



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y cambio de
clasificación y tendencia**

Analista

Hernán Jiménez Aguayo

Tel. (56-2) 2433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A. Séptimo Patrimonio Separado

Junio 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 5200 – Fax 2433 5201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

| Categoría de riesgo | |
|-----------------------------|----------------------|
| Tipo de instrumento | Categoría |
| Bonos securitizados: | |
| Serie A | AAA |
| Serie B | AAA |
| Serie C | AAA |
| Serie D | BBB+ ¹ |
| Serie E | C |
| Tendencia | Estable ² |
| Estados Financieros | Marzo de 2014 |

| Datos básicos de la operación | |
|------------------------------------|---|
| Identificación Patrimonio Separado | Patrimonio Separado BSECS-7 |
| Inscripción Registro de Valores | Nº 420, 23 de Junio de 2005 |
| 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 | 253.012 | 533 | 11,47% | 57,32% | 828 |
| * Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles | | | | | |
| Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2014. | | | | | |
| El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado. | | | | | |

¹ Clasificación anterior: BBB.

² Tendencia anterior Serie D: Favorable.

Características de las Series de Bonos

| Serie | Descripción | Valor nominal original (UF) | Valor par actual* (UF) | Tasa de interés | Fecha de vencimiento |
|--------------|-------------|-----------------------------|------------------------|-----------------|----------------------|
| A | Preferente | 507.000 | 128.346 | 4,5% | Oct-24 |
| B | Preferente | 91.000 | 60.203 | 4,5% | Oct-24 |
| C | Subordinada | 32.000 | 47.555 | 4,5% | Oct-24 |
| D | Subordinada | 28.000 | 41.610 | 4,5% | Oct-24 |
| E | Subordinada | 25.000 | 37.153 | 4,5% | Oct-24 |
| Total | | 683.000 | 314.867 | | |

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2014.

Opinión

Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en el nivel de holgura que presentan los flujos esperados de parte de los activos en relación con cada una de las series de bonos que conforman las obligaciones del patrimonio separado, considerando las preferencias de pagos establecidas en el contrato de emisión. Los activos – contratos de *leasing* habitacional– han sido originados y son actualmente administrados por Inmobiliaria Mapsa S.A.

El cambio de clasificación de la serie D, desde “Categoría BBB” a “Categoría BBB+” obedece al fortalecimiento del sobre-colateral del patrimonio separado, principalmente debido al nivel de *default* de la cartera de activos de respaldo que se ha situado por bajo lo supuesto inicialmente por la clasificadora. La tendencia de la clasificación se deja “Estable” (anteriormente “Favorable”)

Dada la situación del patrimonio separado al 31 de marzo de 2014, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los saldos en caja y los activos recuperados– representaba cerca del 113,98% del valor nominal vigente de los bonos series A, B y C, porcentaje que era del 80,52% al inicio de la operación. Al incluir la serie D, la misma relación se reduce al 96,91% (77,10% al origen del patrimonio separado).

La cartera de activos, que a marzo de 2014 mantenía un *seasoning* de 117 meses, ha presentado un prepagado acumulado que tiende a los niveles medios del modelo dinámico aplicado por **Humphreys** al momento de

conformación del patrimonio separado, pero distantes de los escenarios más extremos. En cuanto al *default*³ acumulado, dada la antigüedad de los contratos de *leasing* habitacional, lo más probable es que se sitúe por debajo del valor medio inicialmente supuesto y, por ende, alejándose del máximo.

Según información a marzo de 2014, la cartera de activos del patrimonio separado ha acumulado prepagos y *default* cercanos al 13,95% y 15,40%, respectivamente, del saldo insoluto original de los contratos de *leasing* habitacional originalmente aportados como respaldo al pago de los bonos. Este último porcentaje, se compone principalmente por la acumulación de los activos que cayeron en *default* y en menor parte por los activos que tienen más de tres meses de mora. Además se estima que a futuro no debieran producirse cambios relevantes, dada la madurez de las operaciones.

La serie E, dada la subordinación a todas las restantes series, absorbe en primera instancia las pérdidas del patrimonio separado, situación que genera una alta probabilidad de incumplimiento y justifica su clasificación en "Categoría C".

Perspectiva de la clasificación

En general, el patrimonio separado ha mostrado un comportamiento estable y dentro de los parámetros esperados y a futuro no se vislumbran cambios significativos en el desempeño de la cartera securitizada. 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 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 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.

³ Por *default*, en el informe, se entiende contratos liquidados o en cobranza judicial y/o mora superior a los tres meses.

“+”: 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

Recaudación

De acuerdo con las cifras de los últimos doce meses, correspondientes al periodo comprendido entre abril 2012 y marzo de 2014, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados– en torno a las UF 3.696 mensuales, produciendo la mayor recaudación en mayo de 2012 (UF 4.767) y la menor en septiembre de 2013 (UF 3.193). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.500. Cabe destacar que los cupones sólo pueden ser prepagados con los flujos provenientes de la recaudación ordinaria, en tanto que los ingresos producto de prepagos y liquidaciones únicamente pueden ser destinados al prepagado de bonos y la sustitución de activos. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos dos años.

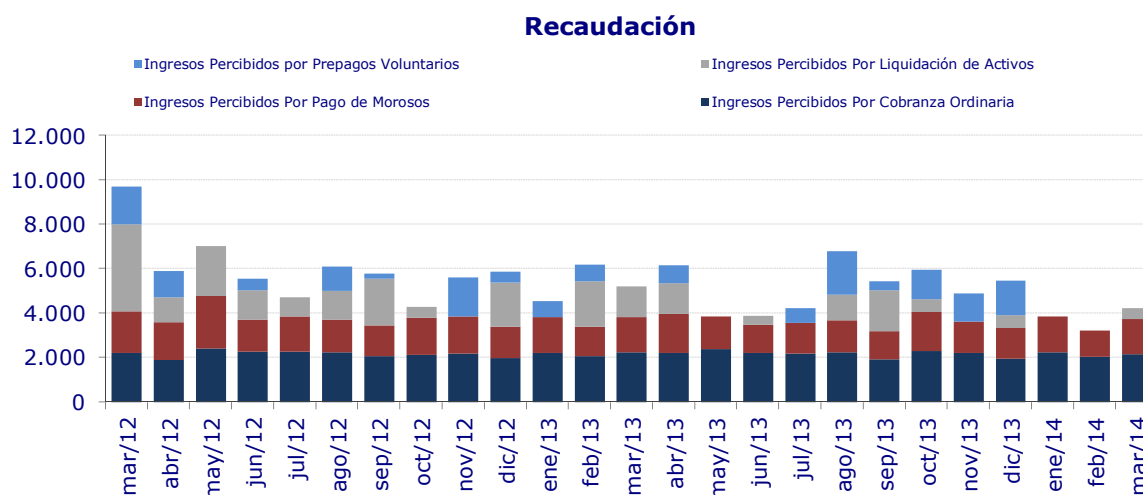


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2014, la morosidad de la cartera de activos, medida sobre el saldo insoluto existente en el mes vigente, se concentra en la mora blanda (menor a 60 días), la cual se encuentra por debajo del 30%. Sin embargo, la mora dura, mayor a 60 y mayor a 90 días, sigue reduciéndose, ya que ambas se encuentran cerca del 5% del saldo insoluto. La Ilustración 2 muestra la evolución de la mora.

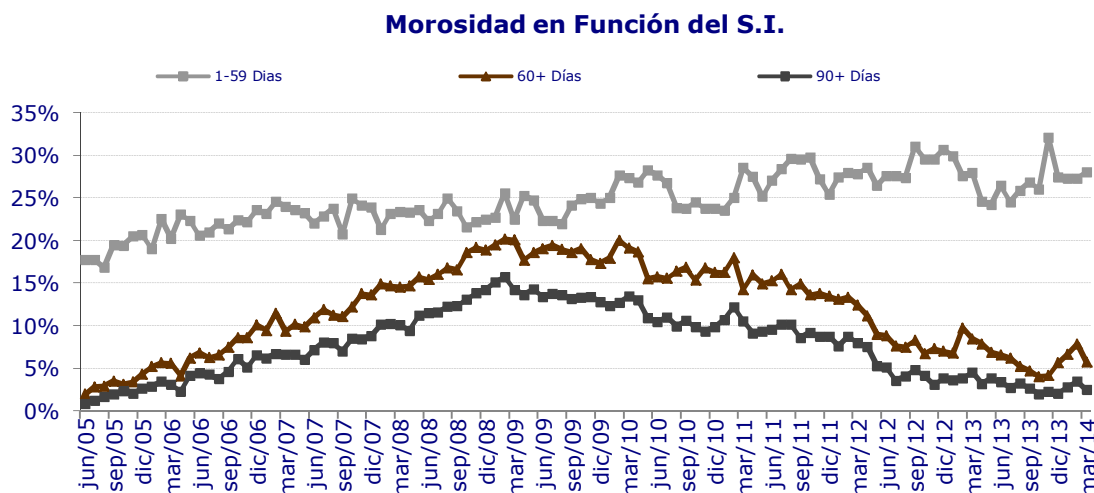


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron a partir de septiembre de 2005, acumulando a marzo de 2014 un monto UF 70.764, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 13,95% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del prepagos se encuentra en la Ilustración 3.

Prepagos Acumulados

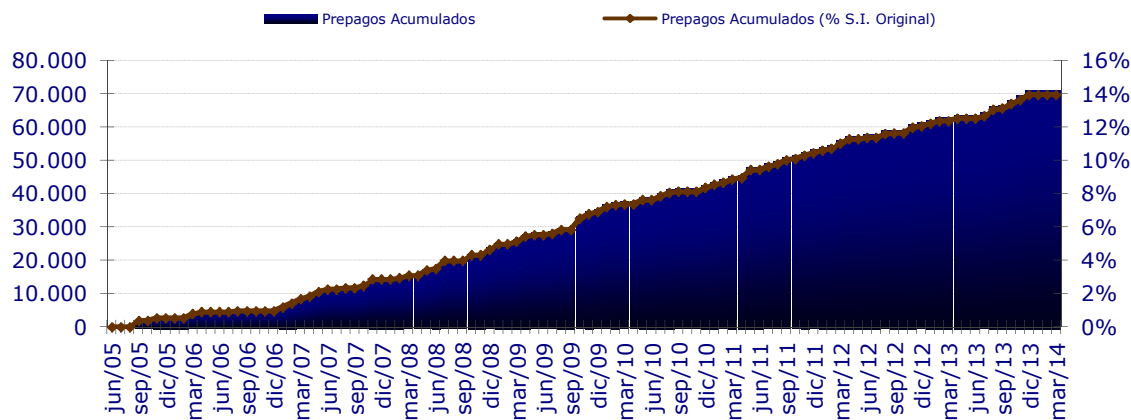


Ilustración 3: Prepagos acumulados

Para atenuar 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

Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados **Humphreys** también considera en *default* a los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentre sin cobranza judicial o en proceso judicial. A marzo de 2014, el *default* de la cartera, medido como activos liquidados o en cobranza judicial y/o con mora superior a los tres meses, alcanzaba el 15,40% del saldo insoluto original. En la Ilustración 4 se evidencia que el *default* acumulado ha tendido a reducirse producto de la disminución en la mora superior a tres cuotas (eliminado el efecto de la liquidación de activos). Dada la antigüedad del patrimonio separado, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.

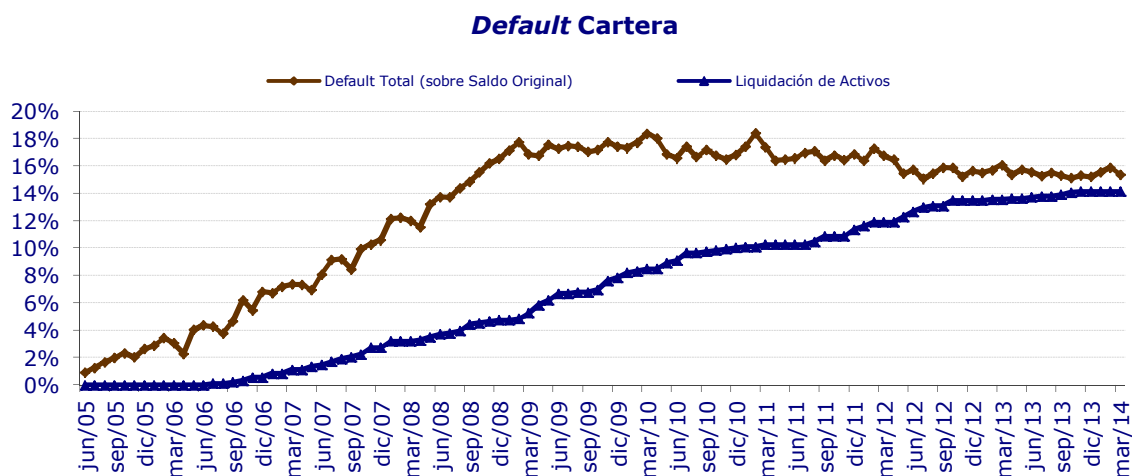


Ilustración 4: Default de la cartera

Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en julio de 2006. A marzo de 2014, los activos liquidados se mantienen en 14,14% del saldo insoluto inicial.

Otros antecedentes

Prepago de bonos

Tabla 1: Prepagos series preferentes A y B

| Prepagos series preferentes | | |
|-----------------------------|-------------------------|---|
| Fecha | Laminas rescatadas (UF) | % sobre monto original serie preferente (acumulado) |
| ene-06 | 5.852 | 0,98% |
| abr-06 | 2.901 | 1,46% |
| jul-06 | 6.230 | 2,51% |
| oct-06 | 1.900 | 2,82% |
| ene-07 | 5.647 | 3,77% |
| abr-07 | 6.060 | 4,78% |
| jul-07 | 9.696 | 6,40% |
| oct-07 | 3.200 | 6,94% |
| ene-08 | 11.769 | 8,91% |
| Continúa... | | |

| Prepagos series preferentes | | |
|-----------------------------|-------------------------|---|
| Fecha | Laminas rescatadas (UF) | % sobre monto original serie preferente (acumulado) |
| abr-08 | 8.065 | 10,25% |
| jul-08 | 5.321 | 11,14% |
| oct-08 | 9.213 | 12,68% |
| ene-09 | 6.944 | 13,85% |
| abr-09 | 7.296 | 15,07% |
| jul-09 | 6.789 | 16,20% |
| oct-09 | 3.775 | 16,83% |
| ene-10 | 9.118 | 18,36% |
| abr-10 | 6.960 | 19,52% |
| jul-10 | 8.896 | 21,01% |
| oct-10 | 10.380 | 22,74% |
| ene-11 | 4.729 | 23,54% |
| abr-11 | 8.943 | 25,03% |
| jul-11 | 10.355 | 26,76% |
| oct-11 | 6.050 | 27,77% |
| ene-12 | 7.455 | 29,02% |
| abr-12 | 9.549 | 30,62% |
| jul-12 | 12.660 | 32,73% |
| oct-12 | 7.478 | 33,98% |
| ene-13 | 10.514 | 35,74% |
| abr-13 | 8.618 | 37,18% |
| jul-13 | 7.118 | 38,37% |
| oct-13 | 7.994 | 39,71% |
| ene-14 | 11.778 | 41,68% |
| abr-14 | 6.745 | 42,81% |
| Total | 255.996 | 42,81% |

Proyección de flujos estáticos

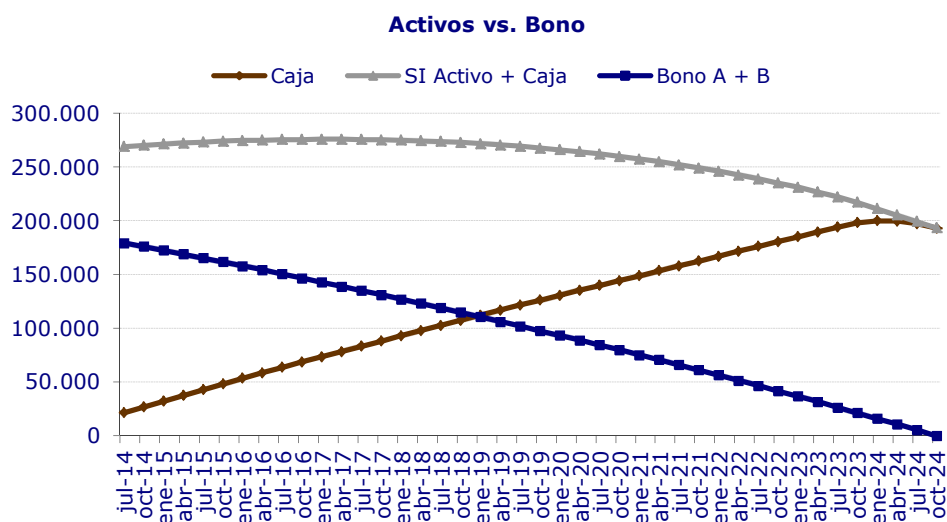


Ilustración 5: Proyección estático de saldos insolutos de activos y bonos preferentes

"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."