



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A. Noveno Patrimonio Separado

Agosto 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Datos básicos bono securitizado		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitizados		
Serie A1, A2, A3	AAA	Estable
Serie B1, B2, B3	AAA	Estable
Serie C1, C2, C3	AAA	Estable
Serie D1, D2, D3	AA+	Estable
Serie E1, E2, E3	BBB-	Estable
Serie F1, F2, F3	C	Estable
Estados Financieros	30 junio 2020	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Bono Serie A1 (BSECS-9A1)	Nº 495 de 06.03.07
Bono Serie A2 (BSECS-11A2)	Nº 495 de 29.11.07
Bono Serie A3 (BSECS-12A3)	Nº 495 de 14.05.09
Bono Serie B1 (BSECS-9B1)	Nº 495 de 06.03.07
Bono Serie B2 (BSECS-11B2)	Nº 495 de 29.11.07
Bono Serie B3 (BSECS-12B3)	Nº 495 de 14.05.09
Bono Serie C1 (BSECS-9C1)	Nº 495 de 06.03.07
Bono Serie C2 (BSECS-11C2)	Nº 495 de 29.11.07
Bono Serie C3 (BSECS-12C3)	Nº 495 de 14.05.09
Bono Serie D1 (BSECS-9D1)	Nº 495 de 06.03.07
Bono Serie D2 (BSECS-11D2)	Nº 495 de 29.11.07
Bono Serie D3 (BSECS-12D3)	Nº 495 de 14.05.09
Bono Serie E1 (BSECS-9E1)	Nº 495 de 06.03.07
Bono Serie E2 (BSECS-11E2)	Nº 495 de 29.11.07
Bono Serie E3 (BSECS-12E3)	Nº 495 de 14.05.09
Bono Serie F1 (BSECS-9F1)	Nº 495 de 06.03.07
Bono Serie F2 (BSECS-11F2)	Nº 495 de 29.11.07
Bono Serie F3 (BSECS-12F3)	Nº 495 de 14.05.09

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-9
Inscripción Registro de Valores	Nº 495; 06/03/2007 (patrimonio 9), 29/11/2007 (patrimonio 11), 14/05/2009 (patrimonio 12).
Activos Respaldados	Contratos de Leasing Habitacional
Originador	Concreces Leasing S.A.
Administrador Primario	ACFIN S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características de activos	Contrato de arrendamiento con promesa de compraventa donde el arrendatario paga mensualmente el interés del saldo de precio (tasa fija), el cual ingresa directamente al patrimonio separado más amortización.

Resumen características cartera securitizada

Tipo de activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio tasación
CLH	521.192	1.473	9,98%	44,22	800

* Saldo insoluto actual / Valor de garantía inmuebles.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a junio de 2020. Promedios ponderados en función del saldo insoluto actual de la cartera de activos.

Datos básicos bono securitizado

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par* (UF) al 30/06/2020	Tasa de interés	Fecha vencimiento
A1	Preferente	578.500	57.888	4,00%	abr-26
A2	Preferente	478.000	53.785	4,00%	abr-26
A3	Preferente	402.000	54.497	4,70%	abr-26
B1	Subordinada	52.200	54.145	5,00%	abr-26
B2	Subordinada	55.000	57.050	5,00%	abr-26
B3	Subordinada	38.200	39.180	5,20%	abr-26
C1	Subordinada	27.400	31.746	5,50%	abr-26
C2	Subordinada	18.000	19.768	5,50%	abr-26
C3	Subordinada	12.000	12.624	5,20%	abr-26
D1	Subordinada	20.400	26.132	6,00%	abr-26
D2	Subordinada	8.000	9.668	6,00%	abr-26
D3	Subordinada	6.000	6.641	5,20%	abr-26
E1	Subordinada	22.000	29.329	7,00%	abr-26
E2	Subordinada	15.000	18.688	7,00%	abr-26
E3	Subordinada	9.000	9.960	5,20%	abr-26
F1	Subordinada	31.000	82.291	7,50%	abr-26
F2	Subordinada	25.000	61.734	7,50%	abr-26
F3	Subordinada	27.400	48.462	5,20%	abr-26
Total		1.825.100	673.589		

* Valor Par incluye capital e intereses devengados y no pagados.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en que los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado resultan más que suficientes en relación con las obligaciones emanadas de la emisión de los bonos series A, B y C; para las restantes series la capacidad de pago depende del grado de subordinación. De hecho, dependiendo del nivel de subordinación, la suficiencia de los flujos va disminuyendo hasta tornarse insatisfactoria para el caso del título calificado en “*Categoría C*”.

Los activos del patrimonio separado—contratos de leasing habitacional—han sido originados por **Concreces Leasing S.A.**

La clasificación de riesgo en “*Categoría AAA*” para las series A, B y C responden a la cobertura que posee el patrimonio separado en cuanto a las obligaciones de cada una de las series, reflejadas en el nivel de sobrecolateral que presentan. Las series D y E mantienen, respectivamente, su clasificación “*Categoría AA+*” y “*Categoría BBB-*” debido a que se espera a que el sobrecolateral continúe fortaleciéndose, permitiendo cubrir sus obligaciones considerando distintos niveles de estrés sobre el patrimonio separado. Por otro lado, la serie F mantiene su clasificación en “*Categoría C*” debido a la subordinación de los pagos a las series precedentes.

Por otra parte, la estructura financiera presenta una adecuada posición para enfrentar la crisis económica provocada por el Covid-19 en el mediano plazo, ello considerando el elevado saldo de caja del patrimonio separado a junio de 2020 y la administración que realiza la sociedad securitizadora sobre los activos. Sin embargo, los efectos de la crisis económica podrían dificultar el fortalecimiento del sobrecolateral para las series subordinadas D y E las cuales, eventualmente, podrían capturar menor *spread* que el estimado hasta sólo algunos meses atrás.

A junio de 2020, el valor de los activos—saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los saldos en caja y valor ajustado de viviendas recuperadas—representaban en torno al 146,6% del monto adeudado de los tenedores de bonos de las series A, B y C (144,6% a julio de 2019). Este porcentaje se reduce al 131,9% si se adicionan las obligaciones originadas por la serie D (132,1% a julio de 2019) y a 116,0% al agregar la serie E (118,2% a julio de 2019).

Según datos al 30 de junio de 2020, el patrimonio separado tenía disponible UF 33.011 y activos de respaldo por UF 521.192. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados ascendía a UF 166.170 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 507.419.

A junio de 2020, el nivel de *default*¹ acumulado de los contratos de *leasing*—medido como las operaciones liquidadas y aquellas con morosidad sobre 90 días—representaba el 22,6% del saldo insoluto de la cartera existente al momento de la fusión con el patrimonio 12, nivel muy cercano al valor esperado proyectado por el modelo dinámico de **Humphreys**, pero distante del estrés máximo arrojados por el mismo modelo.

Es importante destacar que, en la práctica, los activos efectivamente liquidados representaban el 19,0% del saldo insoluto al momento de la última fusión y que el resto está representado por contratos en mora, algunos de los cuales continúan pagando cuotas con cuatro o más período de desfase.

El nivel de prepagos de activos que ha mostrado el patrimonio es más bien bajo para el tipo de cartera y *seasoning* de la operación. A junio de 2020, éste alcanzaba un total acumulado de 13,6% del valor de la cartera al momento de la fusión con el patrimonio 12, valor que está distante de los niveles de estrés más altos aplicados por **Humphreys** en su modelo dinámico². Esta situación implica que la operación ha ido capturando el exceso de *spread* en mayor medida a lo supuesto por la clasificadora.

La tendencia se clasifica en “*Estable*” debido a que no se observan cambios en el corto plazo que afecten la clasificación.

Definición categorías de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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 AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

¹ Manteniendo un juicio conservador, **Humphreys** considera para sus análisis de stress la mora mayor a 90 días como irrecuperable, entendiéndose que gran parte resulta no serlo.

² El nivel de prepagos máximo supuesto por el modelo dinámico de **Humphreys** es de 30,53%.

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.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría C

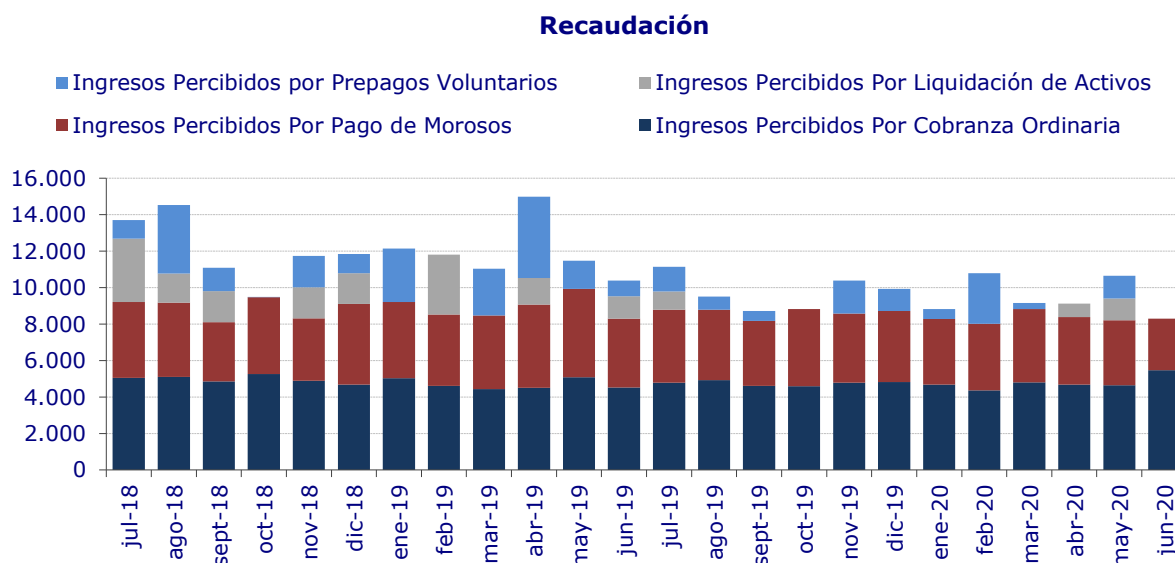
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre julio de 2018 y junio de 2020, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria—dividendos pagados al día más morosos recuperados—en torno a las UF 8.698,45 mensuales. La mayor recaudación se registró en mayo de 2019 (UF 9.934,06) y la menor en febrero de 2020 (UF 8.014,15). Durante el período señalado, los ingresos extraordinarios—aquellos que son producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos—promediaron UF 2.115,30 mensuales, lo que se puede apreciar en la Ilustración 1.

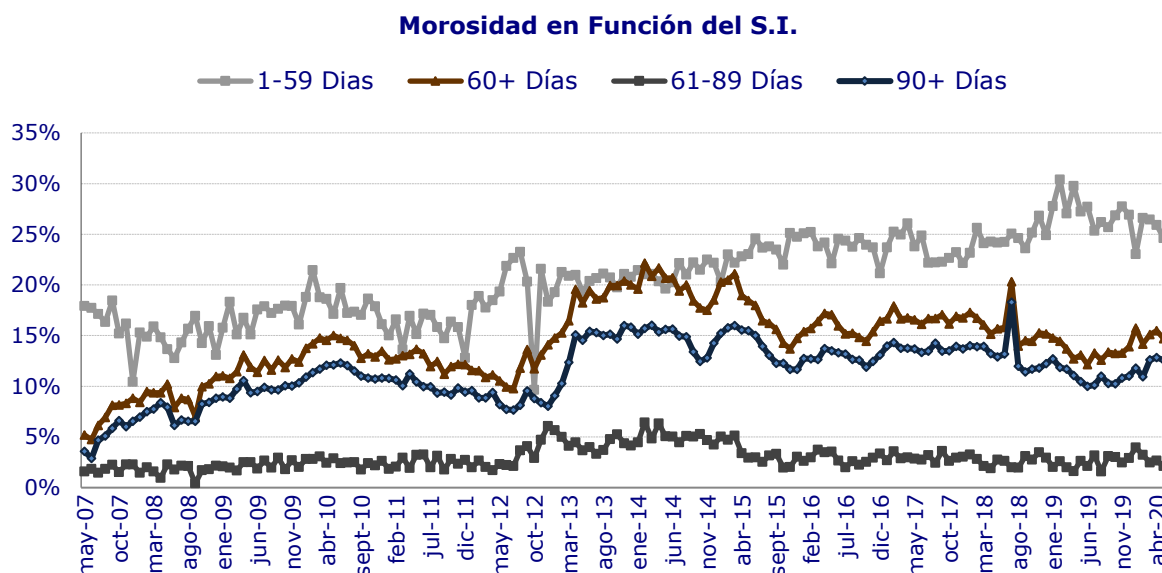
Ilustración 1: Recaudación ordinaria



Morosidad de la cartera de activos

Como se observa en la Ilustración 2, a junio de 2020, la morosidad de las cuentas por cobrar se concentró en el segmento de una o dos cuotas atrasadas con un 23,8%. Por su parte, los tramos de 60 días o más y 90 días o más han llegado a niveles cercanos a los 15,5% y 12,7% en el último año, respectivamente.

Ilustración 2: Morosidad de los activos en función del S.I.



Prepagos voluntarios

A junio de 2020 el patrimonio separado había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 189.471,5, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representando el 32,9% del saldo insoluto de la cartera. Las caídas que se observan en la curva corresponden a las fusiones que ha tenido el patrimonio. La primera fue en junio de 2008 con el decimoprimer patrimonio separado y la segunda en mayo de 2009 con el decimosegundo patrimonio separado. El riesgo de pérdida del sobrecolateral causado por los prepagos y liquidaciones de activos puede ser atenuado mediante la sustitución de activos o mediante el prepagado de los pasivos. El presente patrimonio, hasta la fecha, ha optado por esta última opción, debido a la dificultad de encontrar activos lo suficientemente similares como para sustituir los activos prepagados.

Default de la cartera

Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** considera en *default* la cartera con mora superior a tres cuotas. En la *Ilustración 4*, se muestra el comportamiento de esta variable para los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A junio de 2020, el *default* total de la cartera alcanzaba el 22,6% del saldo insoluto de la cartera al momento de la fusión con el patrimonio 12 (que data de mayo de 2009). Asimismo, es posible percibir que este indicador se ha mantenido estable desde julio de 2015, en torno a niveles cercanos a 23,0%. Dada la antigüedad y

características de los activos, no se espera que esta variable sufra cambios significativos en el futuro (salvo por un eventual efecto no significativo en el período post crisis pandemia). Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2008, alcanzando a junio de 2020 el 19,0% de activos liquidados medidos sobre saldo insoluto al momento de la última fusión.

Ilustración 3: Prepago de los activos

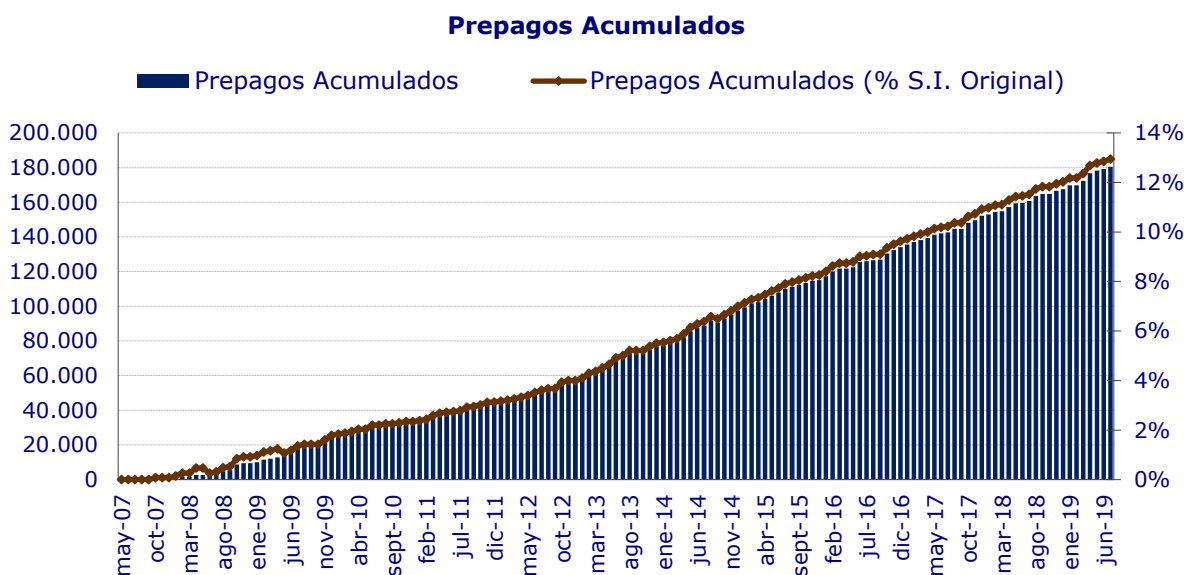
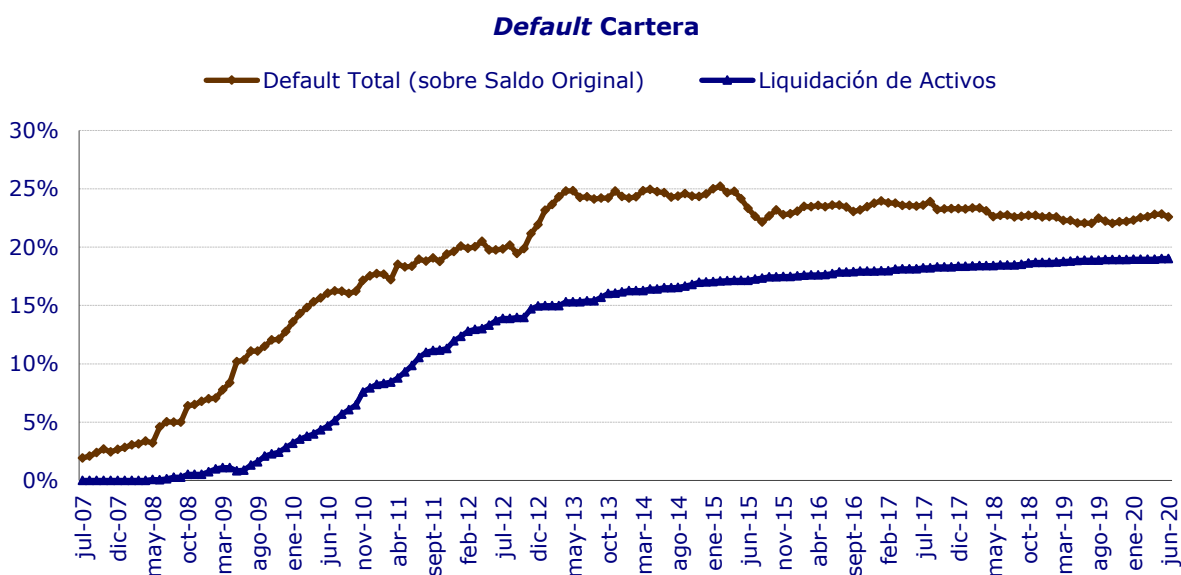


Ilustración 4: Default de los activos



Otros antecedentes

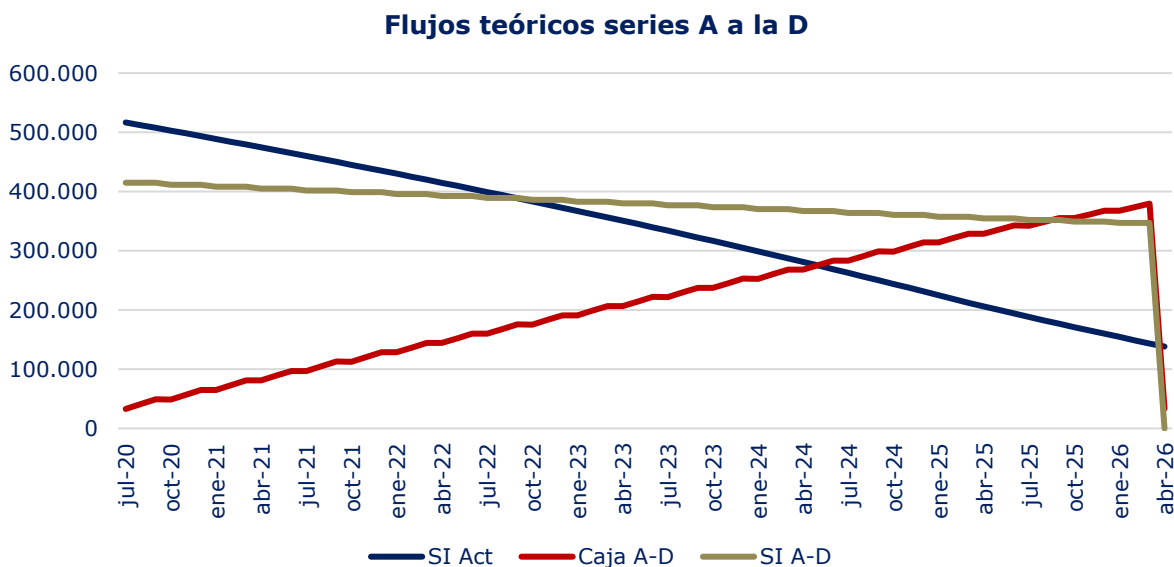
Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual	44,23	UF 800	9,98%	157
Original (Abr 07)	71,5	UF 828	10,41%	7

Antecedentes de los bonos securitizados

La *Ilustración 5* muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de la serie preferente y el saldo insoluto conjunto de las series A a la D, desde julio de 2020 hasta el vencimiento de estos bonos. Se muestra también una estimación de la caja que acumularía el patrimonio separado en el mismo lapso, considerando el pago de estas cuatro series. Los flujos de caja y saldos insolutos han sido estimados suponiendo condiciones teóricas, sin prepagos ni *default*, y que el patrimonio incurriese en gastos de UF 3.000 por año. Se puede observar que el patrimonio separado es capaz de generar los flujos suficientes para cumplir de forma holgada el pago de los cupones de estas series.

Ilustración 5: Flujos teóricos de los activos frente a bonos series A, B, C y D



“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 Comisión para el Mercado Financiero 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.”