



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a s

Macarena Villalobos M.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

hernan.jimenez@humphreys.cl

macarena.villalobos@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A. Séptimo Patrimonio Separado

Junio 2018

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
Bonos securitizados:	
Serie B	AAA
Serie C	AAA
Serie D	AA ⁻¹
Serie E	C
Tendencia Series B, C y E	Estable
Tendencia Serie D	Favorable
Estados Financieros	Marzo de 2018

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie B (BSECS-7B)	Nº 420 de 23.06.05
Bono Serie C (BSECS-7C)	Nº 420 de 23.06.05
Bono Serie D (BSECS-7D)	Nº 420 de 23.06.05
Bono Serie E (BSECS-7E)	Nº 420 de 23.06.05

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-7
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	151.918	433	11,45%	42,32%	UF 829
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles					
Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2018.					
El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.					

¹ Clasificación anterior: A-.

Características de las Series de Bonos

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
B	Preferente	91.000	24.359	4,50%	oct-24
C	Subordinada	32.000	56.711	4,50%	oct-24
D	Subordinada	28.000	49.621	4,50%	oct-24
E	Subordinada	25.000	44.305	4,50%	oct-24
Total		683.000	174.955		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2017.

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 A-” a “Categoría AA-”, responde al incremento que se ha observado en el sobre-colateral del patrimonio separado y al hecho que los activos de respaldo mantienen sus niveles de mora y *default* de forma acotada, fortaleciendo de este modo el pago de las distintas series de la operación.

Dado esto, al 31 de marzo de 2018, el valor de los activos del patrimonio separado –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo saldo en caja y los activos recuperados– representaba cerca del 129,19% del valor par vigente de los bonos series B, C y D, relación que ascendía a 77,10% al inicio de la operación.

La cartera de activos, que a marzo de 2018 mantenía un *seasoning* de 165 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 los resultados son distantes de los escenarios más extremos. En cuanto al *default*² 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 que, por ende, se aleje del máximo.

² Por *default*, en el informe, se entiende como contratos liquidados o en cobranza judicial y/o mora superior a los tres meses.

Según información a marzo de 2018, la cartera de activos del patrimonio separado ha acumulado prepagos y *defaults* cercanos al 19,89% y 16,13%, 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, en su mayoría, de la acumulación de los activos que cayeron en *default* y, en menor medida, de 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".

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 pertenecen 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.

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

Análisis del patrimonio

Recaudación

De acuerdo con las cifras de los últimos 24 meses, correspondientes al periodo comprendido entre abril de 2016 y marzo de 2018, el patrimonio separado generó ingresos promedio cercanos a las UF 2.935,06 mensuales, por concepto de recaudación ordinaria (dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados). La mayor recaudación se produjo en marzo de 2017 (UF 3.491,39) y la menor en mayo de 2017 (UF 2.142,27).

Los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 570,87. Cabe destacar, que los cupones sólo pueden ser pagados con los flujos provenientes de la recaudación ordinaria, en tanto que los ingresos por prepagos y liquidaciones sólo pueden ser destinados al prepagos de bonos y a la sustitución de activos. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos dos años.

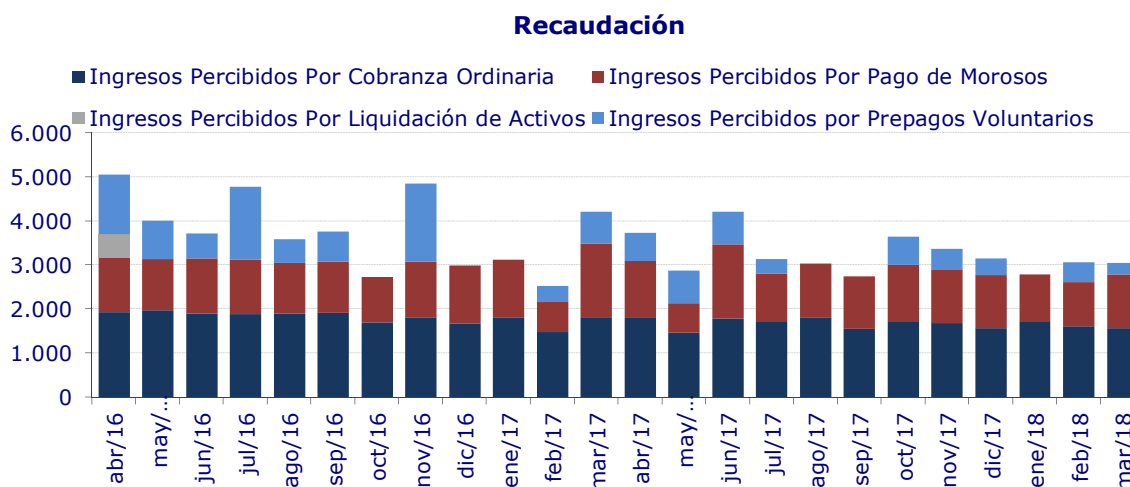


Ilustración 1: Recaudación patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2018, 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 cercana al 25,76%. Por su parte, tanto la morosidad mayor a 60 días como la mora dura, mayor a 90 días, se encuentran estables en torno al 7,29% y 5,20% del saldo insoluto. La Ilustración 2 muestra la evolución de la mora.

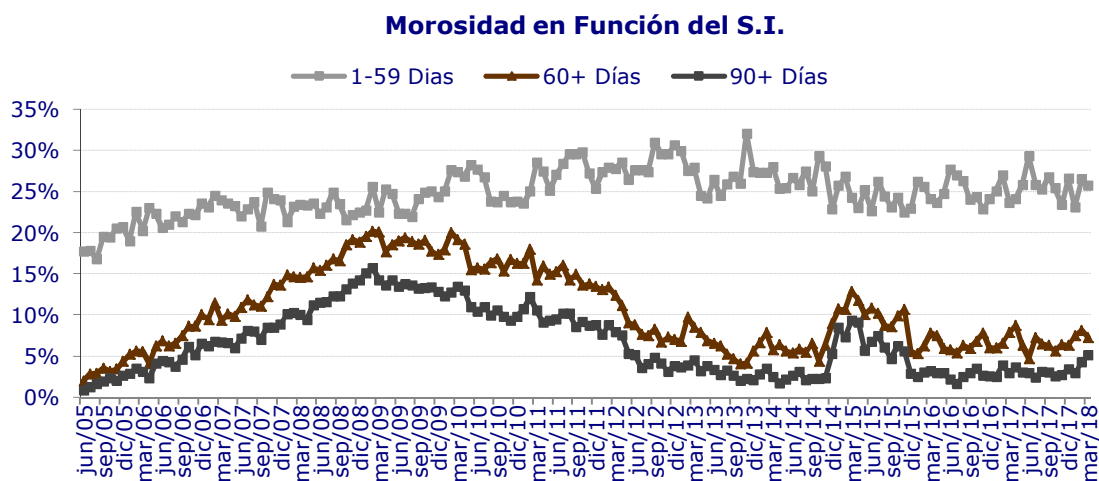


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron en septiembre de 2005 y acumulan a marzo de 2018 un monto UF 100.987,68, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 19,89% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del prepagado se encuentra en la Ilustración 3.

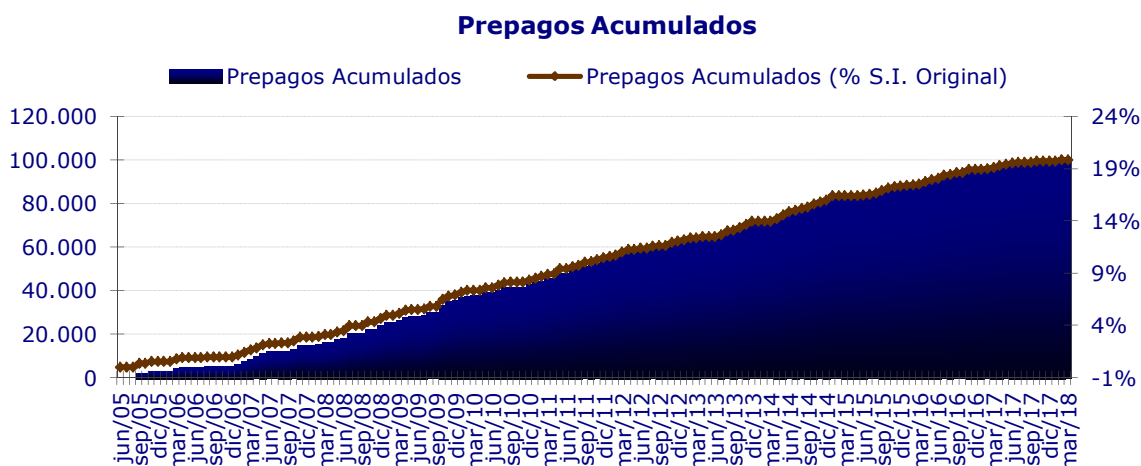


Ilustración 3: Prepagos acumulados

Para atenuar el efecto negativo que genera el prepagado 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 2018, el *default* de la cartera, medido como activos liquidados o en cobranza judicial y/o con mora superior a los tres meses, alcanzaba el 16,13% del saldo insoluto original. En la Ilustración 4 se evidencia que, en los últimos meses, 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.

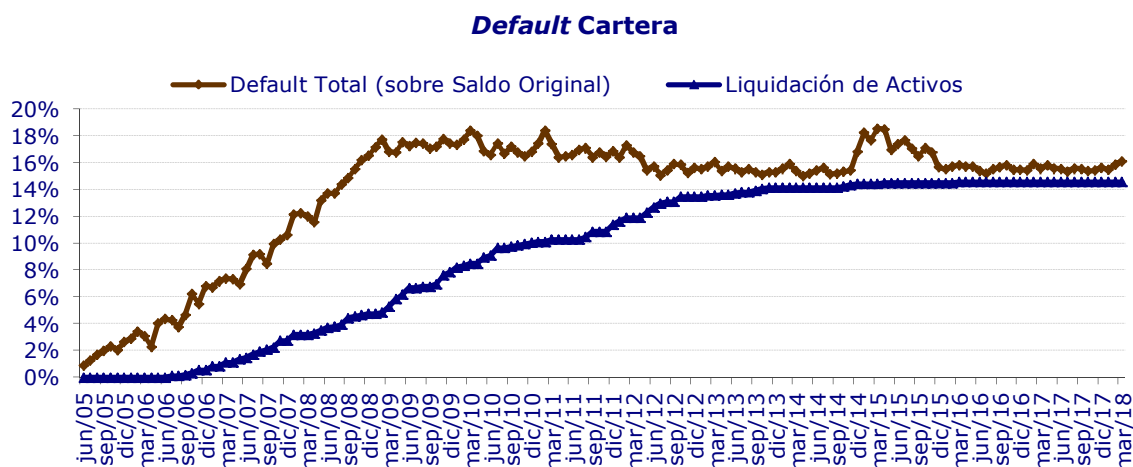


Ilustración 4: *Default* de la cartera

Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en julio de 2006. A marzo de 2018, los activos liquidados se mantienen en 14,57% del saldo insoluto inicial.

Proyección de flujos estáticos

En la Ilustración 5 se muestran las proyecciones del saldo insoluto de los activos, así como saldo insoluto de la series A, B, C y D. Además, se calcula la evolución que tendría el flujo de caja teórico desde abril de 2018 a la fecha de vencimiento de la última serie. La proyección se realiza con supuestos teóricos, sin prepagos ni *default* por parte de los activos, y gastos cercanos a UF 2.500 anual.

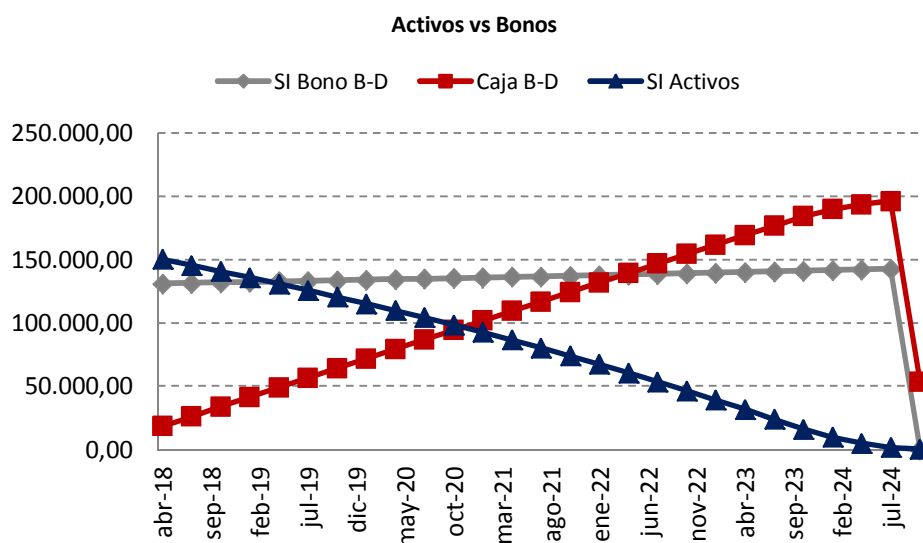


Ilustración 5: Proyección estática de los saldos insolutos de activos y bonos preferentes y subordinados hasta la serie D

“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 Comisión para el Mercado Financiero 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.”