suficiente para cubrir sus obligaciones.



Morosidad de la cartera de activos

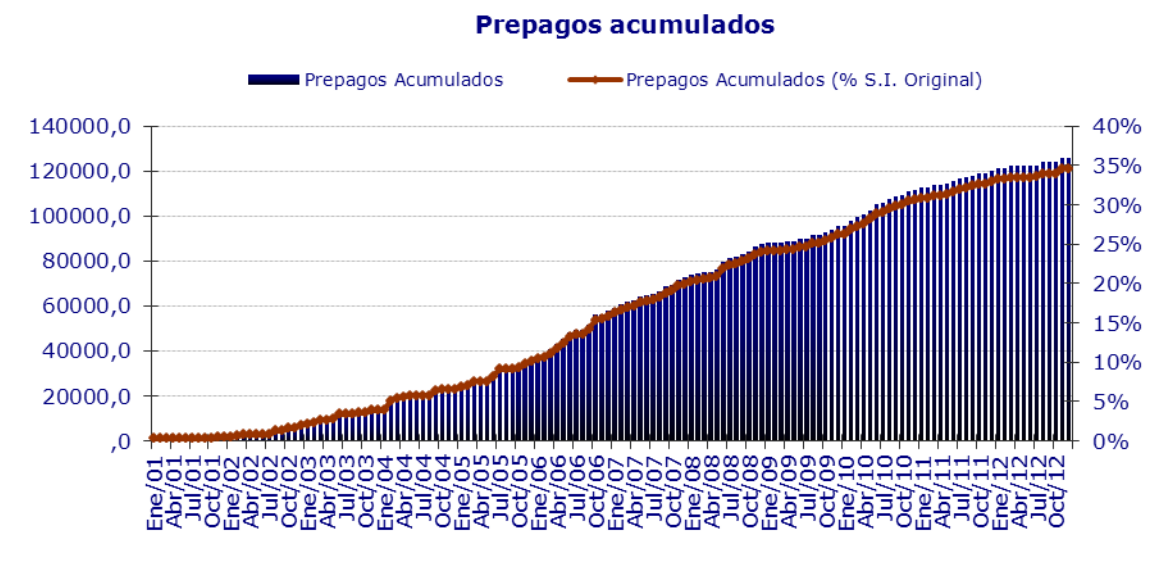
A diciembre de 2012, el grueso de la morosidad, 31,08% del saldo insoluto de la cartera vigente, estaba concentrado en el tramo entre uno y 59 días. La morosidad a más de 60 días, por su parte, alcanzaba el 7,52%, mientras que la mora mayor a 90 días ascendía a 3,34%. Tanto la morosidad a 60 días como la mayor a 90 días presentan un pronunciado descenso luego de haber alcanzado máximos 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:

Morosidad en función del S.I. vigente



Prepagos voluntarios

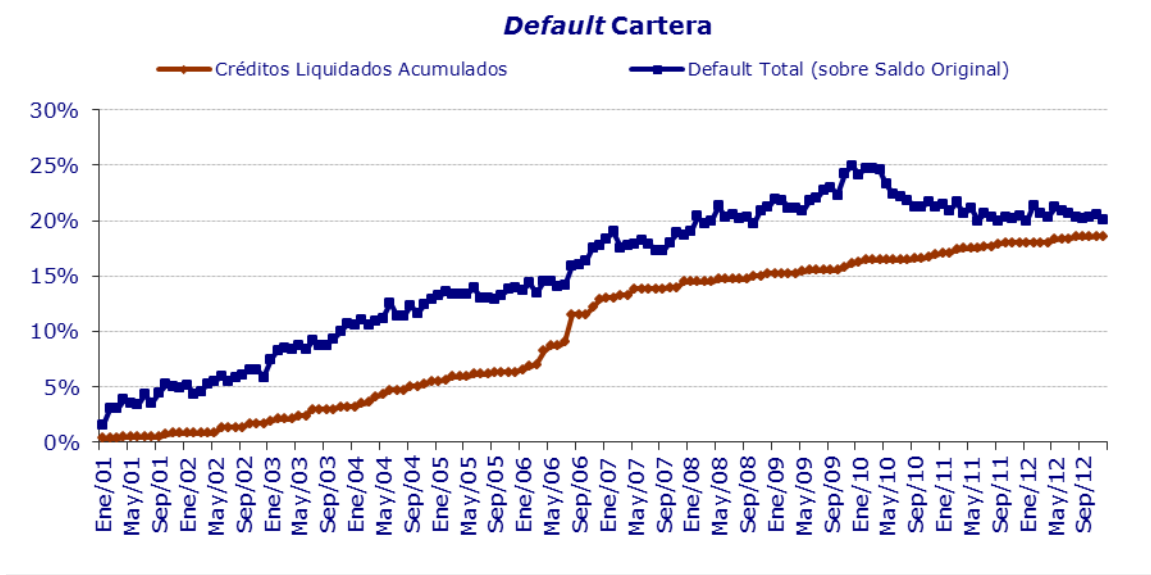
Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de enero de 2001, y a diciembre de 2012 acumulaba por este concepto un monto de UF 126.011, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que equivalen aproximadamente al 34,56% del saldo insoluto original 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* 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 2012, el *default* total de la cartera llegaba a 20,09% 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 18,57% del monto inicial de la cartera securitizada.



Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ³	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Dic-12	84,28%	UF 741	12,22%	158 meses
Inicial (Ene-01)	85,24%	UF 804	12,11%	21 meses

Prepago de bonos

Hasta diciembre de 2012, se había rescatado, de la serie preferente, un monto total que asciende a UF 186.001, las cuales representan el 40,19% 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.

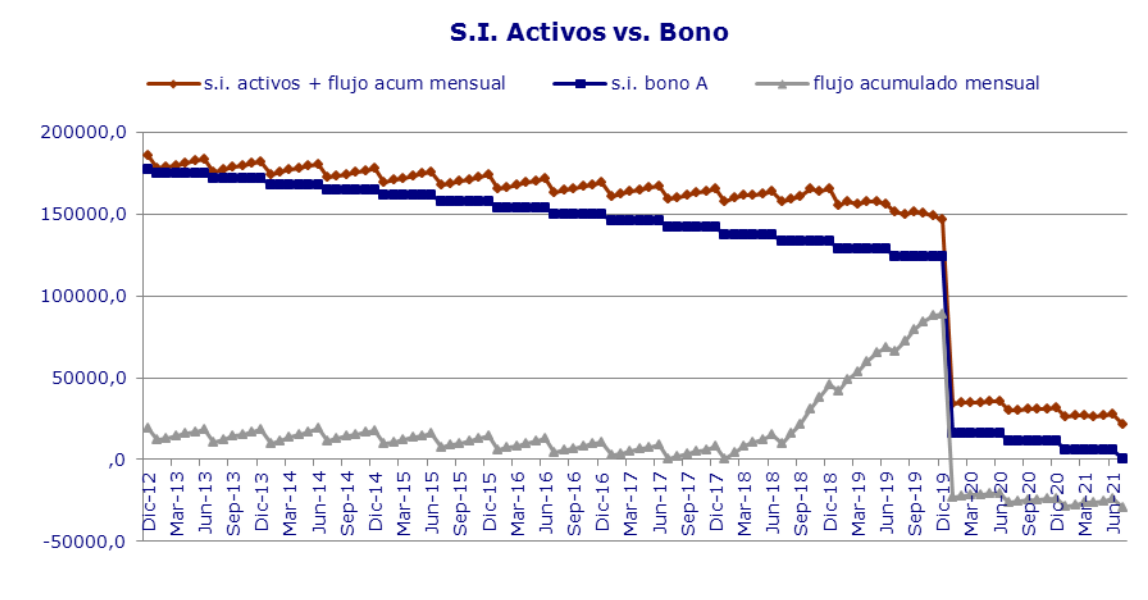
³ LTV: Relación existente entre lo adeudado y la tasación.

Prepagos serie preferente			
Fecha	Serie	Láminas rescatadas	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
		(UF)	
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%
Total		186.001	42,96%

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 2012 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% y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 3.000 al año (en la práctica este monto es más reducido). Se evidencia que los niveles de sobrecolateralización de la serie preferente se irían incrementando; sin embargo, debido a la rentabilidad menor a la inicialmente esperada de las cuentas de AFV, el patrimonio no lograría acumular la caja suficiente para cubrir en su totalidad el cupón que debe pagarse en enero de 2021. Con todo, de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, 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 20% anual.



“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.”