



**Clasificadora de Riesgo  
HUMPHREYS LTDA.**

*An affiliate of*

**MOODY'S INVESTORS SERVICE**

**Securitizadora Security S.A. Tercer Patrimonio Separado**

**Noviembre 2004**

**Categoría de Riesgo y Contacto<sup>1</sup>**

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

**Datos Básicos de la Operación**

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N°3 BSECS-3
Inscripción Registro de Valores	N° 270 11 de Septiembre de 2001
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 <sup>2</sup> , 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**

<b>Serie</b>	<b>Descripción</b>	<b>Valor Nominal (UF)</b>	<b>Valor Par* (UF)</b>	<b>Tasa de Interés (%)</b>	<b>Fecha Vencimiento</b>
A	Preferente	450.000	426.390,73	7,0%	Julio - 2022
B	Preferente	80.000	98.003,44	7,0%	Julio - 2022
Total		530.000	524.394,17		

\*Valor Par incluye capital e intereses a octubre 2004

**Estadísticas de Operación**

<b>Cifras en Miles de Pesos (septiembre 2004)</b>	<b>Dic 2002</b>	<b>Dic 2003</b>	<b>Sep 2004</b>
Intereses por Activo Securitizado	724.574	643.808	467.692
Intereses por Inversiones	9.946	9.766	7.291
Reajuste por Activo Securitizado	190.649	92.750	131.270
<b>Total Ingresos</b>	<b>926.915</b>	<b>757.720</b>	<b>612.290</b>
Remuneración Adm. de Activos	22.242	25.450	18.727
Intereses por Títulos de Deuda	622.377	629.420	464.656
Reajuste por Títulos de Deuda	263.154	95.175	142.414
<b>Total Gastos</b>	<b>951.404</b>	<b>874.177</b>	<b>728.507</b>
<b>Resultado del Período</b>	<b>(37.431)</b>	<b>(117.204)</b>	<b>(117.113)</b>

<sup>1</sup> Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") owns a minority interest in Clasificadora de Riesgo Humphreys Limitada ("Humphreys") and does not control the management or ratings activity of Humphreys. Moody's is not responsible or liable in any way for any ratings issued by Humphreys. Unless otherwise specified, Moody's is not responsible for any research or other information provided by Humphreys.

<sup>2</sup> AFV: Administradora de Fondos para la Vivienda.



<b>Otros Datos Estadísticos</b>			
<b>Cifras en Miles de Pesos (septiembre 2004)</b>	<b>Dic 2002</b>	<b>Dic 2003</b>	<b>Sep 2004</b>
Activo Securitizado (corto plazo)	681.173	596.480	553.286
Activo Securitizado (largo plazo)	8.229.316	8.034.120	7.719.020
<b>Total Activos</b>	<b>9.438.237</b>	<b>9.293.100</b>	<b>8.907.253</b>
Obligaciones por Títulos de Deuda (C.P.)	533.409	576.672	565.770
Obligaciones por Títulos de Deuda (L.P.)	8.883.433	8.818.332	8.588.752
Resultado del Ejercicio	(37.431)	(117.204)	(117.113)
Resultado Acumulado	(37.431)	(154.653)	(271.811)
<b>Total Pasivos</b>	<b>9.438.237</b>	<b>9.293.100</b>	<b>8.907.253</b>

## Opinión

### Fundamento de la Clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en la suficiencia de los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado en relación con las obligaciones emanadas por la emisión de bonos serie preferente. Los activos – contratos de leasing habitacional- han sido originados por **Inmobiliaria Mapsa S.A.**<sup>3</sup> BBVA Sociedad de Leasing Habitacional BHIF. El sobrecolateral de la operación está dado por el exceso de *spread* generado por el diferencial de tasas entre los activos y pasivos del patrimonio separado.

A septiembre de 2004 la cartera de activos ha presentado un comportamiento más favorable en relación con los supuestos utilizados por **Humphreys** en sus modelos de evaluación, habiéndose prepagado en torno al 3,4% de la cartera y presentándose un nivel de *default* de 2,35%.

Por otra parte, el patrimonio separado ha llevado a cabo seis liquidaciones de activos de un total de once caídos en *default*, observándose hasta la fecha una excelente gestión por parte del originador puesto que el recupero total, descontándose los gastos propios de este tipo de transacciones, supera el monto del saldo insoluto que originalmente había caído en *default*.

La clasificación de la serie subordinada, se basa en el hecho que su pago está subordinado al cumplimiento de la serie preferente, por cuanto absorbe prioritariamente las pérdidas de los flujos estimados para los activos, reforzando de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por la serie preferente, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o intereses.

El tercer patrimonio separado de **Securitizadora Security** 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.

De acuerdo al proceso dinámico aplicado por **Humphreys** (simulaciones a través del método de Montecarlo), la cartera securitizada tendría una pérdida media probable de 10,29%, con un valor máximo de 14,01% y mínimo de 6,56%.

### 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.

<sup>3</sup> La administración primaria de la cartera está a cargo del propio originador, **Inmobiliaria Mapsa S.A.**, institución cuya *Calidad de Administración* ha sido clasificada en Categoría CA2 por **Humphreys**.

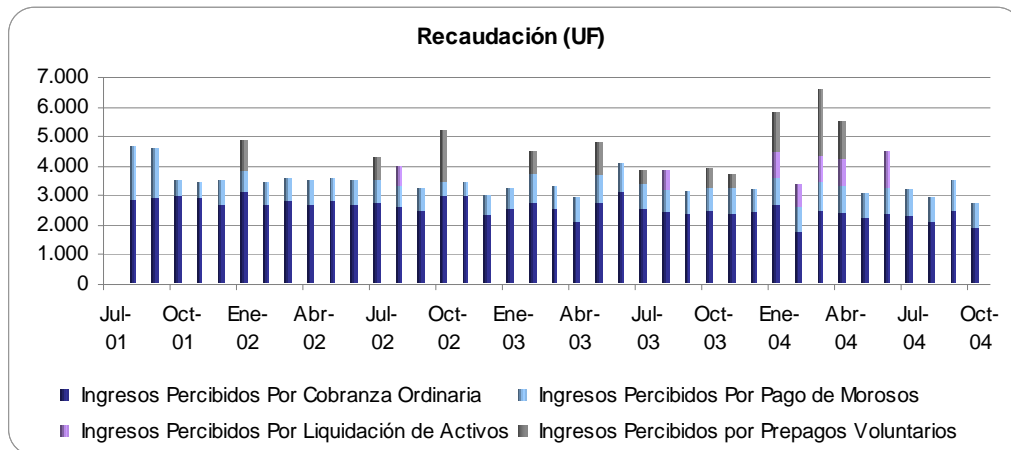


### **Categoría C**

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 40 meses, es decir, entre julio de 2001 y octubre de 2004, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación en torno a UF 3.828, registrándose la menor recaudación en el mes de octubre de 2004 (UF 2.718) y la mayor en el mes de marzo de 2004 (UF 6.519). El total de recaudaciones del mes incluye tanto las recaudaciones por pagos al día y morosos como los prepagos y liquidaciones que se realizaron en dicho mes.

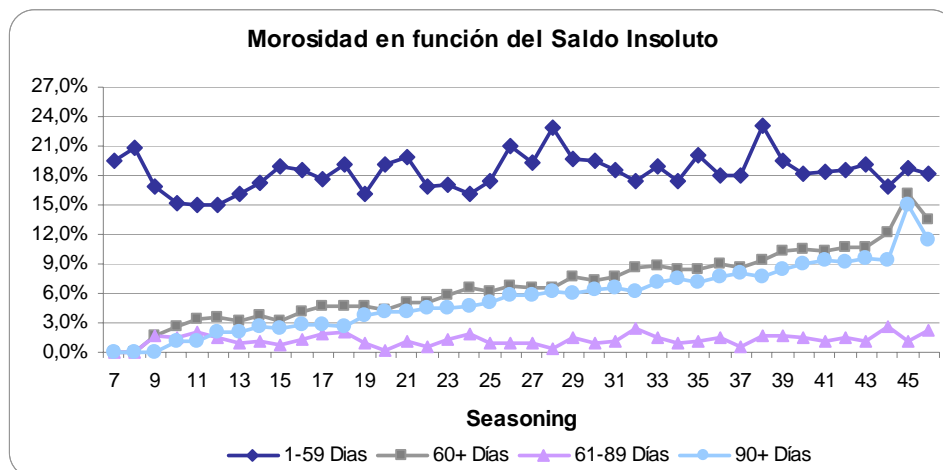


En promedio el 66,15% de la recaudación corresponde a cobranza ordinaria, el 21,86% a pagos morosos, el 8,02% a prepagos voluntarios y el 3,98% a liquidación de activos.

### **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 indica que durante los últimos 40 meses el grueso de la morosidad está dada por clientes que poseen una o dos cuotas atrasadas (1-59 días) – que en promedio se ubica alrededor del 18,36%. Las morosidades promedio de tres o más cuotas (60+ días) alcanzan en promedio al 6,78%.





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 más de tres cuotas atrasadas es enviado a cobranza judicial, y no sale de ésta hasta que haya cancelado el total de su deuda.

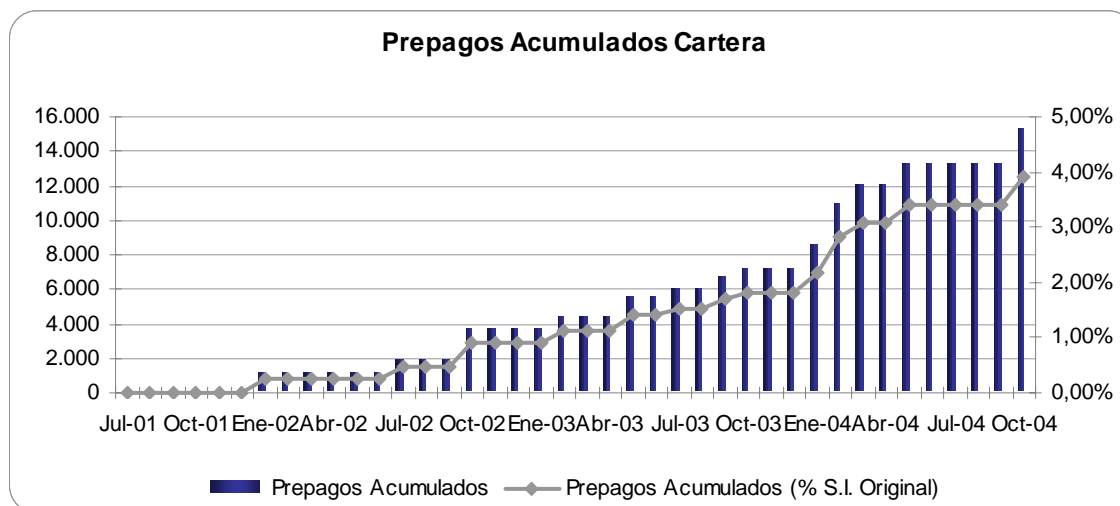
El indicador “90+ días”, refleja la morosidad de más de tres cuotas con cobranza judicial. Es posible observar en este indicador un fuerte incremento a través del tiempo, respondiendo principalmente a los efectos del empeoramiento propio de una cartera de este tipo de activos y la mantención y ejecución de políticas de cobranza más severas que el resto de sus competidores. A continuación se presenta el detalle de los 49 deudores que se encuentran en cobranza judicial a septiembre de 2004, con el número de cuotas morosas.

Nº de cuotas en mora	Nº deudores en cobranza judicial
4 – 5	11
6 – 10	10
11 – 15	18
16 – 20	20
20 +	8
<b>Total</b>	<b>47</b>

Los niveles de morosidad se encuentran dentro de los parámetros considerados por **Clasificadora de Riesgo Humphreys** al momento de la clasificación del presente patrimonio; es posible además observar un comportamiento estable en el nivel de morosidad en los clientes con tres cuotas atrasadas (61-89 días), el cual muestra un valor promedio de 1,26%.

## Prepagos Voluntarios

Este patrimonio comienza a registrar prepagos parciales de activos a partir de enero de 2002, los que a la fecha acumulan un monto equivalente a UF 15.226, los cuales representan un 3,92% 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 13.761,31 lo que representa un 3,06% 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 octubre de 2004 y la tasación original de los bienes de créditos vigentes de 86,53%. Este factor no ha variado mayormente (86,51% en julio de 2001) ya que al estar la cartera compuesta por contratos de leasing habitacional los saldos insolutos no cambian ya que normalmente en los primeros años los fondos se envían a la AFV<sup>4</sup>, 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 no ha presentado grandes variaciones, pasando de UF 830 en julio de 2001 a UF 822 en septiembre de 2004.

#### Tasa de interés

La tasa de interés promedio ponderada a la cual están sujetos los créditos vigentes se ubica en torno al 11,59% sin observarse variaciones desde el inicio del patrimonio separado.

#### Liquidación de Activos

Durante los tres años del patrimonio, han entrado en liquidación 11 activos de los cuales se han hecho efectiva 6. Los meses transcurridos entre la fecha de término de un activo y su venta para los 6 activos liquidados en este patrimonio es de 4,17 meses promedio. La liquidación de las viviendas subyacentes no ha ocasionado pérdidas al patrimonio separado, respondiendo este hecho a una excelente gestión por parte del originador puesto que el recupero total, previo recupero de los fondos acumulado en la AFV y seguros Estatales si los hubiere, descontándose los gastos propios de este tipo de transacciones, supera el monto del saldo insoluto que originalmente había caído en *default*.

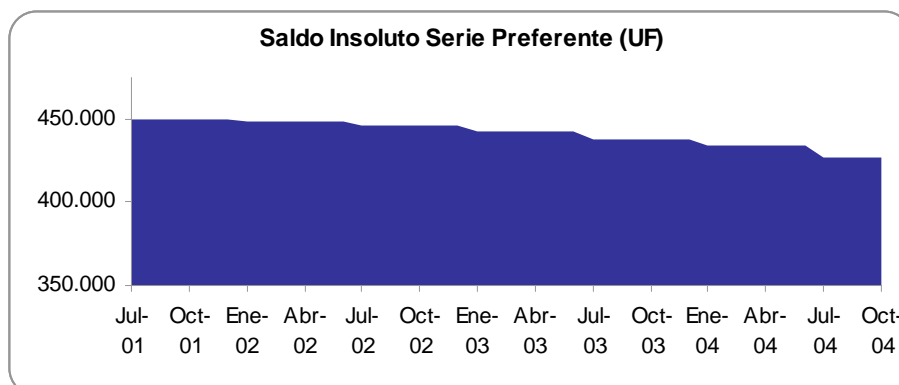
## Antecedentes de los Bonos Securitizados

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

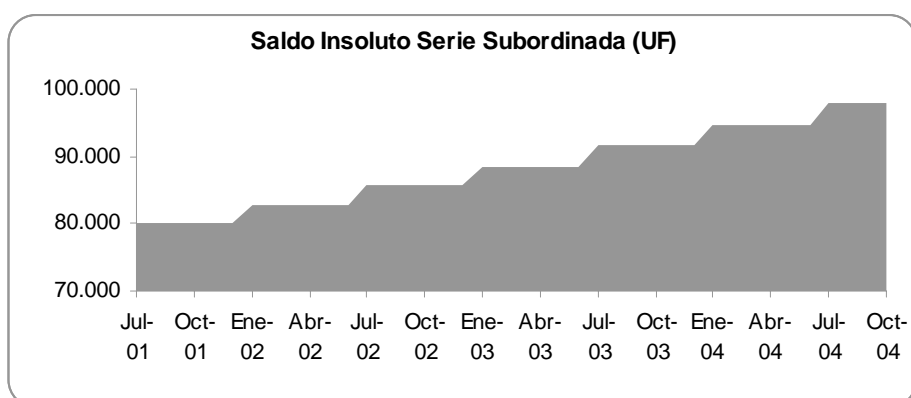
Fecha Sorteo	Láminas Sorteadas	Prepago Total UF	% sobre el capital original
Julio 2002	1	993,14	0,22%
Enero 2003	2	1.979,08	0,44%
Julio 2003	3	2.957,43	0,66%
Enero 2004	2	1.963,9	0,44%
Julio 2004	6	5.867,76	1,30%
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>13.761,31</b>	<b>3,06%</b>

Los siguientes gráficos representan el saldo insoluto de cada serie –preferente y subordinada– medido en cada mes durante el período julio de 2001 a octubre de 2004.

<sup>4</sup> Administradoras de Fondos para la Vivienda.



Durante este período se ha procedido a capitalizar los intereses correspondientes a los bonos de la serie subordinada a una tasa del 7,0% anual efectiva.



"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