



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista
Hernán Jiménez Aguayo
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A. Séptimo Patrimonio Separado

Junio 2016

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	Estable
Serie C	AAA	Estable
Serie D	A ⁻¹	Estable ²
Serie E	C	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2016	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

Bono Serie A (BSECS-7A)	Nº 420 de 23.06.05
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.

¹ Clasificación anterior: BBB+.

² Tendencia anterior: Favorable.

Resumen Características Cartera Securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	200.000	476	11,45%	50,78%	UF 828

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a marzo de 2016.

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 par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	507.000	50.205	4,50%	oct-24
B	Preferente	91.000	51.047	4,50%	oct-24
C	Subordinada	32.000	51.931	4,50%	oct-24
D	Subordinada	28.000	45.440	4,50%	oct-24
E	Subordinada	25.000	40.571	4,50%	oct-24
Total		683.000	239.195		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2016.

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 A-", responde al incremento que se ha observado en el sobre-colateral del patrimonio separado, el cual mantiene sus niveles de mora y *default* de forma acotada, fortaleciendo así el pago de las series del bono.

Dada la situación del patrimonio separado al 31 de marzo de 2016, el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo saldo en caja y los activos recuperados– representaba cerca del 139,24% del valor par vigente de los bonos series A, B y C, relación que era del 80,52% al inicio de la operación. Al incluir la serie D, la misma razón se reduce a 107,39% (77,10% al origen del patrimonio separado).

La cartera de activos, que a marzo de 2016 mantenía un *seasoning* de 138 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 por debajo del valor medio inicialmente supuesto y, por ende, alejándose del máximo.

Según información a marzo de 2016, la cartera de activos del patrimonio separado ha acumulado prepagos y *default* cercanos al 17,5% y 15,9%, 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", para todas las 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.

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

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 doce meses, correspondientes al periodo comprendido entre abril 2015 y marzo de 2016, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados– en torno a las UF 3.255,73 mensuales, produciendo la mayor recaudación en julio de 2015 (UF 3.454,65) y la menor en diciembre de 2015 (UF 2.976,72). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 575,53. 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 prepagado de bonos y a la sustitución de activos. La Ilustración 1 presenta la recaudación de los últimos dos años.

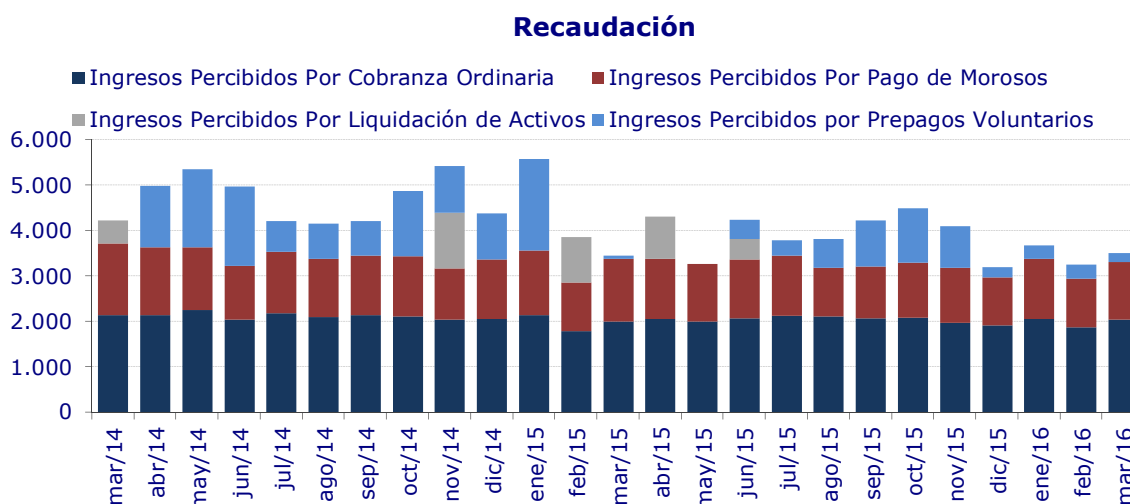


Ilustración 1: Recaudación patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

A marzo de 2016, 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 24,13%. Sin

embargo, la mora dura, mayor a 60 y mayor a 90 días, ambas se encuentran estables cerca de 7,83% y 3,25% del saldo insoluto. La *Ilustración 2* muestra la evolución de la mora.

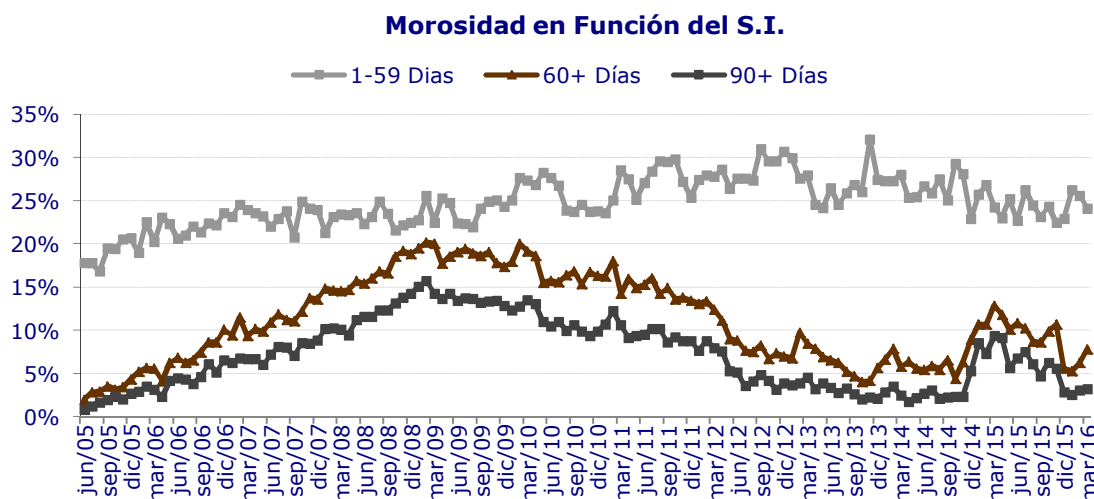


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

Los primeros prepagos registrados por el patrimonio surgieron a partir de septiembre de 2005, acumulando a marzo de 2016 un monto UF 83.819,68, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 17,51% del saldo insoluto original de la cartera securitizada. El comportamiento del prepagos se encuentra en la *Ilustración 3*.

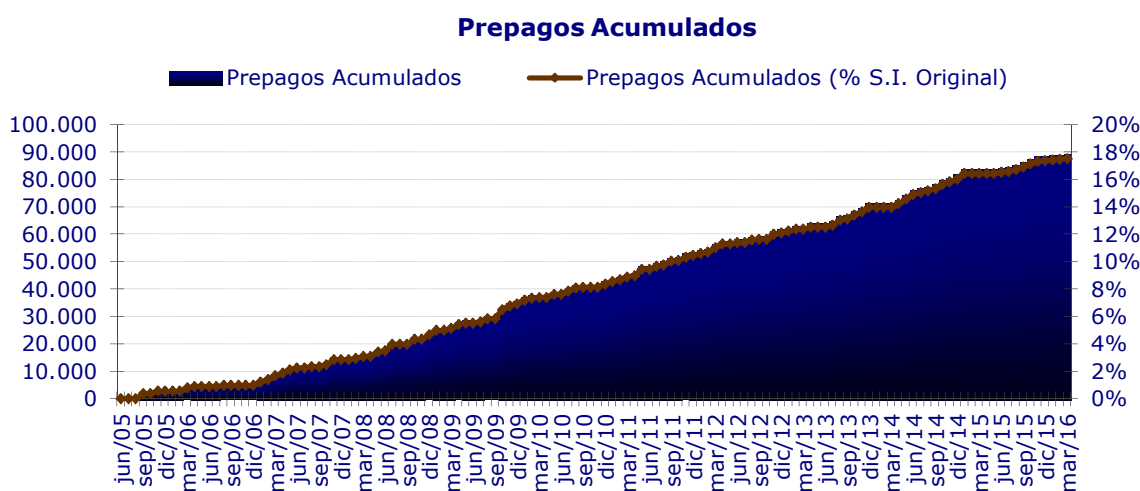


Ilustración 3: Prepagos acumulados

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 2016, el *default* de la cartera, medido como activos liquidados o en cobranza judicial y/o con mora superior a los tres meses, alcanzaba el 15,85% 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.

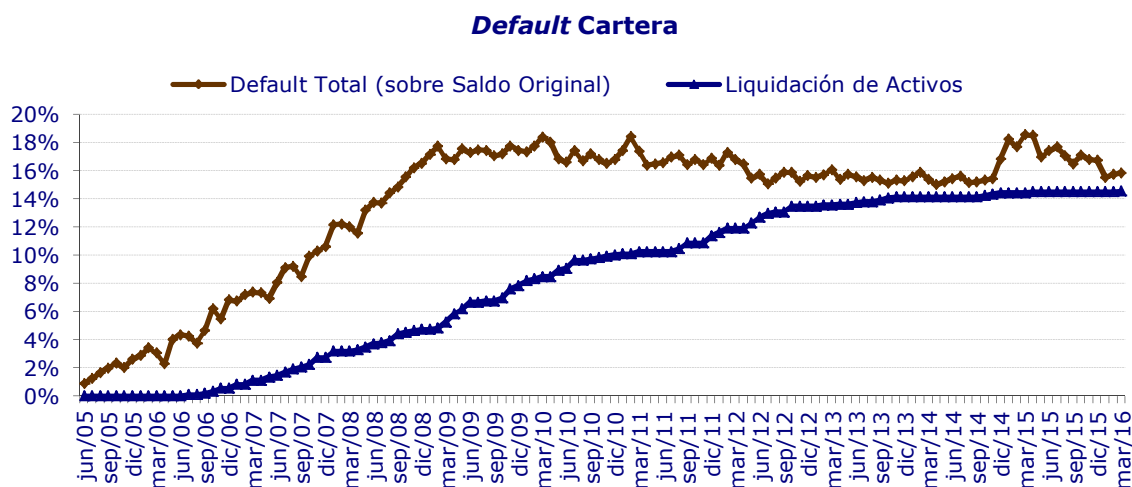


Ilustración 4: *Default* de la cartera

Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en julio de 2006. A marzo de 2016, los activos liquidados se mantienen en 14,57% 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%
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%
Continúa...		

Prepagos series preferentes		
Fecha	Laminas rescatadas (UF)	% sobre monto original serie preferente (acumulado)
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%
jul-14	9.769	44,44%
oct-14	6.180	45,48%
ene-15	8.782	46,94%
abr-15	9.491	48,53%
jul-15	6.676	49,65%
oct-15	7.381	50,88%
ene-16	7.490	52,13%
abr-16	6.230	53,18%
Total	317.996	53,18%

Proyección de flujos estáticos

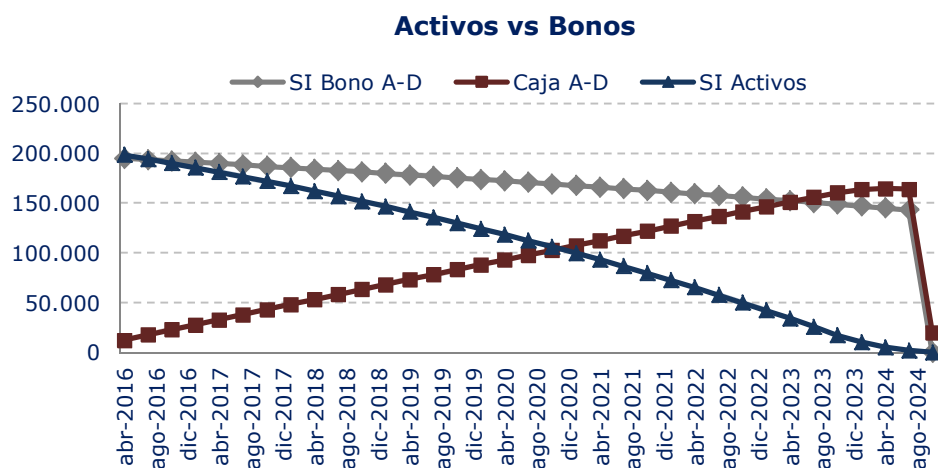


Ilustración 5: Proyección estática de los saldos insolutos de activos y bonos preferentes y subordinados hasta la serie D

"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 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."