



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

Securitizadora La Construcción S.A

Primer Patrimonio Separado

Octubre 2010

www.feller-rate.com

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

SECURITIZADORA LA CONSTRUCCIÓN

Primer Patrimonio Separado

SERIE B	AAA
SERIE C	C

Contactos: Andrea Huerta Tel 56 (2) 757 0434; Marcelo Arias Tel 56 (2) 757 0480

Clasificaciones

	Diciembre 2007	Diciembre 2008	Diciembre 2009	Septiembre 2010
Bonos Series A	-	-	-	-
Bonos Series B	AAA	AAA	AAA	AAA
Bonos Series C	C	C	C	C

ESTRUCTURA

Títulos: Bonos de securitización
Emisor: Securitizadora La Construcción S.A.
Fecha escritura de emisión: 12 de octubre de 2000
Monto emisión original: Serie A: UF 210.000; Serie B: UF 590.000; Serie C (subordinada): UF 48.000; Total: UF 848.000
Monto emisión residual: Serie B: UF 89.816; Serie C (subordinada): UF 91.078; Total: UF 180.894
Plazo inicial: Serie A: 3,75 años; Serie B: 14,2 años; Serie C: 14,3 años.
Plazo residual: Serie B: 5,5 años; Serie C: 5,6 años
Tasa de interés bonos: 6,8%
Colateral inicial: 743 MHE con valor par de UF 807.973
Colateral actual: 213 MHE con valor par de UF 56.893
Cajas: Operacional UF 66.418 / No operacional: UF 9.697
Tasa de interés promedio de los activos: 9,2%
Originador y administrador primario: Hipotecaria La Construcción
Administrador maestro: Securitizadora La Construcción
Representante de tenedores: Banco de Chile

El número de operaciones rematadas es bajo y dada la vigencia de la cartera no debieran observarse cambios en la tendencia. Por otra parte, la relación deuda a garantía actual de la cartera - 18,7% - limita de manera importante las pérdidas ante potenciales incumplimientos.

La tasa de prepago anual sobre saldo vigente de cartera se observa estable durante los últimos tres años en torno al 10%. Este nivel está por debajo de lo registrado durante 2004 y 2005, en que el indicador alcanzó un máximo de 25%. Si bien los niveles de prepago son elevados, su evolución se condice con lo observado en otras carteras securitizadas de perfil similar

Los ingresos recaudados por prepagos voluntarios y recuperaciones se han destinado al rescate anticipado de bonos senior, por un monto de UF 371.792.

Los gastos del patrimonio separado se han mantenido acotados a lo establecido en el contrato de emisión. La administración de los diversos fondos ha sido adecuada y consistente con las políticas establecidas en el contrato de emisión.

El pago de la serie C subordinada no resiste mayor estrés, por lo que su clasificación es C.

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a los títulos de deuda senior se fundamenta en el nivel de sobrecolateralización actual, en relación al desempeño esperado de los activos de respaldo. Responde también a la estructura financiera y operativa de la transacción.

La relación actual entre activos - valor par de la cartera más caja operacional y no operacional - y pasivos senior es de 147%, relación que ha mejorado durante este último año. Esto, unido al perfil crediticio del portafolio, permite que el riesgo de prepagos masivos se encuentre mitigado. Asimismo, dado el nivel de caja del patrimonio separado - que representa el 57% del activo de respaldo-, el calce proyectado está fuertemente reforzado. De esta manera, la estructura presenta sólidos resguardos para el pago de sus obligaciones.

La morosidad de la cartera se mantiene en niveles bajos y acotados, y se compara favorablemente con otros portafolios securitizados de similar segmento.

Principales Indicadores

	Dic.07	Dic.08	Dic.09	Jun.10
Morosidad dinámica*				
1 cuota morosa	9,1%	8,7%	8,1%	3,8%
2 cuotas morosas	3,2%	2,4%	1,8%	4,7%
3 cuotas morosas	0,3%	0,4%	2,2%	1,4%
4 o más cuotas morosas	1,0%	1,2%	1,3%	5,2%
Total morosos	13,6%	12,6%	13,5%	15,0%
Incumplimiento potencial**				
Mora mayor a 180 días	0,1%	0,1%	0,1%	0,7%
Incumplimientos reales	0,3%	0,4%	0,4%	0,7%
Total incumplimiento potencial	0,4%	0,5%	0,5%	1,3%
Prepagos totales acumulados***	44,0%	45,8%	46,8%	47,2%

* Porcentaje respecto al nº de operaciones vigentes

** Porcentaje respecto al nº de operaciones iniciales de la cartera

*** Porcentaje respecto al valor par inicial de la cartera

Primer Patrimonio Separado

DESEMPEÑO DEL COLATERAL

Características del colateral

A continuación se presenta un resumen con las principales características de la cartera:

Resumen de la Cartera

	Origen	Actual*
Número de operaciones vigentes	743	213
Valor par (UF)	807.973	56.893
Monto crédito original (UF)	1.666	1.467
Valor garantía promedio (UF)	2.511	2.153
Tasa de interés (%)	9,3	9,2
Plazo residual (meses)	136	34
Deuda/Garantía (%)	54,1	18,7

Los valores son promedios ponderados por saldo insoluto

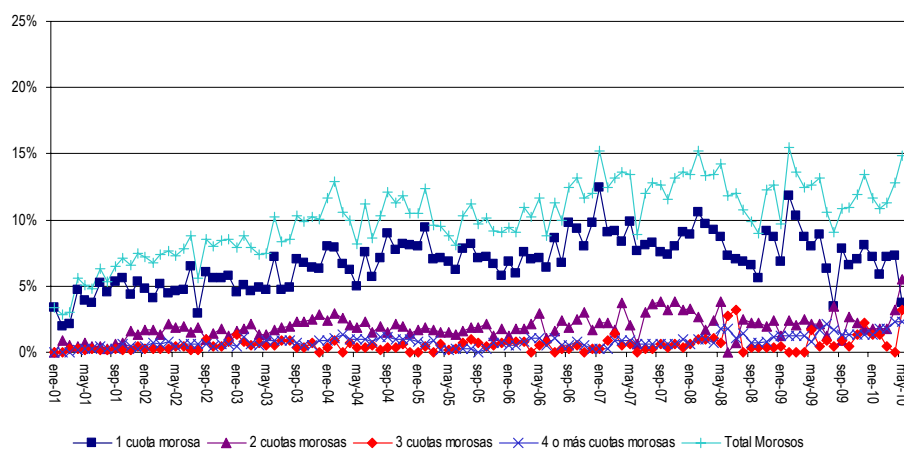
* A junio de 2010

Morosidad de la cartera

En el gráfico siguiente se presenta la evolución de la morosidad de la cartera en número de operaciones, para el periodo comprendido entre enero de 2001 y junio de 2010.

Evolución Morosidad de la Cartera

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones)



La morosidad de la cartera se observa estable y acotada, y se compara favorablemente con otros portafolios securitizados de segmento similar. A junio de 2010 el número de operaciones impagas representaba el 15% de la cartera vigente. Si bien, se nota un aumento en el tramo de mora de 4 o más, el cual subió a 5,2% a junio de 2010.

En el siguiente cuadro se presenta un resumen de la evolución de la morosidad de la cartera total. En éste también se puede apreciar moderados niveles para los diferentes rangos de mora.

Primer Patrimonio Separado

Resumen Morosidad de la Cartera

(En número de operaciones)

	Dic. 06		Dic. 07		Dic. 08		Dic. 09		Jun. 10	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Al día	315	88,0	266	86,4	221	87,4	193	86,5	181	85,0
1 cuota morosa	35	9,8	28	9,1	22	8,7	18	8,1	8	3,8
2 cuotas morosas	6	1,7	10	3,2	6	2,4	4	1,8	10	3,8
3 cuotas morosas	1	0,3	1	0,3	1	0,4	5	2,2	3	1,4
4 o más cuotas morosas	1	0,3	3	1,0	3	1,2	3	1,3	11	5,2
Total morosos	43	12,0	42	13,6	32	12,6	30	13,5	32	15,0
Total cartera	358		308		253		223		213	

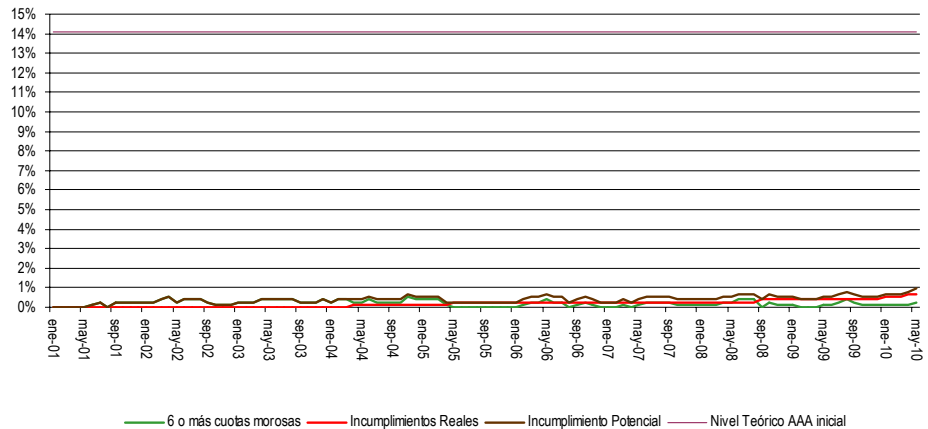
(*) Se consideran al día las cuotas pagadas dentro del mes de vencimiento

Feller Rate compara el incumplimiento exigido inicialmente a la cartera con un estimador de incumplimiento potencial. Este indicador es definido como la suma en cada momento de los incumplimientos reales acumulados y los contratos en cartera con mora igual o mayor a 180 días sobre el número inicial de contratos en el patrimonio separado.

En el gráfico siguiente, se presenta el indicador para esta cartera, que alcanzaba al 1,3% a junio de 2010, donde 0,6% se explicaba por cinco incumplimientos reales y 0,7% por la mora de 180 o más días. Este nivel es favorable al compararlo con lo estimado para un escenario similar al actual y está muy por debajo del incumplimiento exigido inicialmente para un escenario de crisis severa.

Incumplimiento Potencial de la Cartera

(En porcentaje, medida sobre el número de operaciones original)

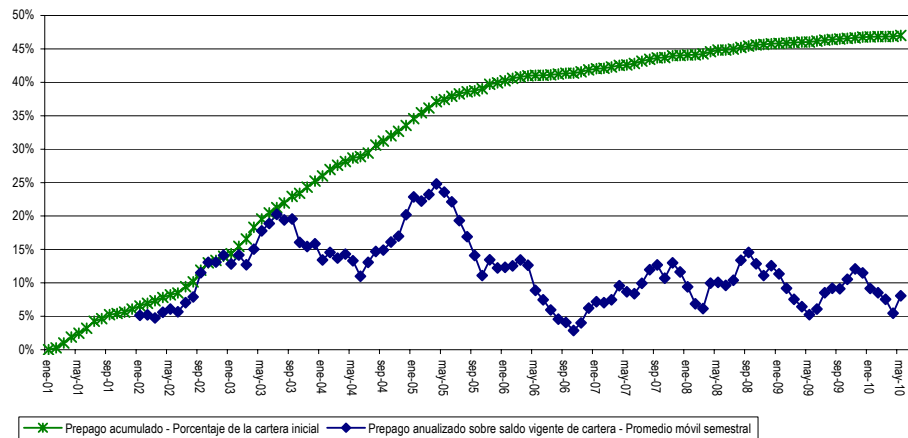


Primer Patrimonio Separado

Prepago de operaciones, remates e incorporaciones

El gráfico siguiente muestra la evolución de los prepagos, como porcentaje del valor par inicial de la cartera y medido sobre saldo vigente de cartera.

Prepago Voluntario



Desde la fecha de inicio del patrimonio a junio de 2010, se realizaron 457 prepagos totales y 65 prepagos parciales por un total de UF 357.811 y UF 23.333, respectivamente, lo que corresponde a un 47,2% del valor par inicial de la cartera.

La tasa de prepago anual sobre saldo vigente de cartera se observa estable durante los últimos tres años en torno al 10%. Este nivel está por debajo de lo registrado durante 2004 y 2005, en que el indicador alcanzó un máximo de 25%. Si bien los niveles de prepago son elevados, su evolución se condice con lo observado en otras carteras securitizadas de perfil similar.

A junio de 2010 se habían registrado tres liquidaciones de activos que representan el 0,4% del número inicial de contratos. La recuperación sobre saldo insoluto impago al remate es en promedio de 80%, mientras que los plazos bordean los 47 meses.

De acuerdo al contrato de emisión, los fondos provenientes de prepagos voluntarios y recuperaciones se destinan al rescate anticipado de deuda preferente. A la fecha se ha prepagado deuda preferente por UF 371.792.

Inversiones

Durante la vigencia del patrimonio separado, los recursos han sido invertidos en fondos mutuos. La política de inversión seguida por la securitizadora se ha ceñido a lo establecido en el contrato de emisión.

Primer Patrimonio Separado

ADMINISTRACION Y CONTROL

Administración primaria

Los contratos de mutuos hipotecarios son administrados por su originador, Hipotecaria La Construcción S.A. Tanto las políticas de administración como de cobranza de la institución son satisfactorias.

Hipotecaria La Construcción tiene alrededor de 20 años de trayectoria, en los que ha financiado más de 17.000 viviendas, por un monto de crédito inicial superior a UF 23 millones. La hipotecaria administra alrededor de 9.500 operaciones, que le otorgan una participación cercana al 18% del mercado de las mutuarías.

La administración realiza un seguimiento permanente de la cartera, con revisiones mensuales del estado de la morosidad. Esto permite contar con información actualizada del estado de la cartera y comenzar tempranamente las gestiones de cobranza prejudicial. La cobranza judicial, que es realizada por una oficina de abogados externos, comienza cuando la mora es superior a los 90 días.

El sistema computacional de la entidad, permite desagregar información y entregar informes periódicos. Estos informes pueden contener distintos tipos de estadísticas, según plazos, comportamiento histórico y niveles de morosidad, entre otros. Además, el sistema realiza una serie de cuadraturas y conciliaciones de la información que entra al sistema, asegurando así que sea precisa y confiable.

Durante 2008, Eurocapital, propietario de Hipotecaria La Construcción, enajenó el total de sus acciones al grupo inmobiliario Pacal, entidad con más de 30 años de experiencia en el sector de construcción. Pacal ingresó al mercado hipotecario hacia fines de 2007 al incorporarse a Vive Leasing Habitacional, actualmente en la cual participa en sociedad con Paz Corp.

Aunque legalmente Hipotecaria La Construcción y Vive Leasing son empresas independientes, operativamente ambas entidades se integraron. En septiembre de 2009 Vive Leasing cambió su nombre por Hipotecaria La Construcción Leasing. La nueva estructura busca tomar ventajas de la experiencia que posee Hipotecaria La Construcción en la administración créditos hipotecarios.

Administración maestra

Securizadora La Construcción está a cargo de la administración maestra de este patrimonio separado, realizando las labores de control, monitoreo y de generación de estadísticas sobre el desempeño del patrimonio separado.

Durante 2007, la entonces matriz de la securitizadora - Seguravita S.A. -, traspasó el total de sus acciones a sociedades relacionadas a los ejecutivos de la compañía.

La entidad cuenta con una estructura liviana, acorde para su nivel actual de operaciones, gestionando los flujos provenientes de prepagos voluntarios en forma expedita y oportuna. Asimismo, la administración de los excedentes de caja se ha realizado de manera adecuada. La entidad realiza un back up periódico de los archivos de información relevante, de acuerdo a los diferentes niveles de importancia de la información procesada.

La información de recaudación es enviada a la securitizadora, que verifica su integridad y consistencia. Asimismo, el traspaso de remesas se efectúa sin problemas, conforme a lo establecido en el contrato de administración.

Primer Patrimonio Separado

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

La metodología de Feller Rate considera un ajuste a la cartera de activos, de modo de reflejar sus pérdidas potenciales ante una eventual crisis económica. La magnitud de la crisis es mayor mientras más alta sea la clasificación de riesgo. Así, los supuestos correspondientes a un escenario AAA son más exigentes que para uno AA. A su vez, los asociados a un escenario AA son más exigentes que para un escenario A.

Para el seguimiento de los patrimonios separados, la metodología contempla ajustes a la cartera y estimación de incumplimientos residuales, conforme a lo estimado para otorgar la clasificación inicial y los incumplimientos reales registrados a la fecha de corte. No obstante, si el desempeño histórico del portafolio no se ajusta a las proyecciones iniciales, los índices se modifican conforme el comportamiento registrado. La estimación de pérdidas depende del perfil promedio de las garantías asociadas a la cartera vigente.

Flujos de caja

Para cada revisión de los bonos de securitización, se proyectan los flujos de caja de acuerdo a los ajustes que la metodología de Feller Rate supone, considerando la información actualizada disponible y los cambios en las características de la cartera: saldos insolutos, relaciones deuda-garantía, comportamiento de morosidad y prepagos de los activos de respaldo; saldo en las cuentas de reservas; y saldo de los títulos de deuda.

La metodología requiere para bonos de securitización que los flujos proyectados de ingresos de los activos, netos de pérdidas y gastos, sean capaces de soportar en cada periodo, los egresos generados por el pago de los bonos. Esto debe cumplirse no sólo para los flujos estimados en condiciones normales, sino también para los esperados en condiciones de crisis, incluyendo situaciones de prepagos voluntarios.

Cartera de activos

Para las proyecciones de los flujos de caja de los activos se siguieron las etapas que a continuación se indican:

- Se consideró como fecha corte el 30 de junio de 2010.
- Se proyectaron los flujos esperados de dividendos a partir de la fecha de corte.
- Se calculó la cantidad de operaciones fallidas sobre la base de los supuestos. Luego, se aplicaron al flujo de caja estimado a partir del mes trece, desde la fecha de referencia, en forma lineal y durante 36 meses.
- Se estimaron las recuperaciones producto de la liquidación de las garantías asociadas a los activos fallidos a partir del mes 18 de producido el incumplimiento.
- Con el producto de los prepagos se realizaron sorteos de bonos, según lo establecido en el contrato de emisión.
- Se obtuvo una proyección depurada de ingresos antes de gastos.

Primer Patrimonio Separado

- Se estimaron los diversos componentes de gastos para cada período: auditoría externa, representante de los tenedores de bonos, custodia de títulos, administración de activos, clasificación de riesgo, y otros.
- Se obtuvo un flujo de ingresos de la cartera de activos, neto de gastos.

Los flujos de ingresos ajustados a estos supuestos son los que Feller Rate ha considerado para las proyecciones de flujo de caja.

Bonos

La emisión de bonos fue por un total de UF 848.000 dividido en tres series, cuyas principales características son las siguientes:

Características de los Bonos

(Al 25 de junio de 2010)

Serie	A	B	C (Subordinada)	Total
Proporción (%)	24,8	69,5	5,7	
Monto original (UF)	210.000	590.000	48.000	848.000
Plazo original (años)	3,75	14,17	14,25	
Proporción monto residual (%)	0,0	49,7	50,3	
Monto residual (UF)	0	89.816	91.078	180.894
Plazo residual (años)	0,00	5,5	5,6	
Tasa anual (%)	6,8	6,8	6,8	

La serie B contempla cupones mensuales incluyendo interés y capital y se puede rescatar con los fondos de prepagos y recuperaciones de activos fallidos. En tanto, la serie C contempla un solo cupón, con capitalización de intereses, que se paga un mes después del rescate de la serie B.

Comparación de flujos

Sobre la base de sus tablas de desarrollo, se proyectaron los flujos de servicio de los bonos. Para verificar si la estructura de activos soporta el servicio de éstos, se compararon los flujos netos de cartera fallida y gastos de los activos y los flujos de los bonos y:

- Se tomó en cuenta el saldo en las cuentas de ingresos operacionales y no operacionales. De acuerdo a lo informado por la securitizadora, dichos fondos al 30 de junio de 2010, suman lo siguiente:
 - Ingresos operacionales: UF 66.418
 - Ingresos no operacionales: UF 9.697
- Se obtuvieron, mes a mes, los excedentes o déficit del período;
- Se proyectó el comportamiento del excedente acumulado o fondo de reserva sobre la base de: la reserva del período anterior, la rentabilidad de esa reserva y los excedentes del período, en conformidad con los resguardos establecidos en el contrato de emisión.

En general, para alcanzar una determinada clasificación, la estructura de activos y pasivos debe implicar que siempre se pueda cumplir con los resguardos del contrato de emisión. Esto es, en el caso específico de la emisión en análisis, que siempre la reserva debe ser no negativa.

Primer Patrimonio Separado

Sensibilizaciones

Los flujos de caja resultantes se sensibilizaron ante distintas situaciones de prepagos voluntarios, caídas de contratos por morosidad, plazos y valores de recuperación de las viviendas. Los procedimientos de rescate de bonos contemplados en el contrato, aseguran aceptablemente el pago de los cupones restantes de la serie senior en las condiciones pactadas.

A título de ejemplo, para el pago del bono serie B (senior), la estructura resiste con holgura un escenario de estrés conjunto en que:

- Se registra una crisis crediticia a partir del primer mes asumiendo una caída del 15% de la cartera vigente en monto, considerando una pérdida de valor de las viviendas asociadas a los activos fallidos del 46% y sensibilizaciones en el plazo de recuperación conforme la historia de la cartera de respaldo.
- Se aplica una tasa de prepago anual equivalente a cuatro veces el promedio histórico mostrado por la cartera.