



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

Analista
Eduardo Valdés S.
Tel. (56) 22433 5200
eduardo.valdes@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A. Decimotercer Patrimonio Separado

Febrero 2015

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
Bonos securitizados:		
Serie A	AAA	Estable
Serie B	AAA ¹	Estable
Serie C	A+ ²	Estable
Serie D	BBB+ ³	Estable
Serie E	BB- ⁴	Estable
Serie F	C	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2014	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-13.
Inscripción Registro de Valores	Nº 582, 27 de Abril de 2009.
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 el ejercicio de la opción 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	549.267	1.295	9,25%	55,09%	805
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles. Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre de 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 nominal actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	750.000	469.691	4,5%	Oct-27
B	Subordinada	45.000	28.561	4,5%	Oct-27
C	Subordinada	19.000	24.472	4,5%	Oct-27
D	Subordinada	9.000	11.592	4,5%	Oct-27
E	Subordinada	24.600	31.685	4,5%	Oct-27
F	Subordinada	112.400	144.771	4,5%	Oct-27
Total		960.000	710.772		
* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2014.					

¹ Clasificación anterior: AA+

² Clasificación anterior: A

³ Clasificación anterior: BBB

⁴ Clasificación anterior: B+

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 surgidas de las distintas emisiones de bonos, considerando sus respectivas preferencias. 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 y, para el caso de las series A, B, C, D y E por el hecho que el valor de los activos supera el saldo insoluto de la deuda.

El aumento en la categoría de riesgo de la serie B, desde "Categoría AA+" a "Categoría AAA"; de la serie C, desde "Categoría A" a "Categoría A+"; de la serie D, desde "Categoría BBB" a "Categoría BBB+" y de la serie E, desde "Categoría B+" a "Categoría BB-", se fundamenta en el aumento sostenido en sus niveles de sobrecolateralización, como consecuencia del comportamiento de los activos que respaldan el patrimonio separado, los cuales, en la práctica han mantenido un nivel de prepagos y de *default* inferiores a lo inicialmente proyectado por **Humphreys**. En lo que respecta a esta última variable, se estima que a futuro no debieran haber cambios significativos, por cuanto los incumplimientos de los deudores suelen producirse durante los ocho primeros años de los activos. Cabe señalar que la serie A mantiene su clasificación en "Categoría AAA".

A diciembre de 2014, el valor de los activos -saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles y los activos recuperados- representaban el 118,69% del monto del bono preferente serie A, un 111,88% del saldo insoluto combinado de las series A y B, un 106,64% del saldo insoluto combinado de las series A, B y C, y un 104,33% del saldo insoluto de las series A, B, C y D. A la fecha de emisión este saldo se encontraba en un 99,83% para la serie A, un 94,18% para las series A y B, un 91,68% para las series A, B y C y un 90,97% para las series A, B, C y D.

La cartera crediticia -que a diciembre de 2014 mantenía un *seasoning* entre siete y ocho años- presentaba un nivel de *default*, medido sobre el saldo insoluto original, cercano al 7,7% (por *default* se entiende contratos liquidados o en cobranza judicial y/o mora superior a tres meses). A la misma fecha, los activos liquidados representaban un poco más del 5% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado. En términos de prepagos, la cartera de activos ha presentado niveles bajos para su *seasoning*, pues estos superan el 5% del saldo traspasado inicialmente al patrimonio; no obstante, no se puede asegurar que en el futuro se mantenga la tendencia mostrada hasta la fecha.

La serie F se mantiene en "Categoría C" por cuanto su pago se produciría sólo cuando se hubiesen pagado las restantes series.

Definición categorías 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 A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta 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 BB

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

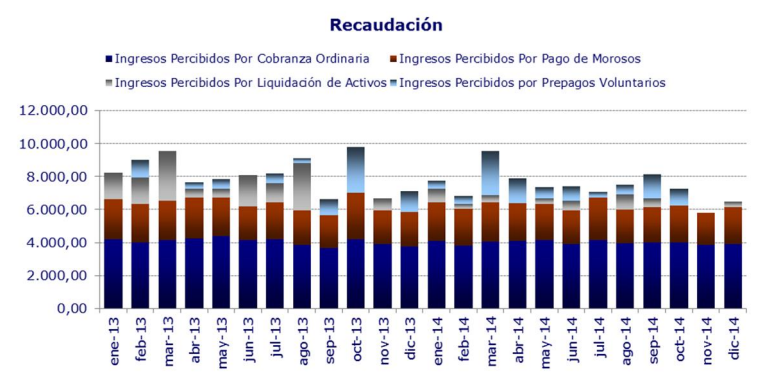
"+" : Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

"-" : Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

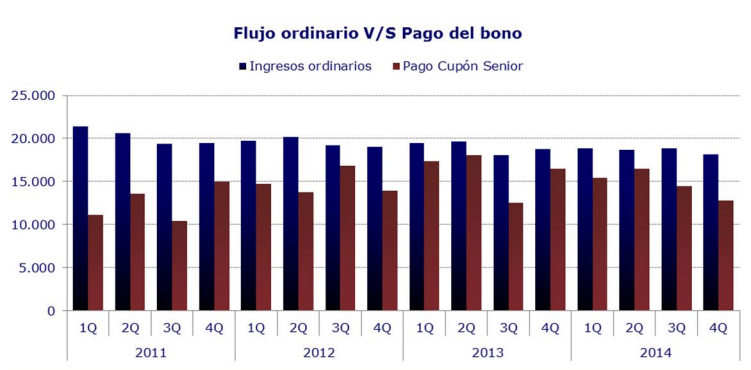
Análisis del patrimonio separado

Recaudación

De acuerdo con las cifras del período comprendido entre enero de 2013 y diciembre de 2014, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación de UF 7.777, registrándose la menor recaudación en noviembre de 2014 (UF 5.808) y la mayor, en octubre de ese mismo año (UF 9.763). El total percibido en el mes incluye tanto la cobranza ordinaria -recaudaciones por pagos al día y morosos- como la cobranza extraordinaria -ingresos por prepagos e ingresos percibidos por liquidación de activos-. A continuación se muestra la evolución de los ingresos en el período analizado.

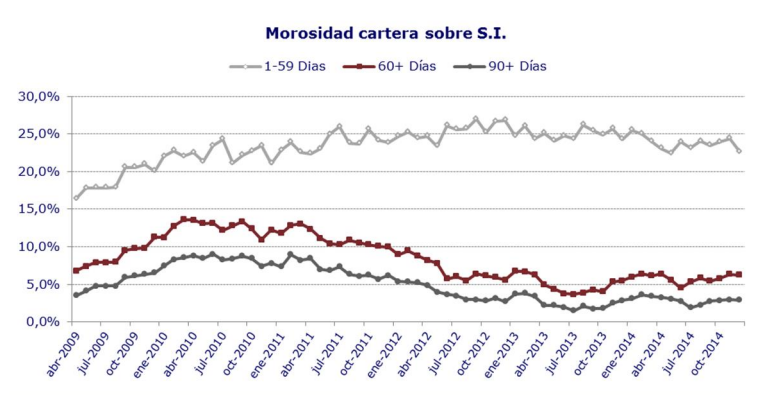


En el siguiente gráfico se muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los pagos efectuados a las series preferentes de los bonos:



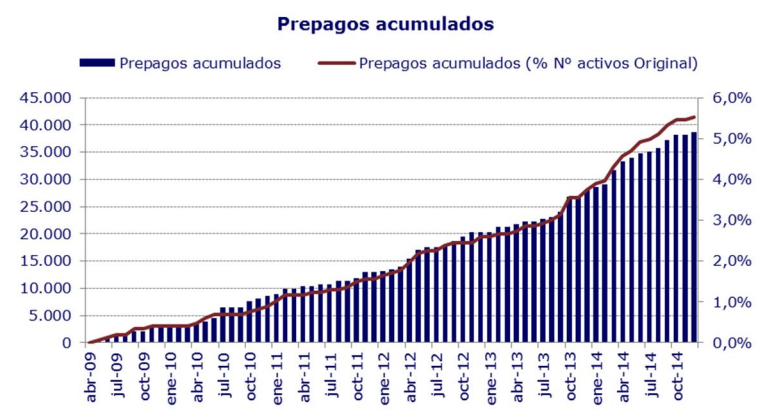
Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la cartera indica que durante el último año, el grueso de la morosidad corresponde a clientes que registran una o dos cuotas atrasadas, representando en promedio alrededor del 23,79% del total de activos durante los últimos doce meses y alcanzando un 22,61% en diciembre de 2014. A la misma fecha, la morosidad sobre 60 días se encontraba en un 6,25% y la mayor a tres cuotas se situaba en un 2,95%. Todo lo anterior calculado sobre saldo insoluto vigente. En el siguiente gráfico se observa el comportamiento de estos indicadores durante el período analizado:



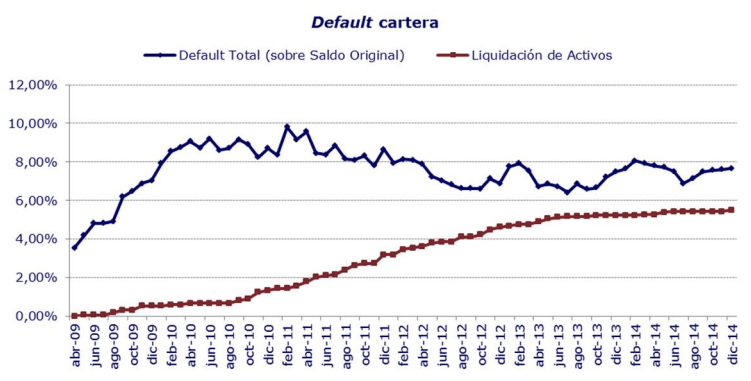
Prepagos voluntarios

Este patrimonio registra prepagos de activos a partir de mayo de 2009, los que a diciembre de 2014 representaban un porcentaje en torno al 5,5% del saldo insoluto original. Este porcentaje se encuentra bajo los parámetros medios supuestos por **Humphreys** previo a la conformación del patrimonio separado.



Default de la cartera

Humphreys, dado su criterio conservador, considera como *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. A la fecha de clasificación, el *default* de la cartera representaba un 7,7% del saldo insoluto original.



Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2009, alcanzando a diciembre de 2014 el 5,5% de los activos liquidados, medido sobre saldo insoluto original.

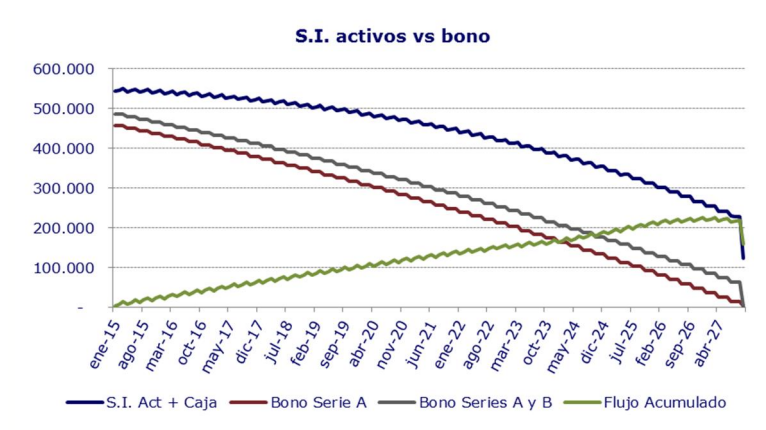
Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ⁵	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Dic - 14	55,09%	UF 805	9,25%	7 – 8 años
Inicial (Abr-09)	68,99%	UF 741	9,25%	1 – 2 años

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja⁶; el saldo insoluto de la serie preferente; el de la serie preferente y la serie B; y el flujo de caja acumulado en cada mes durante el período desde diciembre de 2014 a la fecha de vencimiento del bono. La trayectoria de estas variables, estimada sin considerar prepagos ni *default*, muestra que, en esas condiciones, el patrimonio sería capaz de cumplir con sus obligaciones emanadas de las series A y B y aun así tener un flujo acumulado positivo significativo (para el pago de los restantes bonos).



"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."

⁵ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

⁶ El saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja se presenta con datos reales hasta diciembre de 2014 y con flujos estimados a partir de esa fecha, sin considerar prepagos ni *default*.