



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Xaviera Bernal N.

Tel. (56-2) 433 5216

xaviera.bernal@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A.

Segundo Patrimonio Separado

Marzo 2011

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 | AA+ |
| Serie B | C |
| Tendencia | Estable |
| Estados Financieros | Septiembre de 2010 |

| Datos básicos de la operación | |
|------------------------------------|---|
| Identificación Patrimonio Separado | Patrimonio Separado BSECS-2 |
| Inscripción Registro de Valores | N° 228, 2 de Mayo de 2000 |
| 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 | 192.135 | 304 | 12,20% | 83,85% | 754 |

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles
 Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a octubre de 2010.
 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* | Tasa de interés | Fecha de vencimiento |
| A | Preferente | 433.000 | 223.293 | 7,5% | Jul-21 |
| B | Subordinada | 60.000 | 130.555 | 7,5% | Jul-22 |
| Total | | 493.000 | 353.848 | | |

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2010.

Opinión

Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en el hecho de que el valor económico de los activos supera satisfactoriamente el valor de la deuda preferente (no así la deuda subordinada), con una generación de flujos periódicos capaces de responder al pago de intereses de los bonos y un valor de liquidación esperado para los activos, incluso bajo escenarios conservadores, suficiente para dar cumplimiento a la amortización de los títulos de deuda preferentes. Los activos - contratos de *leasing* habitacional- han sido originados por **Inmobiliaria Mapsa S.A. (Mapsa)**. El sobrecolateral de la operación está dado por el exceso de *spread* generado por el diferencial de tasas entre los activos (12,20%) y pasivos del patrimonio separado (7,5%).

A octubre de 2010 el valor de los activos –saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los fondos disponibles– representaban el 95,96% del monto del bono preferente. A la fecha, el patrimonio separado cuenta con inmuebles recuperados por un valor de UF 2.952, los que una vez liquidados implicarían un aumento en el valor del indicador.

La cartera crediticia –que a la fecha de clasificación mantenía un *seasoning* de 138 meses– presentaba un nivel de *default*¹, medido sobre saldo insoluto original, de 24,53%, observándose una disminución en el indicador respecto a diciembre de 2009. Por otra parte, los activos liquidados representan en torno al 16,56% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado.

En cuanto al nivel de prepago, los contratos de *leasing* representaban a octubre de 2010 aproximadamente el 30,01% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado, lo que se encuentra muy por sobre los rangos máximos estimados al inicio por el modelo. Por su parte, el saldo insoluto de los activos ascendía a UF 192.135, de los cuales UF 73.123 se encontraban depositados en una Administradora de Fondos para la Vivienda (AFV).

Es importante destacar que los contratos de *leasing* habitacional que sirven de respaldo a la operación, han sido originados bajo la modalidad de ahorro en la AFV. De esta forma, el arrendatario paga mensualmente el arriendo (el equivalente al interés del crédito, dinero que ingresa directamente al patrimonio separado) y, en paralelo, ahorra en la AFV, acumulando así los fondos necesarios para pagar al saldo de precio adeudado (amortización del capital). El

¹ El *default* contempla toda la mora a más de 90 días más todos los activos efectivamente liquidados.

tiempo que demore el arrendatario para saldar totalmente la operación dependerá, entre otros factores, de la rentabilidad de los fondos administrados por el AFV. Si a la fecha del vencimiento original del contrato de arrendamiento no se hubiese reunido la totalidad de los recursos para ejercer el pago del saldo de precio, el importe acumulado se utiliza para amortizar parcialmente el saldo de precio (dinero que ingresa al patrimonio separado) y se extiende la fecha de vencimiento del leasing habitacional.

Dado el contexto anterior, según las estimaciones de **Humphreys**, es altamente probable que las remesas por concepto de saldo de precio que ingresen al patrimonio separado con anterioridad a fecha de vencimiento final del bono, no sean suficientes para el pago de éste, producto de un descalce en los flujos que se produciría sólo al final de la vigencia del papel.

Sin perjuicio de lo anterior, la estructura de la operación permite que el bono preferente sea prepagado desde el momento en que su valor sea igual o inferior al equivalente al 10% de su capital inicial. Esta alternativa permitiría que los títulos de deuda pudiesen ser prepagados vía venta de los activos del patrimonio separado, siempre y cuando en este punto el saldo insoluto de estos últimos supere al de los pasivos. Dicha situación podría darse incluso asumiendo escenarios conservadores en cuanto a la liquidación de los contratos de *leasing* (cuyo mercado secundario es poco profundo).

Con todo, si bien la sociedad securitizadora es de la opinión que los términos de la escritura de emisión le otorgan la facultad para realizar la venta de activos, a juicio de **Humphreys** dicha operación podría implicar la aprobación de la junta de tenedores de bonos. De producirse este último contexto, la clasificadora estima que no constituiría un riesgo de relevancia por cuanto la probabilidad de rechazo no sería material considerando que es posible llevar a cabo la operación sin perjuicios financieros para los tenedores de bonos, producto de la suficiencia de los activos y el tiempo que se tendría para gestionar la liquidación.

Finalmente, la serie B subordinada, se clasifica en *Categoría C* ya que absorbe prioritariamente las pérdidas asociadas a los activos, reforzando de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por las series preferentes, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

Perspectivas de la clasificación

En general, el patrimonio separado ha mostrado un comportamiento estable y dentro de los parámetros esperados. 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 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.

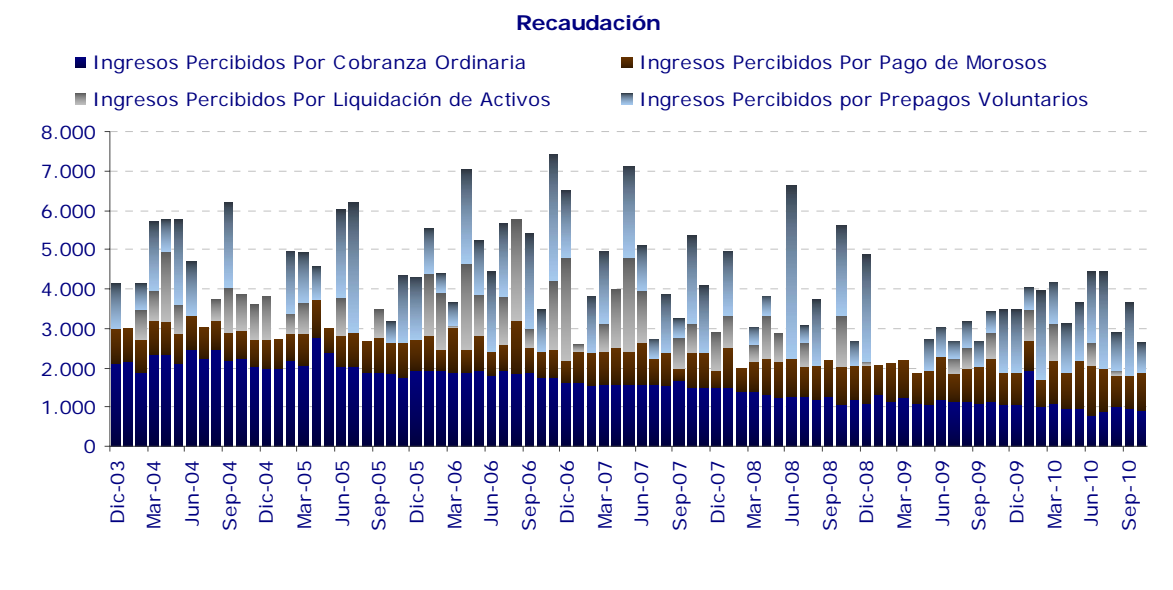
Categoría C

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.

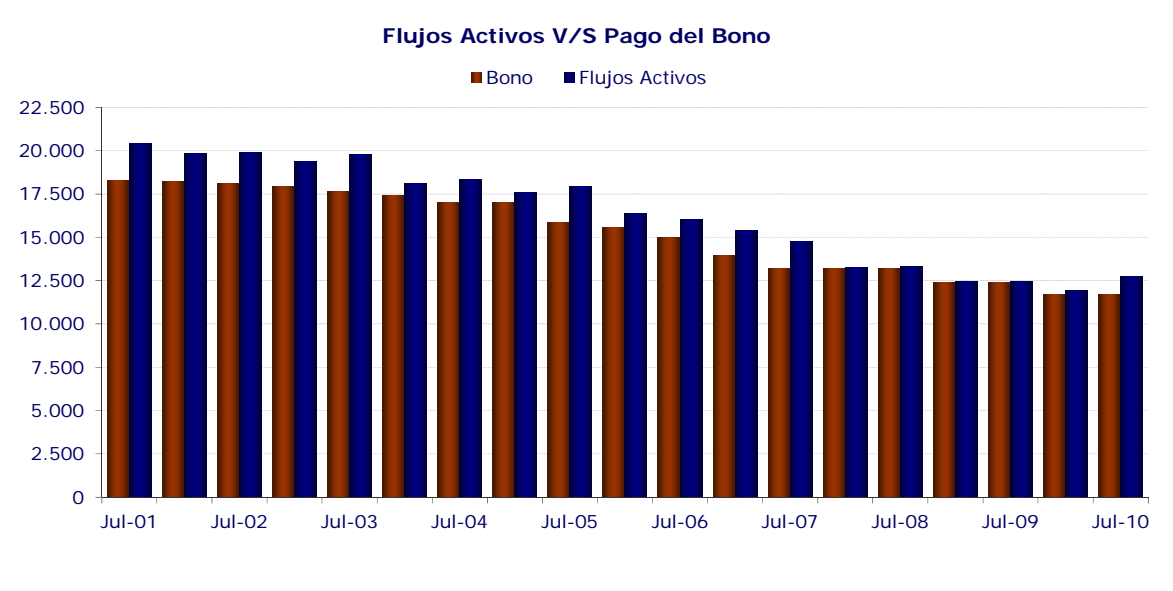
"+": Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras correspondientes al periodo comprendido entre noviembre de 2009 y octubre de 2010, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación en torno a las UF 3.659 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en junio de 2010 (UF 4.422) y la menor en octubre de 2010 (UF 2.639). Las variaciones vienen dadas principalmente por ingresos extraordinarios, como la liquidación de activos o los prepagos voluntarios.



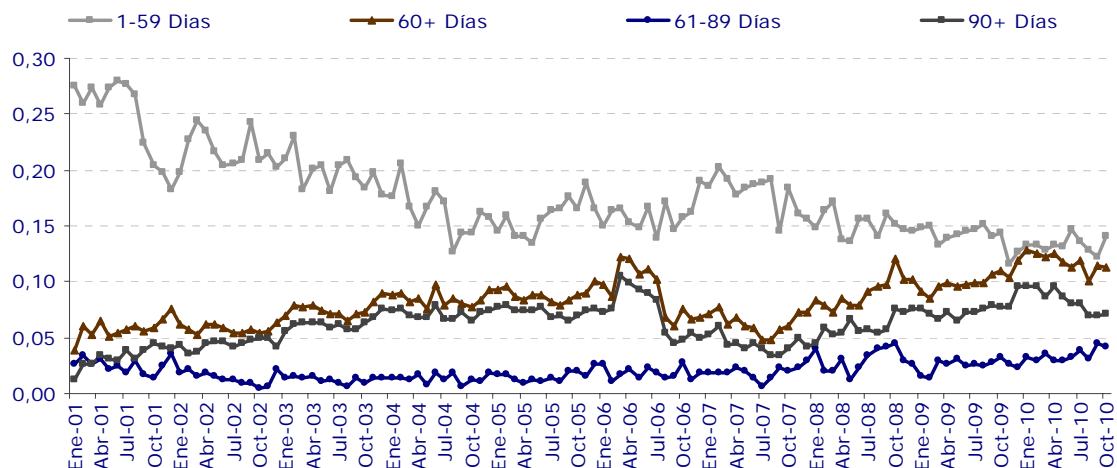
En el siguiente gráfico se muestra la recaudación ordinaria de la cartera de activos en comparación con los pagos efectuados a las series preferentes de los bonos:



Morosidad de la cartera de activos

A octubre de 2010 la morosidad entre uno y 59 días representaba el 14,07% del saldo insoluto de la cartera vigente, la morosidad a más de 60 días alcanzaba el 11,34% y la mora mayor a 90 días ascendía a 7,16%. En el siguiente gráfico se observa el comportamiento de la mora durante el período analizado:

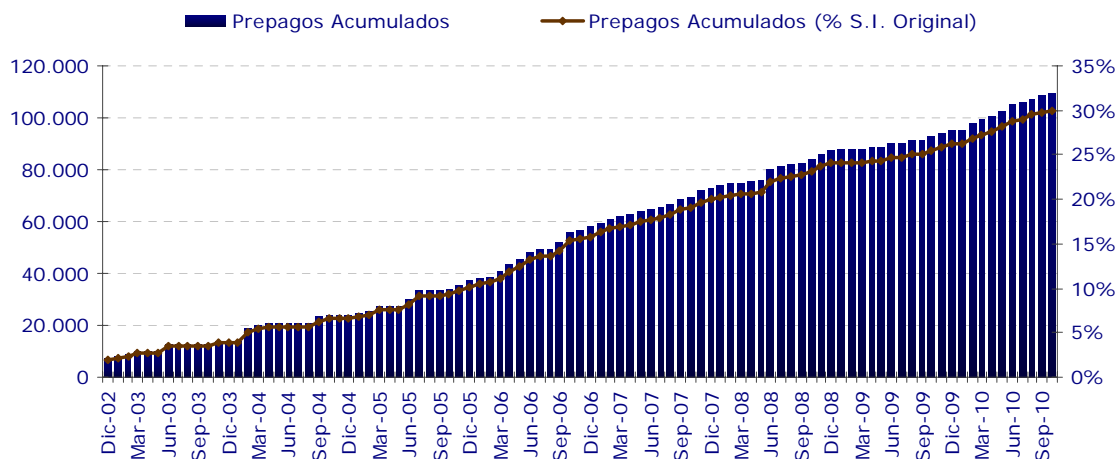
Morosidad en función del S.I. original



Prepagos voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de enero de 2001, los que a octubre de 2010 acumulaban un monto equivalente a UF 109.419, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, los que representan aproximadamente el 30,01% del monto de la cartera inicial.

Prepagos acumulados

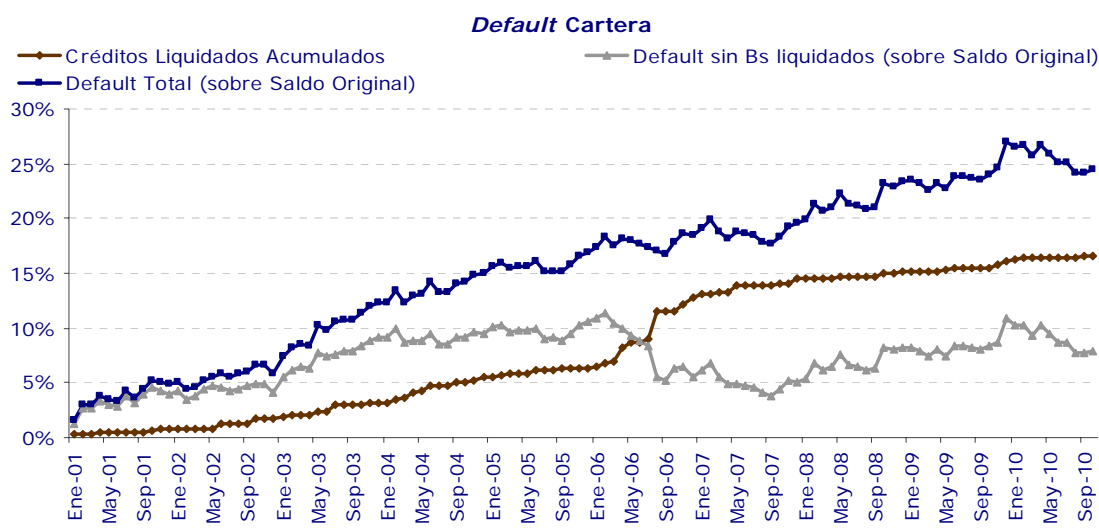


Para atenuar el efecto negativo que generan el prepago de los activos (pérdida de *spread*), el emisor ha procedido a anticipar parcialmente el pago de los bonos.

Default de la cartera

Humphreys, dado su criterio conservador, considera como *default* los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. También se consideran los activos efectivamente liquidados.

El *default* de la cartera, a octubre de 2010, representaba un 24,58% del saldo insoluto original, conformado mayoritariamente por activos con mora superior a 90 días que no han sido liquidados.



Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

| Fecha | LTV ² | Tasación | Tasa de Interés | Seasoning |
|------------------|------------------|----------|-----------------|-----------|
| Oct - 10 | 83,85% | UF 754 | 12,20% | 138 meses |
| Inicial (Ene-01) | 85,24% | UF 804 | 12,11% | 21 meses |

² LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

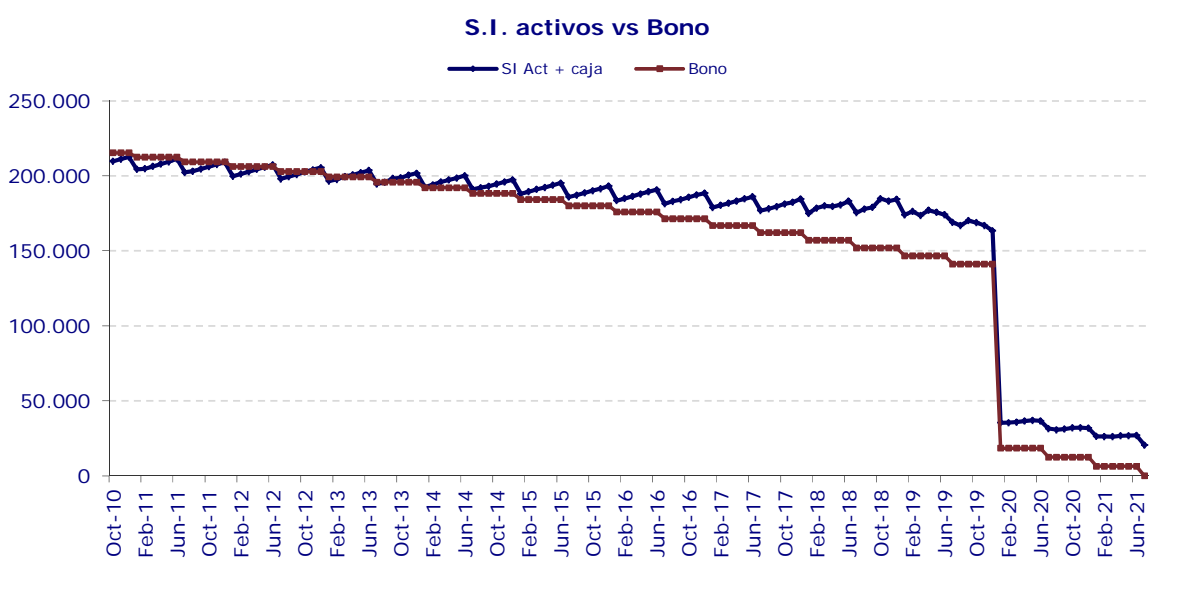
Prepago de bonos

Hasta octubre de 2010 se ha rescatado un monto total que asciende a UF 160.047,64, los cuales representan el 36,96% del monto original de la serie preferente. Estos prepagos de bonos tienen su origen en la liquidación de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y por exceso de caja al momento del corte de cupón.

| Prepagos serie preferente | | | |
|---------------------------|-------|-------------------------|---|
| Fecha | Serie | Láminas rescatadas (UF) | % sobre monto original serie preferente (acumulado) |
| Jul-01 | A | 1.977,10 | 0,46% |
| Ene-02 | A | 1.965,01 | 0,91% |
| Jul-02 | A | 2.928,71 | 1,59% |
| Ene-03 | A | 3.878,96 | 2,48% |
| Jul-03 | A | 5.778,02 | 3,82% |
| Ene-04 | A | 5.736,11 | 5,14% |
| Jul-04 | A | 9.487,77 | 7,33% |
| Jul-05 | A | 24.270,56 | 12,94% |
| Ene-05 | A | 6.477,88 | 14,43% |
| Jul-06 | A | 12.838,59 | 17,40% |
| Ene-07 | A | 21.800,76 | 22,43% |
| Jul-07 | A | 16.188,63 | 26,17% |
| Ene-08 | A | 8.010,37 | 28,02% |
| Jul-08 | A | 8.803,69 | 30,05% |
| Ene-09 | A | 11.314,44 | 32,67% |
| Jul-09 | A | 2.579,84 | 33,26% |
| Ene-10 | A | 6.793,32 | 34,83% |
| Jul-10 | A | 9.217,88 | 36,96% |
| Total | | 160.047,64 | 36,96% |

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico representa el saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja³ y el saldo insoluto de la serie preferente en cada mes durante el período desde octubre de 2010 a la fecha de vencimiento del bono:



“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.”

³ El saldo insoluto de los activos más el monto acumulado en caja se presenta con datos reales hasta octubre de 2010 y con flujos estimados a partir de esa fecha, sin considerar prepagos ni *default*.