



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

Analista
Gonzalo Neculman
Tel. (56-2) 433 5200
gonzalo.neculman@humphreys.cl

Securizadora Security S.A.

Séptimo Patrimonio Separado

Junio 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 | AAA |
| Serie B | AAA |
| Serie C | AAA ¹ |
| Serie D | BBB |
| Serie E | C |
| Tendencia Series A, B, C y E | Estable |
| Tendencia Serie D | Favorable ² |
| Estados Financieros | Marzo de 2013 |

| 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 | 279.018 | 557 | 11,49% | 65,96% | 848 |

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2013.

El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.

¹ Clasificación anterior: AA.

² Tendencia anterior: Estable.

| 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 | 175.038 | 4,5% | Oct-24 |
| B | Preferente | 91.000 | 64.488 | 4,5% | Oct-24 |
| C | Subordinada | 32.000 | 45.507 | 4,5% | Oct-24 |
| D | Subordinada | 28.000 | 39.8192 | 4,5% | Oct-24 |
| E | Subordinada | 25.000 | 35.552 | 4,5% | Oct-24 |
| Total | | 683.000 | 360.403 | | |

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2013.

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 uno 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 C de "*Categoría AA*" a "*Categoría AAA*" obedece al importante incremento en los niveles de sobrecolateralización que ha experimentado el patrimonio separado en los últimos doce meses. Esto, sumado al comportamiento histórico exhibido por la cartera de activos, en términos de prepagos y de morosidad, permiten generar los flujos necesarios para dar cumplimiento a las obligaciones de la serie, incluso ante un incremento significativo de la tasa de prepagos de los contratos de *leasing* habitacional y de un aumento en su tasa de *default*. También cabe destacar que el patrimonio separado ha presentado gastos inferiores a los que **Humphreys** asume para títulos clasificados en categoría AA; por lo tanto, ello ha provocado una mayor sobrecolateralización en la operación.

La modificación en la tendencia de la serie D, desde "*Estable*" a "*Favorable*" responde a que, producto del nivel de preferencia entre los distintos bonos y la solidez de las series A, B y C, existe una mayor certeza que se va teniendo respecto a la generación de caja del patrimonio separado aumentan la probabilidad de cumplimiento de dicha serie.

Dada la situación del patrimonio separado al 31 de marzo de 2013, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los saldos en caja y los activos recuperados– representaba cerca del 106% de valor nominal 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 92,66% (77,10% al origen del patrimonio separado).

La cartera de activos, que a marzo de 2013 mantenía un *seasoning* de 105 meses, ha presentado un prepago 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 levemente por debajo del valor medio inicialmente supuesto y, por ende, alejado del máximo⁴.

Según la información a marzo, la cartera de activos del patrimonio separado ha acumulado prepagos y *default* cercanos al equivalente del 13,5% y 13,6% del saldo insoluto original de los contratos de leasing habitacional originalmente aportados como respaldo al pago de los bonos. Este último porcentaje, por efecto de los activos con mora superior a tres cuotas, representan una mejora con respecto a doce meses atrás. Cabe destacar que el *default* (siempre medido sobre el saldo insoluto original) está compuesto por 11,1% de activos efectivamente liquidados y 2,5% con mora sobre tres cuotas, que aún podrían ser normalizados; 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.

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*”, para las series A, B, C y E.

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

⁴ Para efectos de proyectar, **Humphreys** aplica un modelo dinámico basado en el método de Montecarlo, que permite generar 10.000 flujos de caja, con distintos niveles y combinación, de prepagos, *default* y recupero, que se suceden en distintas oportunidades en el tiempo.

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 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

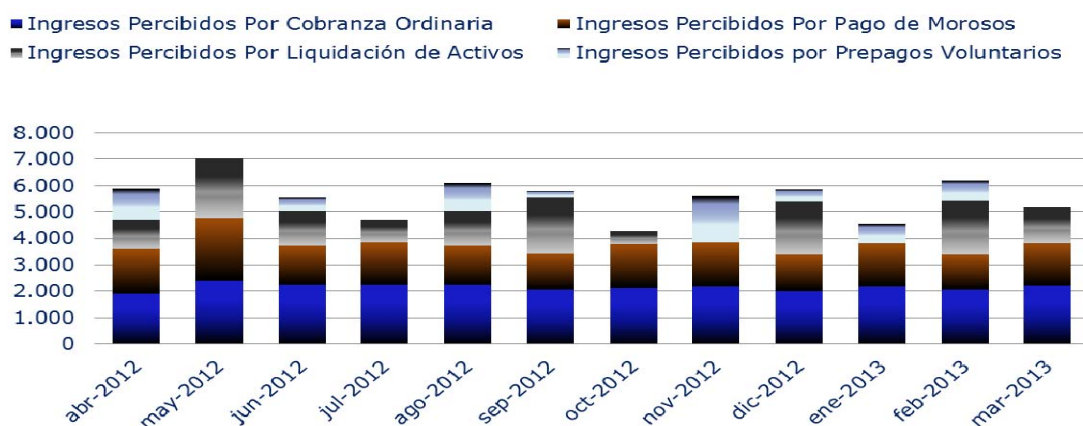
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Análisis del patrimonio

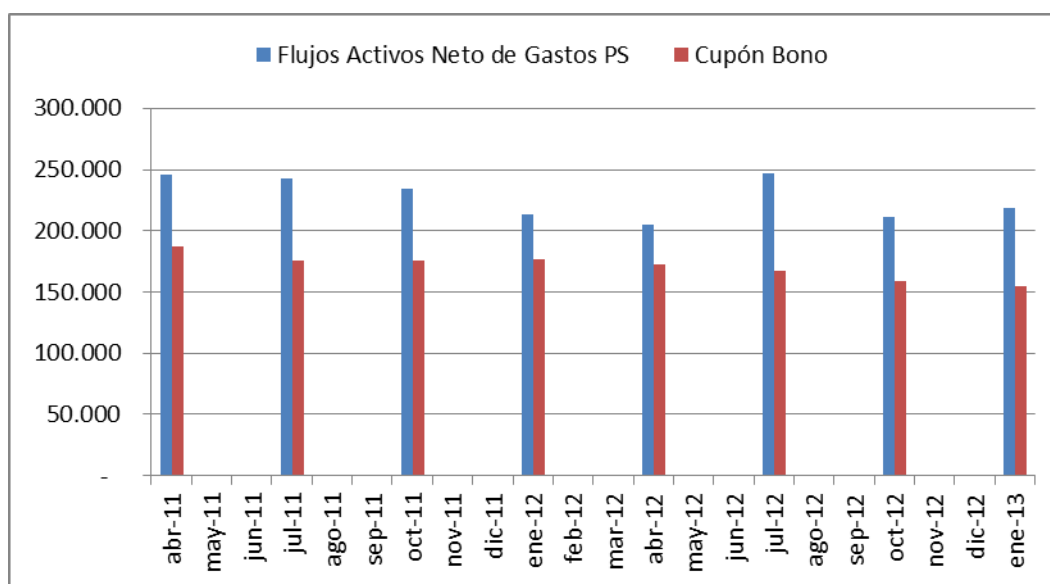
Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos doce meses, correspondientes al periodo comprendido entre abril de 2012 y marzo de 2013, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a las UF 3.764 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en mayo de 2012 (UF 4.766) y la menor en diciembre de 2012 (UF 3.390). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 1.799. Cabe destacar que los cupones sólo 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 prepagó de los bonos y la sustitución de activos.

Recaudación



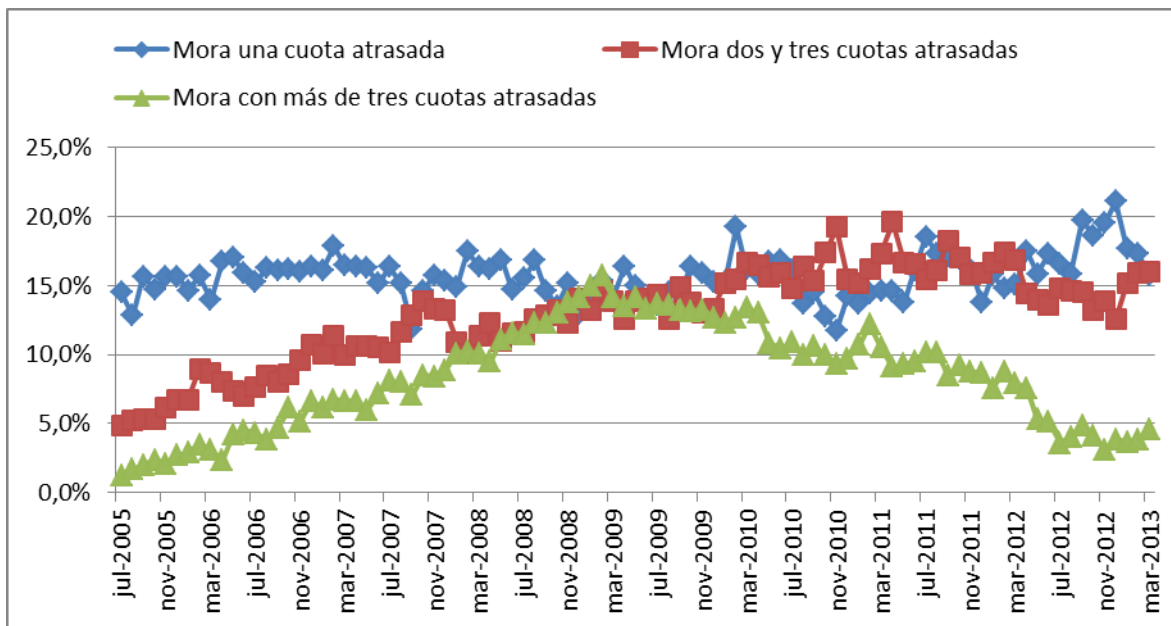
En el siguiente gráfico se muestra trimestralmente la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los pagos efectuados a las series preferentes de los bonos (sin contar los prepagos) durante los últimos doce meses:



Morosidad de la cartera de activos (sobre saldo insoluto vigente)

A marzo de 2013 la morosidad de la cartera de activos, medida sobre el saldo insoluto existente en el mes anterior, se concentra en contratos de leasing habitacional con morosidad de hasta

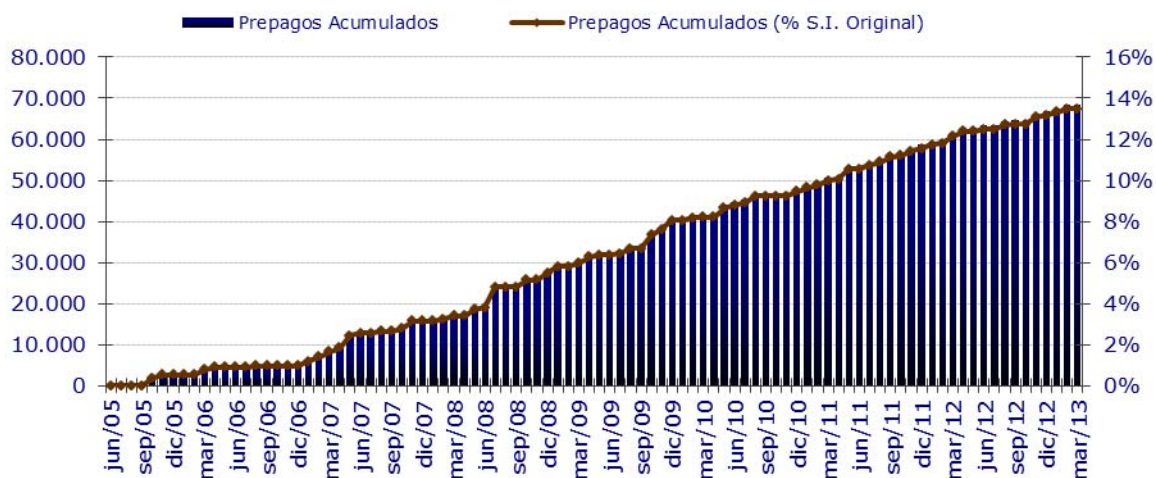
tres cuotas, del orden del 30%. Por su parte, la mora dura, con más de tres cuotas de retraso, muestra una tendencia a la baja, situándose bajo el 5%.



Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de octubre de 2005, acumulando a marzo de 2013 un monto equivalente a UF 68.345, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 13,47% del saldo insoluto original de la cartera securitizada.

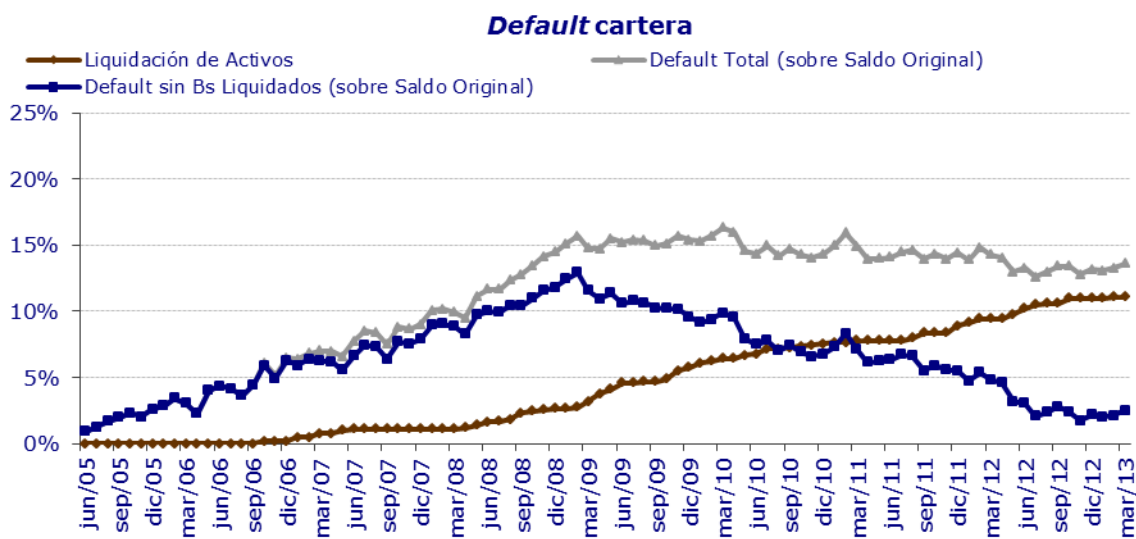
Prepagos Acumulados



Para atenuar el efecto negativo que generan el prepago de los activos (pérdida de *spread*), el emisor ha procedido a anticipar parcialmente el pago de los bonos; habiendo, hasta marzo de 2013, prepagado un monto equivalente al 35,9% 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 2013, el *default* de la cartera alcanzaba al 13,60% del saldo insoluto original. En el siguiente gráfico se evidencia que el *default* acumulado ha tendido a reducirse producto de la disminución en la mora superior a tres cuotas (eliminado el efecto derivado de la liquidación de activos). 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 2013, los activos liquidados llegaron al 11,1% de saldo insoluto al inicio del patrimonio separado.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

| Fecha | LTV ⁵ | Tasación | Tasa de Interés | Seasoning |
|------------------|------------------|----------|-----------------|-----------|
| Mar – 13 | 65,96% | UF 848 | 11,49% | 105 meses |
| Inicial (Jun-05) | 78,09% | UF 830 | 11,49% | 12 meses |

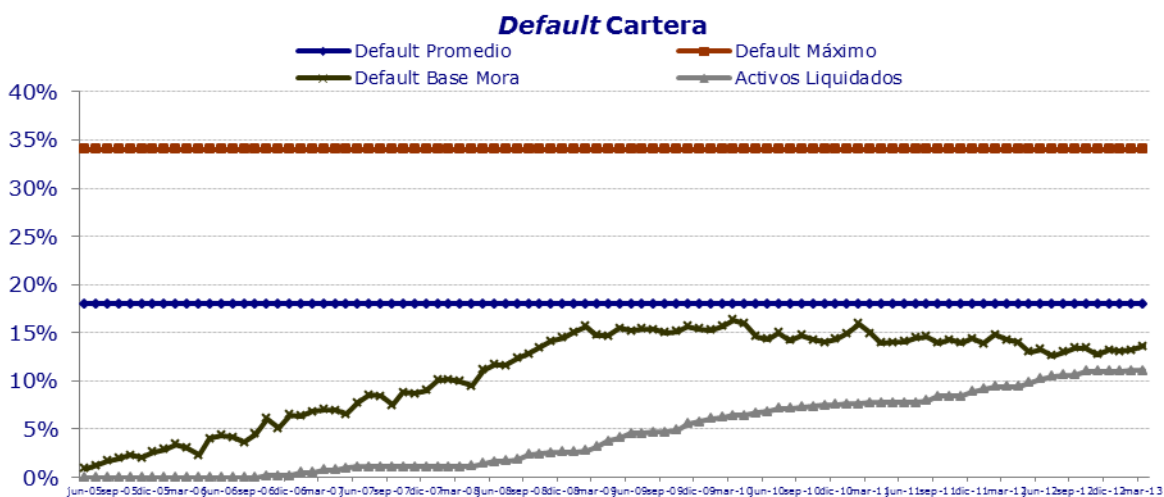
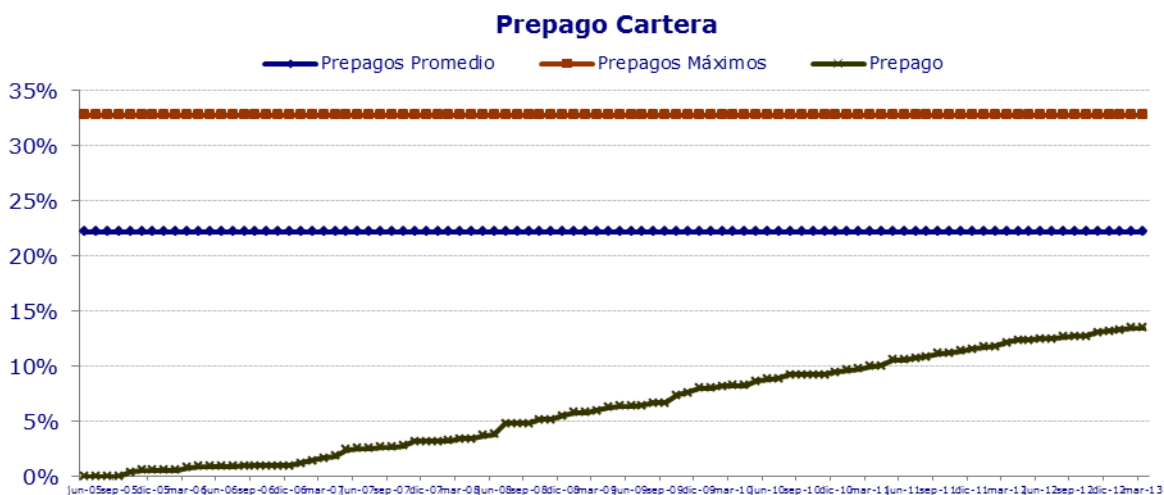
Prepago de bonos

Hasta marzo de 2013 se había rescatado un monto total que asciende a UF 214.965, los cuales representan el 35,195% del monto original de las series preferentes. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y en excesos de caja al momento del corte de cupón.

⁵ LTV: Relación existente entre la 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 | 9.126,76 | 25,14% |
| Jul-11 | 10.492,30 | 26,90% |
| Oct-11 | 6.078,41 | 27,91% |
| Ene-12 | 7.561,15 | 29,18% |
| Abr-12 | 9.631,84 | 30,79% |
| Jul-12 | 12.833,96 | 32,93% |
| Oct-12 | 7.467,54 | 34,18% |
| Ene-13 | 10.553,97 | 35,95% |
| Total | 214.965,38 | 35,95% |

Modelo dinámico y comportamiento real del patrimonio separado



“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.”