



Securitizadora Security S.A. Segundo Patrimonio Separado

Marzo 2004

Categoría de Riesgo y Contacto

Tipo de Instrumento	Categoría	Contactos	
Bonos Securitizados:		Socio Responsable	Alejandro Sierra M.
Serie A	AA B	Gerente a Cargo	Aldo Reyes D.
Serie B		Analista	Carolina Fuentes O.
		Teléfono	56 – 2 – 204 73 15
		Fax	56 – 2 – 223 49 37
		Correo Electrónico	ratings@humphreys.cl
Perspectivas	<i>Estables</i>	Sitio Web	www.moodyschile.cl
		Tipo de Reseña	Informe Anual

Datos Básicos de la Operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-2
Inscripción Registro de Valores	N° 228 con fecha 2 de mayo de 2000
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional y sus correspondientes bienes raíces.
Originador	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Administrador Primario	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile S.A.
Características Activos	Contrato de Arrendamiento con Promesa de Compraventa: El arrendatario paga mensualmente el interés del saldo precio (tasa fija), el cual ingresa directamente al patrimonio separado. En forma paralela realiza ahorros mensuales predeterminados que son administrados por una AFV ¹ , de manera de pagar el saldo de precio a la fecha de término del contrato. De no ser suficiente los fondos, se extiende el plazo del contrato.

Datos Básicos Bono Securitizado

<i>Serie</i>	<i>Descripción</i>	<i>Valor Nominal (UF)</i>	<i>Valor Nominal Título (UF)</i>	<i>Tasa de Interés (%)</i>	<i>Fecha Vencimiento</i>
A	Preferente	433.000	1.000	7,5%	julio-2021
B	Subordinado	60.000	200	7,5%	julio-2021

Estadísticas de Operación

Cifras en Miles de Pesos (Dic 2003)	Dic 2000	Dic 2001	Dic 2002	Dic 2003
Intereses por Activo Securitizado	568.427	703.059	607.657	584.686
Intereses por Inversiones	16.698	16.260	11.288	10.184
Reajuste por Activo Securitizado	220.681	186.206	225.572	80.521
Total Ingresos	806.838	907.719	844.685	680.187
Remuneración Adm. de Activos	16.550	21.606	24.634	24.013
Intereses por Títulos de Deuda	464.256	608.706	600.448	598.085
Reajuste por Títulos de Deuda	196.984	252.465	236.766	85.067
Pérdida por prepago y término de contratos		4.145	74.207	61.303
Total Gastos	708.272	899.233	961.136	816.859
Resultado del Periodo	1.689	1.690	-124.806	-132.745

Otros Datos Estadísticos

Cifras en Miles de Pesos (Dic 2003)	Dic 2000	Dic 2001	Dic 2002	Dic 2003
Activo Securitizado (corto plazo)	663.358	658.012	631.518	469.732
Activo Securitizado (largo plazo)	7.558.237	7.454.469	7.103.877	6.783.710
Total Activos	8.818.807	8.624.031	8.407.360	8.110.376
Obligaciones por Títulos de Deuda (C.P.)	759.386	570.970	520.502	592.679
Obligaciones por Títulos de Deuda (L.P.)	8.034.038	7.999.867	7.914.797	7.653.799
Resultado del Ejercicio	1.689	1.690	-124.806	-132.745
Resultado Acumulado	1689	1690	-125.197	-258.000
Total Pasivos	8.818.807	8.624.031	8.407.360	8.110.376

¹ AFV: Administradora de Fondos para la Vivienda.



Opinión

Fundamento de la Clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en los niveles de protección que otorgan los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado en relación con las obligaciones emanadas por la emisión del bono serie preferente. La totalidad de los activos –contratos de leasing habitacional– han sido originados por **Inmobiliaria Mapsa S.A.**²

La clasificación considera, además, el comportamiento que ha tenido la cartera de activos, la cual presenta a la fecha valores que se encuentran dentro de los supuestos al momento de definir las variables que sirvieron de base para sensibilizar los flujos del patrimonio separado.

Por su parte, la clasificación de la serie B se basa en el hecho que su pago está subordinado al cumplimiento de la serie preferente, mientras que la serie C ha sido clasificada en categoría C dada su calidad de subordinada al pago de las series A y B y, por lo tanto, a la mayor probabilidad de pérdida que pueden sufrir los tenedores de estos títulos.

El segundo patrimonio de **Securizadora Security S.A.** continúa con una estructura de activos que le permite mantener una buena capacidad de pago de los bonos preferentes, ello considerando los gastos propios del patrimonio separado.

La estructura del patrimonio separado conserva un **sobrecolateral** elevado, el cual está dado por la elevada diferencia entre la tasa de interés de los activos y la tasa de interés de los bonos preferentes. En este sentido, el sobrecolateral bruto y neto³ presentados por el patrimonio muestran niveles de 1,155 y 1,096 respectivamente, mientras que el exceso de spread neto⁴ alcanza un 4,12%. Estos indicadores son utilizados por **Humphreys** para la evaluación de patrimonios separados respaldados por créditos hipotecarios.

De acuerdo al proceso dinámico aplicado por **Humphreys** (simulaciones a través del método de Montecarlo), la cartera securitizada tendría una pérdida media probable de 10,00%; con un mínimo de 6,3% y un máximo de 13,61%. En la práctica, la pérdida efectiva de la cartera asciende 0,73% y las doce liquidaciones de activos efectuadas a la fecha han generado una pérdida promedio de 5,23%.

Perspectivas de la Clasificación

En general, el patrimonio separado ha tenido 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, se califican las perspectivas de la clasificación como **Estables**.

Definición Categorías 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 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.

² La administración primaria de la cartera está a cargo del propio administrador, **Inmobiliaria Mapsa S.A.**, institución cuya *Calidad de Administración* ha sido clasificada en *Categoría CA2* por **Humphreys**.

³ Sobrecolateral bruto: índice que representa la capacidad de cubrir las obligaciones de los bonos por parte de la cartera de activos; Sobrecolateral Neto: índice que representa la capacidad de cubrir las obligaciones de los bonos por parte de la cartera de activos después de cubrir sus propios gastos (Ver Anexo 1).

⁴ Exceso de Spread Neto: Índice de cobertura basado en tasas (Ver Anexo 2).



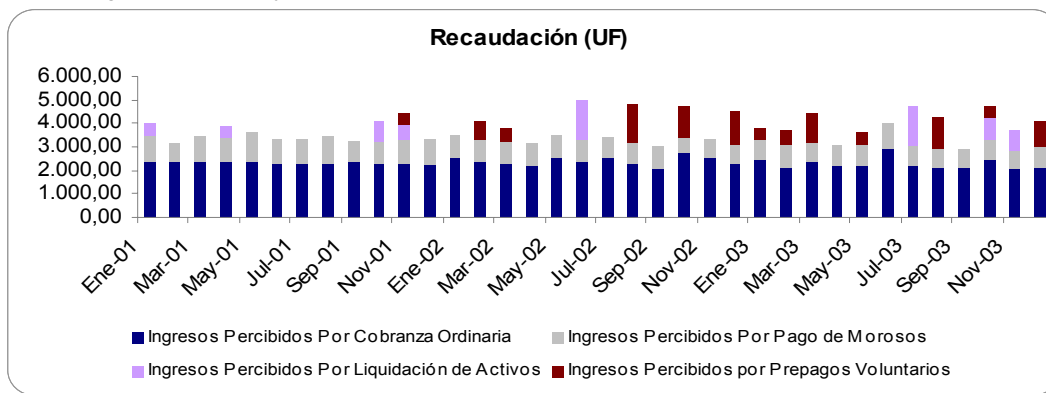
Categoría C

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

Recaudación por Cobro de Cuentas por Cobrar

De acuerdo con las cifras de los últimos 37 meses, es decir, entre enero de 2001 y enero de 2004, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación en torno a UF 3.787⁵, registrándose la menor recaudación en el mes de septiembre de 2003 (UF 2.947) y la mayor en el mes de julio de 2002 (UF 4.983). El total de recaudaciones del mes incluye tanto las recaudaciones por pagos al día y morosos como los prepagos y liquidación de activos que se realizaron en dicho mes.

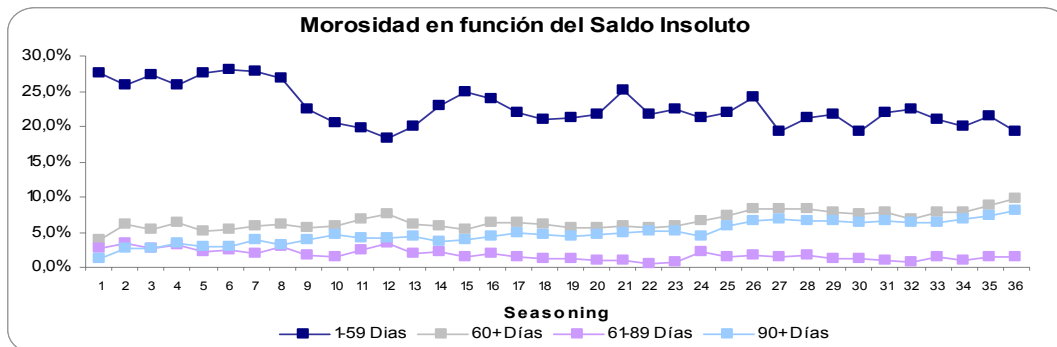
En promedio el 61,56% de la recaudación corresponde a cobranza ordinaria, el 24,33% a pagos morosos, el 8,61% a prepagos voluntarios y el 5,50% a liquidación de activos.



Morosidad de la Cartera de Activos

Una cuenta se convierte en “morosa” cuando no se han recibido pagos durante los 30 días posteriores a la fecha de vencimiento de la cuota.

El comportamiento de la cartera durante los últimos 37 meses indica que el grueso de la morosidad está dada por clientes que poseen sólo una cuota atrasada –que en promedio simple se ubica alrededor del 22,66%– lo que no preocupa en demasía dado que muchos deudores aún cuando no pagan en la fecha preestablecida, regularizan su situación con una adecuada antelación a la fecha del próximo vencimiento.

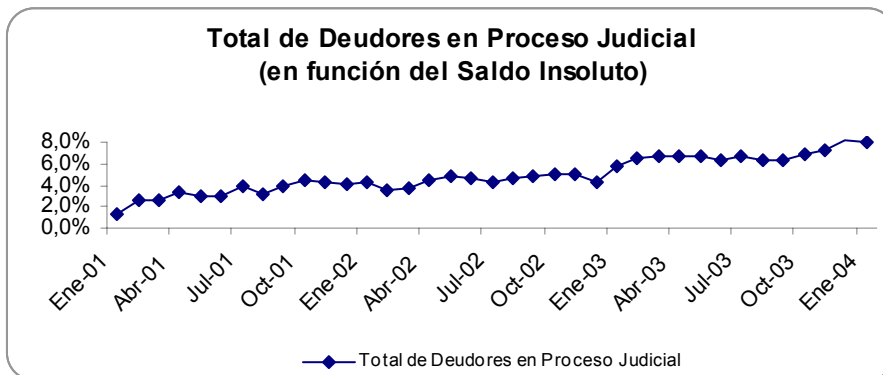


⁵ Estos valores fueron calculados con respecto al valor de la unidad de fomento al cierre de cada mes (los valores originales entregados a *Humphreys* se encontraban en pesos).

Las morosidades promedio de dos o más cuotas alcanzan al 6,58%, cifra que confirma una calidad crediticia promedio entre los deudores de contratos de leasing habitacional.

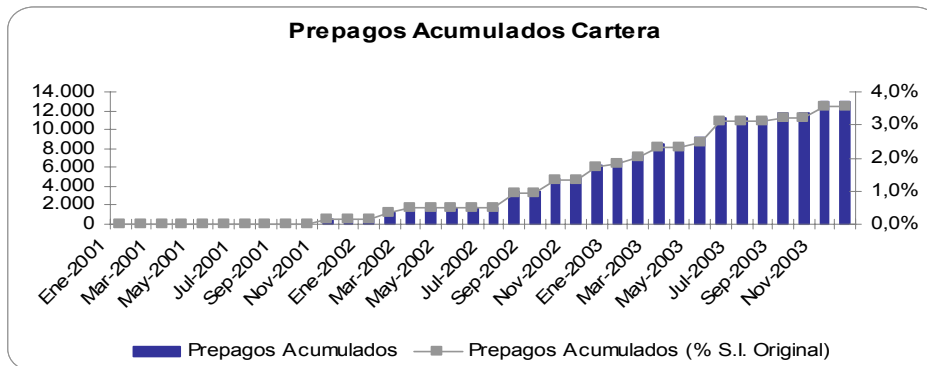
Es importante mencionar que el administrador primario –Inmobiliaria Mapsa– es muy estricto en el cumplimiento de sus políticas de cobranza. Todo contrato de leasing con 91 días de mora es enviado a cobranza judicial, y no sale de ésta hasta que haya cancelado el total de su deuda.

En el gráfico de la siguiente página se puede apreciar el total de deudores en proceso judicial medido en función del saldo insoluto y cómo este indicador se ha ido incrementando a través del tiempo, respondiendo principalmente a los efectos del empeoramiento propio de una cartera de este tipo de activos y la mantención y ejecución de políticas de cobranza más severas que el resto de sus competidores.



Prepagos Voluntarios

Durante los últimos 37 meses hubo prepagos parciales por un monto equivalente a UF 12.926, los cuales representan un 3,55% de la cartera original. Este porcentaje se encuentra dentro de los parámetros supuestos por *Clasificadora de Riesgo Humphreys*.



El riesgo de los prepagos radica en la pérdida del sobrecolateral ofrecido, dado que en este caso el sobrecolateral corresponde a la diferencia de tasas entre los activos y los pasivos. No obstante, este riesgo puede ser atenuado mediante la adquisición de nuevos activos o mediante el prepago de los pasivos.

En la presente emisión no se presentan incorporaciones de activos a la cartera por cuanto el emisor ha decidido prepagar bonos por sorteo, habiéndose efectuado hasta la fecha prepagos por un monto total de UF 22.263,91 lo que representa un 4,52% del capital original.



Otros Antecedentes

Deuda Actual, Tasación Original, Tasa de Interés y Liquidación de Activos

Deuda Actual

La cartera presenta una relación entre la deuda actual a enero de 2004 y la tasación original de los bienes de créditos vigentes de 85,26% presentando un comportamiento constante durante los tres años del patrimonio.

A diferencia de las carteras respaldadas por mutuos hipotecarios, los saldos insolutos no han variado debido a que durante la vida del leasing los fondos se envían a la AFV⁶, sin producir amortizaciones al crédito, lo que imposibilita reducir el monto adeudado vigente.

Tasación Original

El valor promedio de tasación original medido en unidades de fomento tampoco ha presentado mayores variaciones a lo largo del período mostrando un valor de UF 792 en enero de 2004, lo que representa una disminución del 1,52% en relación a las UF 804 que mostraba en enero del año 2001.

Tasa de interés

La tasa de interés promedio ponderada a la cual están sujetos los créditos vigentes se ubica en torno al 12,13%. Este índice no ha variado durante la vida del patrimonio separado.

Liquidación de Activos

Durante los tres años del patrimonio, se han producido 16 liquidaciones de activos, las que han generado una pérdida promedio de 9,87% previo recupero de los fondos acumulado en la AFV y seguros Estatales, si los hubiere. Los meses transcurridos entre la fecha de término de un activo y su venta para los 16 activos liquidados en este patrimonio es de 7,4 meses promedio.

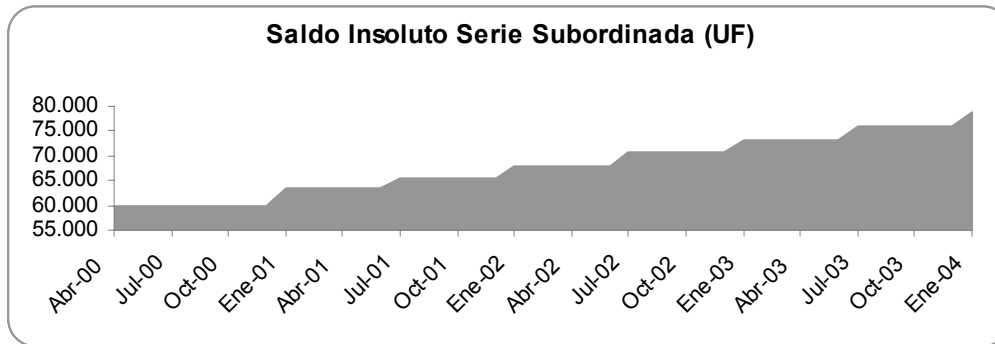
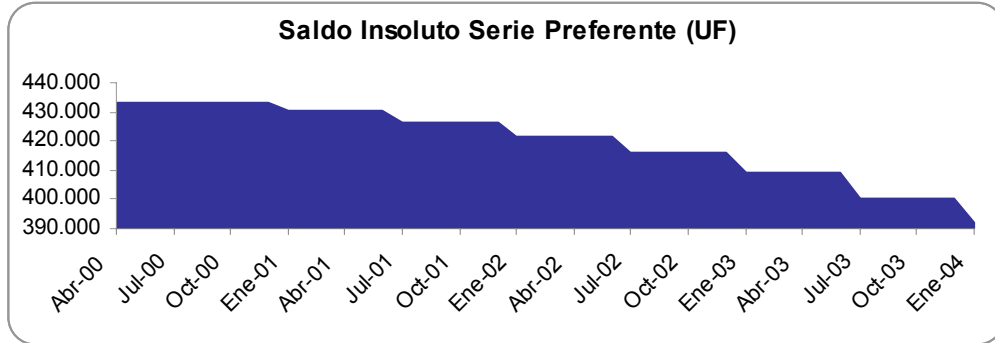
Antecedentes de los Bonos Securitizados

En la siguiente tabla se muestran los seis sorteos de láminas realizados a la fecha, las cuales fueron canceladas los mismos días previstos para el pago ordinario de los títulos.

Fecha Sorteo	Láminas Sorteadas	Valor Lámina	Prepago Total
Junio 2001	2	988,55	1.977,10
Diciembre 2001	2	982,50	1.965,01
Junio 2002	3	976,24	2.928,71
Diciembre 2002	4	969,74	3.878,96
Junio 2003	6	963,00	5.778,02
Diciembre 2003	6	956,02	5.736,11
Total	23		22.263,91

Por otra parte, cabe destacar que durante este período se ha procedido a capitalizar los intereses correspondientes a los bonos de la serie subordinada a una tasa del 7,50% anual efectiva.

⁶ Administradoras de Fondos para la Vivienda.



Los gráficos representan el saldo insoluto de cada serie –preferente y subordinada– medido en cada mes durante el período abril de 2000 a enero de 2004.

Anexo 1: Sobrecolateral

$$SB = \frac{\text{Activos Totales Ajustados} + \text{Fondos Patrimonio Separado} - \text{Pasivos Corto Plazo Patrimonio Separado}}{\text{Activos Mínimos Requeridos}}$$

Donde:

Activos Totales Ajustados (ATA) = suma de los saldos insolutos de los activos ponderados según el nivel de morosidad. La siguiente es la tabla de descuento:

Nivel Morosidad	Ponderador
Al día	1
Moroso 0-30 días	0.95
Moroso 30-60 días	0.8
Moroso 60-90 días	0.75
Moroso 90+ días	0.5
Cobranza Judicial	0.5

Activos Mínimos Requeridos (AMR) = Valor Actual flujos Bono Preferente descontados a tasa ponderada actual de los activos

$$SN = \frac{\text{Activos Totales Ajustados} + \text{Fondos Patrimonio Separado} - \text{Pasivos Corto Plazo Patrimonio Separado} - \text{Gastos Patrimonio Separado}}{\text{Activos Mínimos Requeridos}}$$

Donde los gastos del Patrimonio Separado son descontados a la tasa de los activos.



Anexo 2: Exceso de Spread Neto

Tasa Interés Activos - Tasa Bono Preferente -Tasa Gastos P.S. -Tasa Gastos Adm.

Tanto la Tasa de Gastos del Patrimonio Separado como los Gastos de Administración del Patrimonio Separado son medidas en función del monto total actual 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