



**Clasificadora de Riesgo
HUMPHREYS LTDA.**

An affiliate of

MOODY'S INVESTORS SERVICE

Securitizadora Security S.A. Cuarto Patrimonio Separado

Febrero 2005

Categoría de Riesgo y Contacto¹

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

Datos Básicos de la Operación

Identificación del Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-4
Inscripción Registro de Valores	N° 319 con fecha 3 de diciembre de 2002
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional
Originador	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Administrador Primario	Inmobiliaria Mapsa S.A.
Representante de los Títulos de Deuda	Banco de Chile S.A.
Características Activos	Contrato de Arrendamiento con Compraventa: Tasa Fija, Arriendo Mensual, Ahorro Acumulado (ahorro mensual + subsidio trimestral) para uso de opción de contrato de compraventa.

Características Bono

Series	Valor Nominal Inicial (UF)	Valor Par* (UF)	Tasa Interés (%)	Período Intereses	Amortización de Capital	Fecha vencimiento
A	950.000	916.716	6,0%	Trimestral	Mensual	Enero 2025
B	58.000	65.487	6,0%	Trimestral	Una Cuota	Enero 2025
C	100.000	112.910	6,0%	Trimestral	Una Cuota	Enero 2025
Total	1.108.000	1.095.113				

Inscripción de la Emisión en el Registro de Valores N°319 con fecha 3 de diciembre de 2002

* Valor Par incluye capital e intereses a enero de 2005

Determinación de Excedentes Patrimonio Separado

Cifras en Miles de Pesos (de cada período)	Diciembre 2002	Diciembre 2003	Septiembre 2004
Intereses por Activo Securitizado	25.623	1.198.852	886.623
Intereses por Inversiones	0	6.573	6.430
Reajuste por Activo Securitizado	(3.486)	198.589	289.243
Total Ingresos	22.136	1.404.058	1.182.296
Remuneración Adm. de Activos	0	57.355	42.677
Intereses por Títulos de Deuda	0	1.119.586	823.719
Reajuste por Títulos de Deuda	0	198.809	297.035
Provisiones sobre Activo Securitizado	0	47.083	88.299
Total Gastos	22.677	1.479.468	1.339.658
Déficit del Período	(541)	(76.088)	(166.167)

¹ 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.



Balance Patrimonio Separado			
Cifras en Miles de Pesos (de cada período)	Diciembre 2002	Diciembre 2003	Septiembre 2004
Activo Securitizado (corto plazo)	1.316.173	1.260.421	1.154.627
Total Activo Circulante	1.336.891	1.812.726	1.831.710
Activo Securitizado (largo plazo)	17.762.025	17.472.736	17.055.083
Total Activos	19.098.916	19.286.392	18.886.793
Obligaciones por Títulos de Deuda (C.P.)	800.752	1.115.615	1.101.177
Total Pasivo Circulante	820.739	1.194.611	1.166.015
Obligaciones por Títulos de Deuda (L.P.)	18.278.718	18.168.409	17.963.596
Déficit del Ejercicio	(541)	(76.088)	(166.167)
Déficit Acumulado	(541)	(76.629)	(242.818)
Total Pasivos	19.098.916	19.286.392	18.886.793

Opinión

Fundamento de la Clasificación

Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda., afiliada a **Moody's Investors Service**, ha acordado mantener en **Categoría AA** la clasificación de los títulos de deuda preferentes – serie A - del cuarto patrimonio separado de Securitizadora Security S.A. La tendencia de la clasificación se califica como *Estable*.

Los bonos serie A están respaldados por contratos de leasing habitacional originados por Inmobiliaria Mapsa S.A. 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.

Los activos de respaldo, en cuanto a *default* y niveles de recuperación de los créditos, han tenido un comportamiento significativamente más favorable en relación con los supuestos utilizados por **Humphreys** en su proceso de evaluación. A la fecha los activos fallidos representan en torno al 0,11% del saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado y la enajenación de la única vivienda subyacente liquidada no ha ocasionado pérdidas al patrimonio separado.

En términos de prepagos, la cartera de activos ha presentado un comportamiento levemente superior a los supuestos utilizados por **Humphreys** en sus modelos de evaluación. A la fecha se ha prepagado en torno al 3,07% de la cartera. No obstante ello, el bajo nivel de *default* de los contratos de leasing ha permitido que el patrimonio separado mantenga una muy alta capacidad de pago, compatible con una clasificación en **Categoría AA**.

Por su parte, la clasificación de la serie B en **Categoría BBB** 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.

Definición 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 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 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.



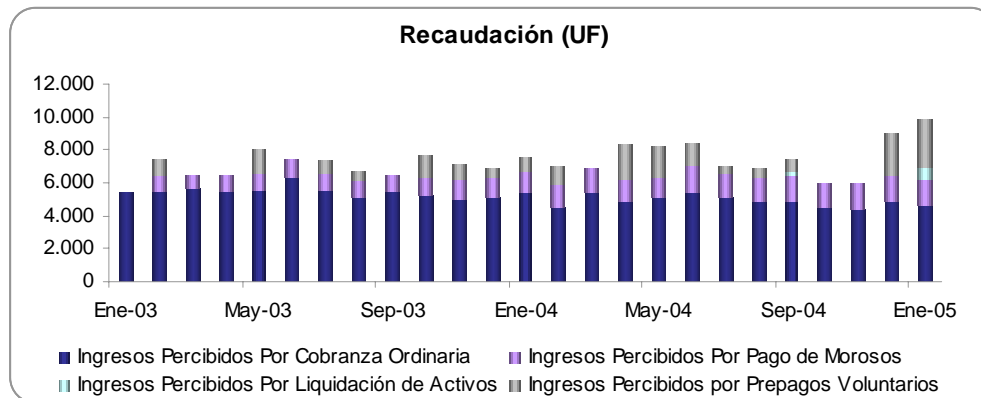
Categoría C

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

Recaudación

De acuerdo con las cifras de los últimos 25 meses, es decir, entre enero de 2003 y enero de 2005, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación en torno a UF 7.294², siendo la menor recaudación en el mes de enero de 2003 (UF 5.455) y la mayor en el mes de enero de 2004 (UF 9.844). 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 70,8% de la recaudación corresponde a cobranza ordinaria, el 16,7% a pagos morosos, el 11,9% a prepagos parciales y el 0,5% a liquidaciones.



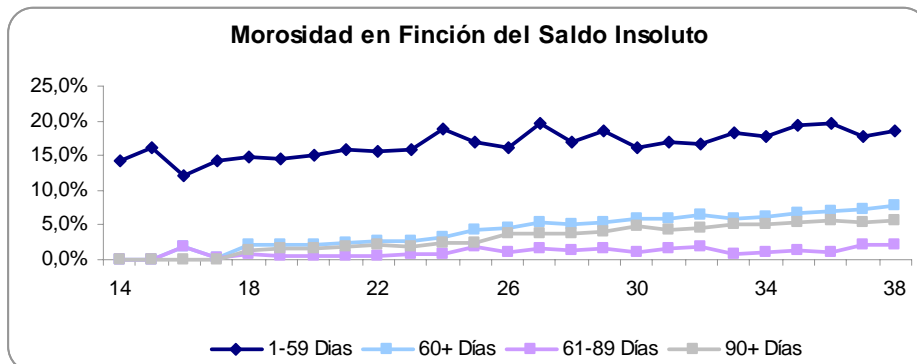
Morosidad de la Cartera de Activos

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 25 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 16,66%– 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.

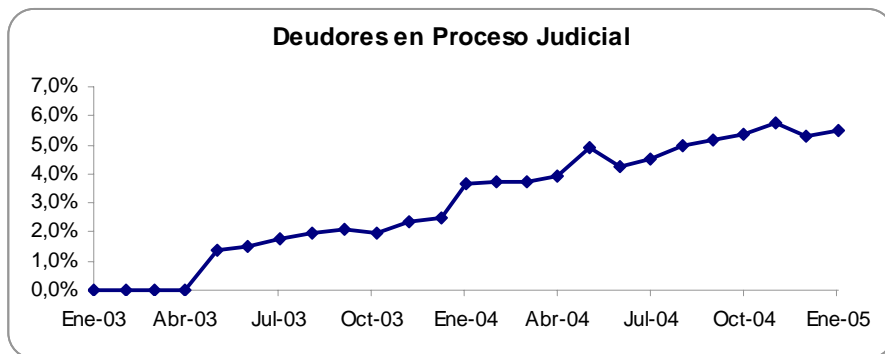
Las morosidades promedio de dos o más cuotas alcanzan al 4,15%, cifra que a pesar de mostrar un incremento respecto del año anterior, confirma una calidad crediticia promedio entre los deudores de contratos de leasing habitacional dada la antigüedad de la cartera.

² 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).



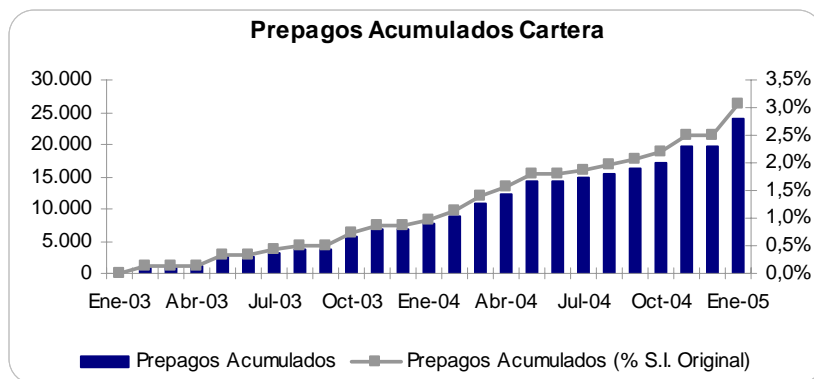
Es importante mencionar que el administrador primario –Inmobiliaria Mapsa– es muy estricto en el cumplimiento de sus políticas de cobranza. Todo contrato de leasing con 91 días de mora es enviado a cobranza judicial, y no sale de ésta hasta que haya cancelado el total de su deuda.

En el gráfico “*Proceso Judicial*” se puede apreciar cómo este indicador se ha ido incrementando a través del tiempo, respondiendo principalmente a los efectos del empeoramiento propio de una cartera de activos con poca antigüedad y la mantención y ejecución de políticas de cobranza más severas que el resto de sus competidores.



Prepagos Voluntarios

Durante los últimos 25 meses hubo prepagos parciales por un monto equivalente a UF 24.081, los cuales representan un 3,07% de la cartera original. Este porcentaje se encuentra levemente por encima de los parámetros supuestos por *Humphreys*, sin embargo el colateral del patrimonio se compensa por el bajo nivel de *default* de la cartera de respaldo.





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 prepagó 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 20.765 lo que representa un 2,19% 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 2005 y la tasación original de los bienes de créditos vigentes de 85,45% presentando un comportamiento constante durante el año 2003 y 2004.

A diferencia de las carteras respaldadas por mutuos hipotecarios, los saldos insolutos no han variado debido a que en los primeros años los fondos se envían a la AFV³, 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 variaciones a lo largo del período manteniéndose en UF 833.

Tasa de Interés

La tasa de interés promedio ponderada a la cual están sujetos los créditos vigentes se ubica en torno al 10,79%, no presentando variaciones desde el inicio del patrimonio.

Liquidación de Activos

A la fecha, 1 activo del patrimonio separado ha sido liquidado. A continuación se presenta el resultado del proceso de recuperación de garantía realizado-

Saldo Insoluto en Liquidación	Ahorro en AFV	Venta	Costos*	Recupero
UF 855	UF 10,25	UF 890	UF 90	UF 810,25

* Humphreys asume estos costos en un 10% del valor de la Garantía

El activo de esta cartera fue vendido a los 6 meses de entrar en liquidación y la recuperación resultante es de un 94,77%.

Fondos Disponibles

A enero de 2005 el patrimonio separado cuenta con los siguientes fondos:

Fondos de Reserva	UF 20.311
Fondos de Prepagó	UF 703
Saldo Insoluto Activos	UF 756.466

Antecedentes de los Bonos Securitizados

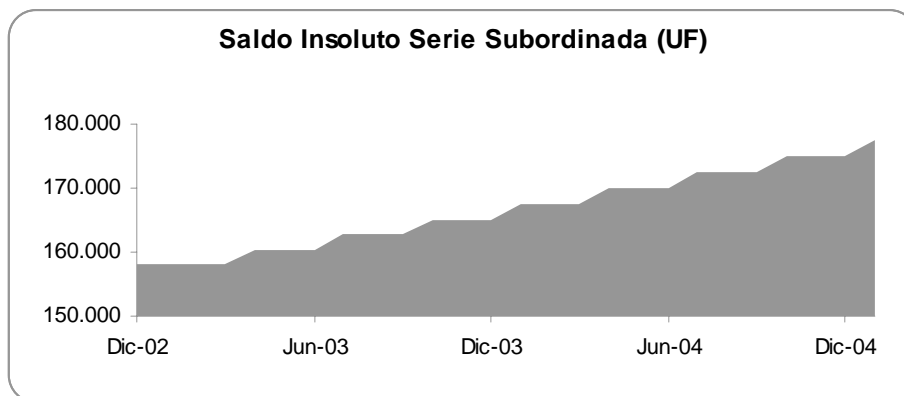
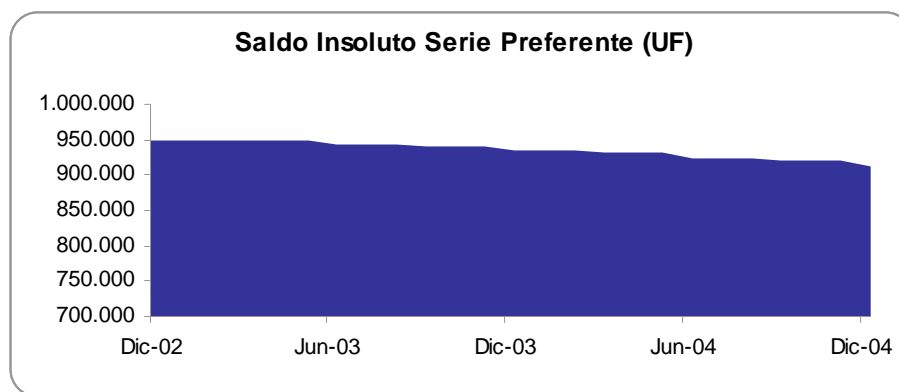
En la siguiente tabla se muestran los seis sorteos de láminas realizados a la fecha, las cuales fueron canceladas los mismos días previstos para el pago ordinario de los títulos.

³ Administradoras de Fondos para la Vivienda.



Fecha Sorteo	Láminas Sorteadas	Prepago Total UF	% sobre el capital original
Marzo 2003	1	1.000,00	0,11%
Junio 2003	2	1.995,07	0,21%
Septiembre 2003	1	995,04	0,10%
Diciembre 2003	3	2.977,50	0,31%
Marzo 2004	2	1.979,85	0,21%
Junio 2004	6	5.923,88	0,62%
Septiembre 2004	1	984,86	0,10%
Diciembre 2004	5	4.909,87	0,52%
Total	21	20.765,87	2,19%

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 6,00% anual efectiva.



Los gráficos representan el saldo insoluto de cada serie –preferente y subordinada– medido en cada mes durante el período diciembre 2002-enero 2005.

"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