



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe anual

Analista

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

antonio.velasquez@humphreys.cl

## Securizadora Security S.A.

### Séptimo Patrimonio Separado

Junio 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
<b>Bonos securitizados:</b>	
Serie A	AAA
Serie B	AAA
Serie C	AA
Serie D	BBB
Serie E	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2012

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-7
Inscripción Registro de Valores	N° 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 *	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	308.385	586	11,48%	63,73%	826

\*Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 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	507.000	228.374	4,5%	Oct-24
B	Preferente	91.000	68.588	4,5%	Oct-24
C	Subordinada	32.000	43.548	4,5%	Oct-24
D	Subordinada	28.000	38.104	4,5%	Oct-24
E	Subordinada	25.000	34.021	4,5%	Oct-24
<b>Total</b>		<b>683.000</b>	<b>412.635</b>		

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

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en el nivel de holgura que presentan los flujos esperados para 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.

El cambio de clasificación de la serie C de "Categoría AA-" a "Categoría AA" obedece al incremento en los niveles de sobrecolateralización del patrimonio separado que, de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, permiten que a la fecha de vencimiento de los bonos, el patrimonio separado aumente sus saldos de caja para cumplir con las obligaciones de esta serie; ello producto de que, debido a la estructura de preferencia de la operación, se benefician fundamentalmente los tenedores de la serie C en relación con los bonos de los títulos D y E. A marzo de 2012, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los saldos en caja y activos recuperados- representaba el 113,81% de valor nominal de los bonos preferentes (series A y B) y el 99,25% del monto de las series A, B y C tomadas en conjunto. A marzo de 2011, estas cifras eran de 107,01% y 95,75%, respectivamente. Esta relación se reduce a 89,27% al incorporar la serie D y a 81,91% si se incorpora la serie E.

Según datos al 31 de marzo de 2012, el patrimonio separado tenía un disponible de UF 24.648, activos recuperados por UF 7.054 y activos de respaldo por UF 308.385. En tanto, el saldo insoluto de las series preferentes (series A y B), más los intereses devengados a esa fecha,

ascendía a UF 296.962; la serie C tenía un saldo insoluto de UF 43.548; la serie D, UF 38.104 y el saldo insoluto de la serie E llegaba a UF 34.021.

La cartera de activos, que a marzo de 2012 mantenía un *seasoning* de 81 meses, ha presentado un comportamiento dentro de los parámetros esperados. Los prepagos llegaron a 12,13% de los activos, y se registró un nivel de *default*<sup>1</sup> de 14,30% sobre el saldo insoluto original de la cartera, que se aproxima al valor proyectado por el modelo dinámico de **Humphreys**, pero está muy distante de los estrés máximos arrojados por el mismo modelo. En todo caso, las liquidaciones efectivas, que han implicado enajenación de las garantías, han sido del orden del 9,44%. Los datos evidencian una estabilización en el *default* acumulado de la operación.

Los activos -contratos de *leasing* habitacional- que conforman el patrimonio separado han sido originados y son actualmente administrados por Inmobiliaria Mapsa S.A.

## Perspectivas 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 categoría 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 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.

---

<sup>1</sup>Además de los créditos efectivamente liquidados, **Humphreys** considera como *default* los activos con mora mayor a 90 días.

### **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.

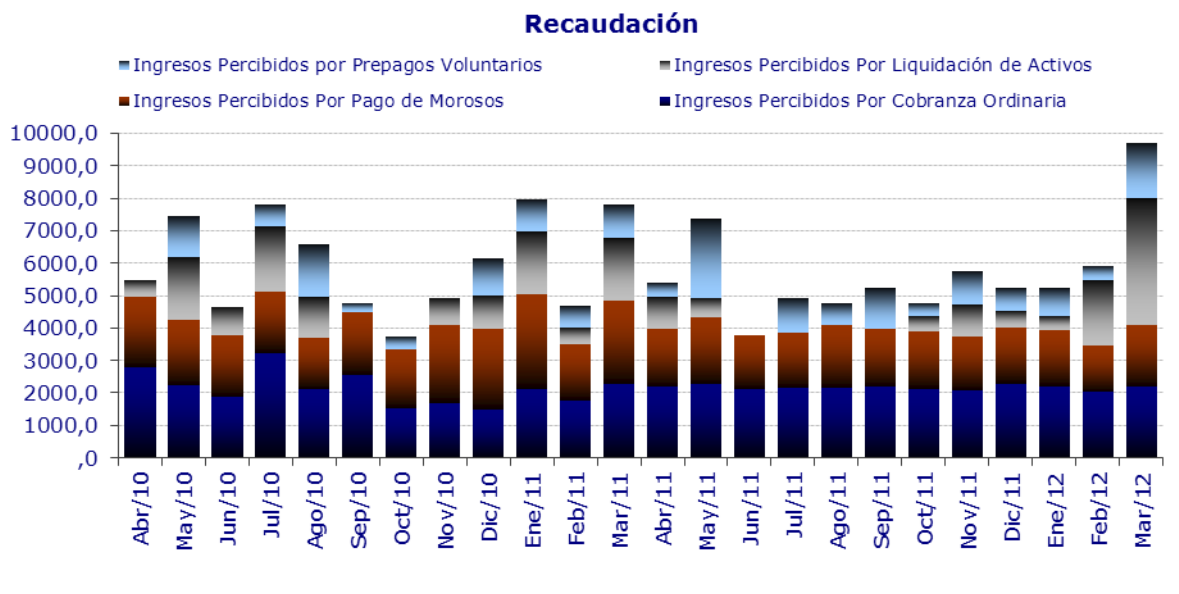
### **Categoría C**

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.

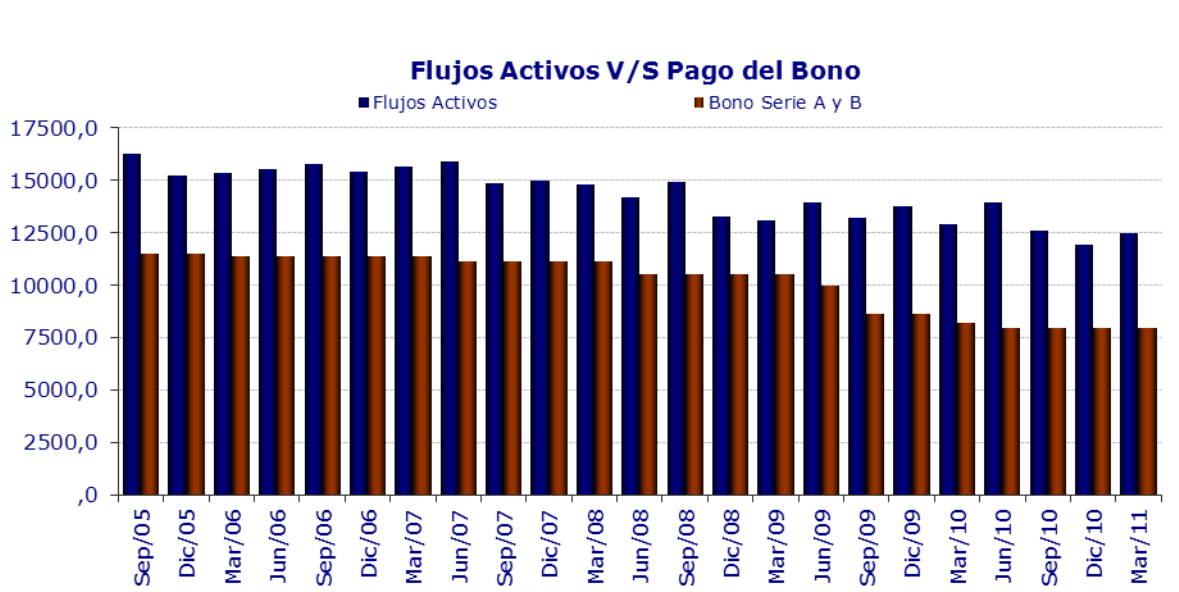
## **Análisis del Patrimonio**

### **Recaudación: cobranza ordinaria efectuada**

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al periodo comprendido entre abril de 2010 y marzo 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 4.091 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2010 (UF 5.122) y la menor en octubre de 2010 (UF 3.355). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.743. Cabe destacar que los cupones solo pueden ser pagados 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 los bonos y la sustitución de activos.

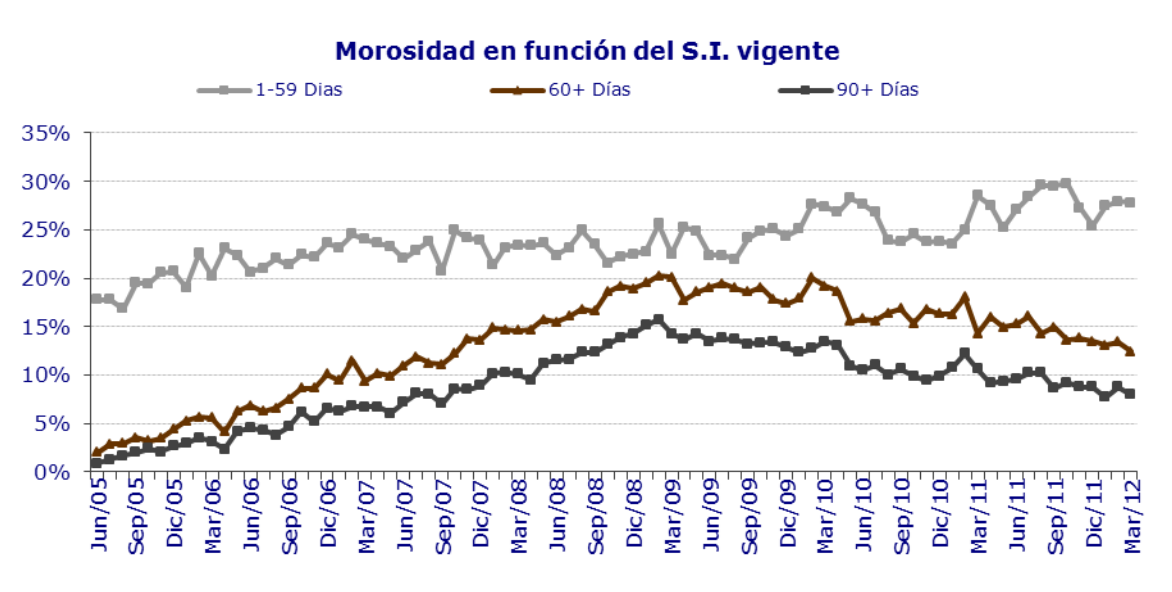


El siguiente gráfico muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los pagos efectuados a las series preferentes de los bonos (sin contar los prepagos) durante toda la vida del patrimonio. En él se evidencia la suficiencia de los flujos generados por el patrimonio separado para cubrir sus obligaciones emanadas de las series preferentes.



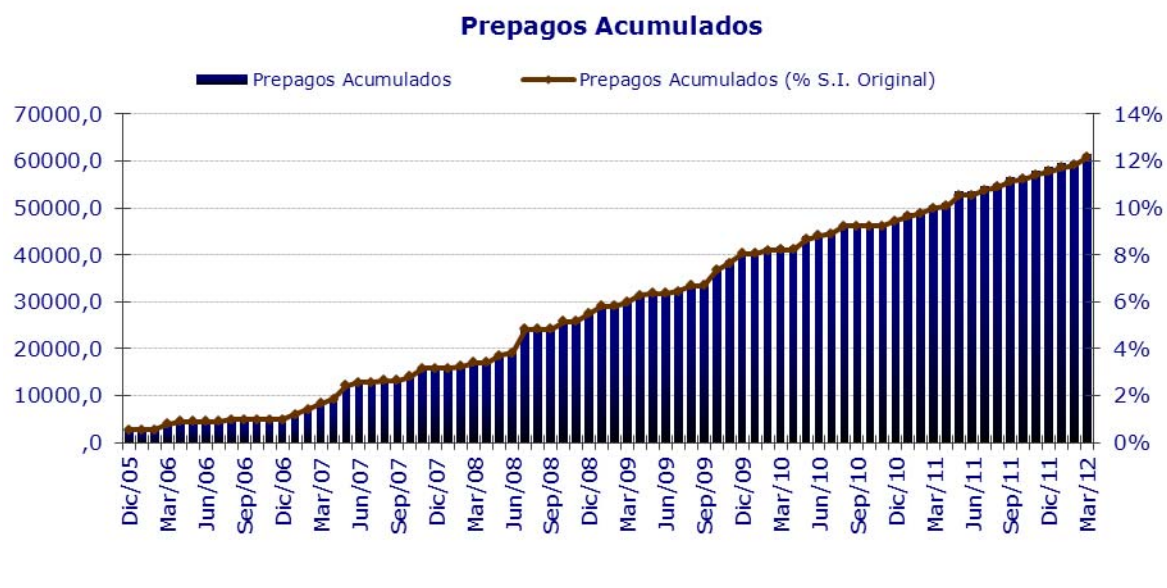
## Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2012 la morosidad entre uno y 59 días representaba el 27,83% del saldo insoluto de la cartera vigente, la mora mayor a 60 días alcanzaba el 12,41% y la mayor a 90 días ascendía a 8,00%. En el siguiente gráfico se observa una disminución en los tramos de mora sobre los 60 y 90 días, después de haber alcanzado máximos a inicios de 2009, en parte debido a un mejoramiento de las condiciones económicas y en parte debido a la aceleración en la liquidación de activos.



## Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de octubre de 2005, acumulando, a marzo de 2011, un monto equivalente a UF 61.562, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 12,13% del saldo insoluto original de la cartera securitizada.

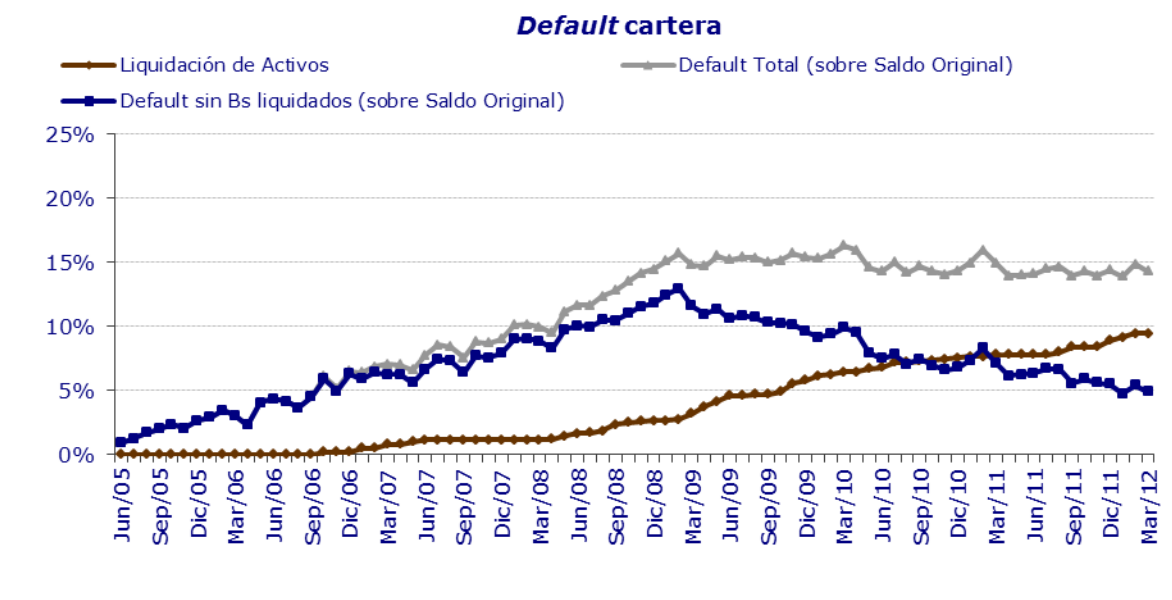


Para atenuar el efecto negativo que genera el prepago de los activos (pérdida de *spread*), el emisor ha procedido a anticipar parcialmente el pago de los bonos; habiendo, hasta marzo de 2012, prepago un monto equivalente al 29,10% del saldo insoluto original de las series preferentes.

### 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 encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. A marzo de 2012, el *default* de la cartera alcanzaba al 14,30% del saldo insoluto original. En el siguiente gráfico se evidencia que el *default* tendió a estabilizarse a partir de 2009 en niveles cercanos al 15%. Dada la antigüedad del patrimonio separado, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.





Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en octubre de 2006; a marzo de 2012, los activos liquidados llegaron al 9,44% de saldo insoluto al inicio del patrimonio separado.

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>2</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Mar – 12	63,73%	UF 826	11,48%	93 meses
Inicial (Jun-05)	78,09%	UF 830	11,49%	12 meses

### Prepago de bonos

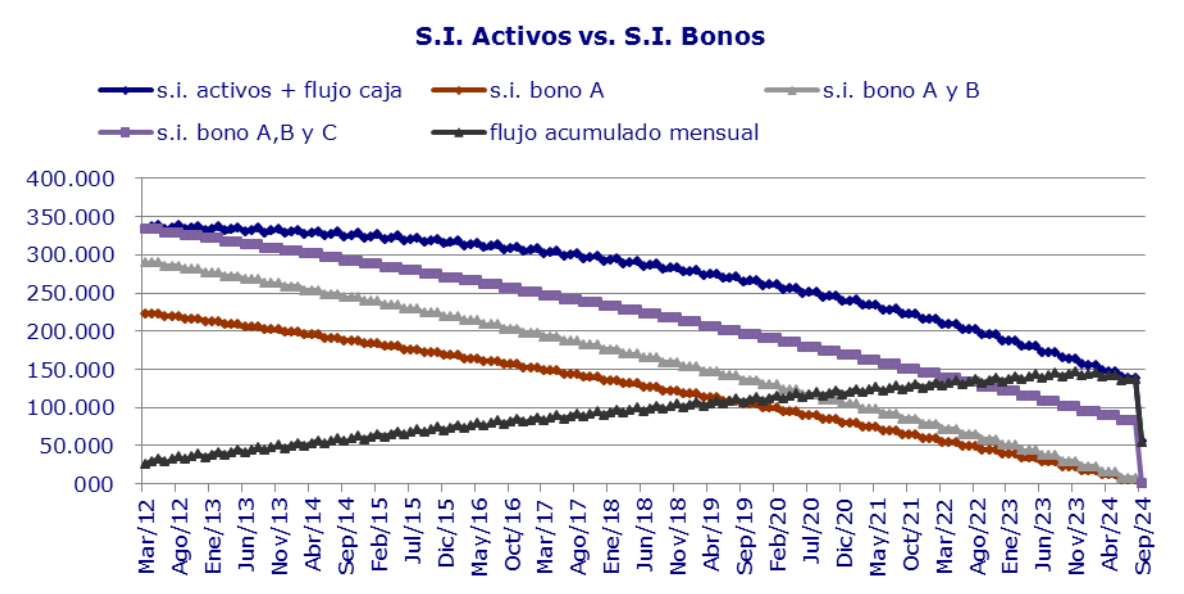
Hasta marzo de 2011 se había rescatado un monto total que asciende a UF 174.022, los cuales representan el 29,10% del monto original de las series preferentes. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, en prepagos voluntarios de los deudores y en excesos de caja al momento del corte de cupón.

<sup>2</sup>LTV: Relación existente entre lo adeudado y la tasación.

Prepago series preferentes		
Fecha	Láminas rescatadas (UF)	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
Ene-06	5.851,84	0,98%
Abr-06	2.900,68	1,46%
Jul-06	6.708,70	2,59%
Oct-06	1.899,57	2,90%
Ene-07	5.646,53	3,85%
Abr-07	6.059,92	4,86%
Jul-07	9.695,75	6,48%
Oct-07	3.200,46	7,02%
Ene-08	11.769,27	8,99%
Abr-08	8.065,26	10,33%
Jul-08	5.321,10	11,22%
Oct-08	9.213,30	12,76%
Ene-09	6.943,69	13,93%
Abr-09	7.296,05	15,15%
Jul-09	6.789,21	16,28%
Oct-09	3.774,76	16,91%
Ene-10	9.118,03	18,44%
Abr-10	6.960,46	19,60%
Jul-10	8.896,06	21,09%
Oct-10	10.380,18	22,82%
Ene-11	4.728,63	23,62%
Abr-11	8.942,63	25,11%
Jul-11	10.354,75	26,84%
Oct-11	6.050,40	27,85%
Ene-12	7.454,62	29,10%
<b>Total</b>	<b>174.021,84</b>	<b>29,10%</b>

## Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo valores negociables, más el monto acumulado en caja; así como el saldo insoluto de la serie A, el de las series A y B y el saldo insoluto conjunto de las series A, B y C desde marzo de 2011 hasta el vencimiento de los bonos. Se muestra también una estimación del flujo de caja acumulado por el patrimonio separado. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones ideales, sin considerar prepagos ni *default*, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 4.000 al año. Se observa que el valor de los activos sería mayor al saldo insoluto de las series preferentes y la serie C durante toda la vida del patrimonio separado y que la estructura generaría la caja necesaria para cumplir con sus obligaciones emanadas de las series A, B y C.



*“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.”*