



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Securitadora Security S.A. Noveno Patrimonio Separado**

Anual y Cambio de Clasificación

**ANALISTAS:**  
Diego Segovia C.  
Ignacio Muñoz Q.  
[diego.segovia@humphreys.cl](mailto:diego.segovia@humphreys.cl)  
[ignacio.munoz@humphreys.cl](mailto:ignacio.munoz@humphreys.cl)

**FECHA**  
Marzo 2024

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitzados		
Serie C1, C2, C3	AAA	Estable
Serie D1, D2, D3	AAA	Estable
Serie E1, E2, E3	AA+ <sup>1</sup>	Favorable
Serie F1, F2, F3	C	Estable
Estados Financieros		Diciembre 2023

#### Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda

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.
Administrador Maestro	Securizadora Security S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características 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.

<sup>1</sup> Clasificación anterior: Categoría AA-.

### Resumen características cartera securitizada

Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	Nº Activos	Tasa promedio	LTV actual promedio *	Valor promedio garantía
Contratos de <i>leasing</i> habitacional	266.519	1.206	9,83%	27,67%	UF 799

\*Relación deuda/Tasación original bienes de créditos vigentes.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a noviembre de 2023. 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 31/01/2024	Tasa de interés	Fecha vencimiento
C1	Subordinada	27.400	26.412	5,50%	abr-26
C2	Subordinada	18.000	16.545	5,50%	abr-26
C3	Subordinada	12.000	10.536	5,20%	abr-26
D1	Subordinada	20.400	25.880	6,00%	abr-26
D2	Subordinada	8.000	9.575	6,00%	abr-26
D3	Subordinada	6.000	6.585	5,20%	abr-26
E1	Subordinada	22.000	29.001	7,00%	abr-26
E2	Subordinada	15.000	18.480	7,00%	abr-26
E3	Subordinada	9.000	9.877	5,20%	abr-26
F1	Subordinada	31.000	106.639	7,50%	abr-26
F2	Subordinada	25.000	79.999	7,50%	abr-26
F3	Subordinada	27.400	59.116	5,20%	abr-26
<b>Total</b>		<b>221.200</b>	<b>398.645</b>		

\* 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 C y D; 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 disminuye, tornándose 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.

El cambio de clasificación desde "Categoría AA-" a "Categoría AA+" para la serie E, obedece al fortalecimiento de los niveles de sobrecolateral y al buen manejo de los recursos captados por parte de la administración del patrimonio separado (destinados a anticipar el pago de los títulos de deuda). También

se ha tomado en consideración la antigüedad de la cartera, lo que hace más predecible el comportamiento de la morosidad.

La tendencia de la serie E se mantiene en “*Favorable*”, ya que se espera que continúe el fortalecimiento del sobrecolateral del patrimonio separado.

Las series C y D mantienen su clasificación de “*Categoría AAA*” con tendencia “*Estable*”. Por otro lado, la serie F mantiene su clasificación en “*Categoría C*” debido a la subordinación de los pagos a las series precedentes.

A noviembre de 2023, 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 299,51% del monto adeudado de los tenedores de bonos de las series C y D (213,18% a mayo de 2023). Este porcentaje se reduce al 187,15% si se adicionan las obligaciones originadas por la serie E (154,98% a mayo de 2023) y a 71,96% al agregar la serie F (73,54% a mayo de 2023).

Según datos al 30 de noviembre de 2023, el patrimonio separado tenía caja disponible por UF 17.229 y activos de respaldo por UF 266.519. El saldo insoluto de las series subordinadas, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados sumaban UF 397.643.

A noviembre de 2023 el nivel de *default*<sup>2</sup> acumulado de los contratos de *leasing* —medido como las operaciones liquidadas y aquellas con morosidad sobre 90 días— representaba el 20,90% del saldo insoluto de la cartera existente al momento de la fusión con el patrimonio 12, nivel 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 19,25% 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.

A la misma fecha, el nivel de prepagos de activos alcanzaba un total acumulado de 17,68% 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 dinámico<sup>3</sup>. Esta situación implica que la operación ha ido capturando el exceso de *spread* en mayor medida a lo supuesto por la clasificadora.

## 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.

---

<sup>2</sup> Manteniendo un juicio conservador, **Humphreys** considera para sus análisis de stress la mora mayor a 90 días como irrecuperable, entendiendo que gran parte resulta no serlo.

<sup>3</sup> El nivel de prepagos máximo supuesto por el modelo dinámico de **Humphreys** es de 30,53%.

## 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.

"+" corresponde a aquellos instrumentos con menor 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.

## Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

# Análisis del patrimonio

## Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al periodo comprendido entre diciembre de 2021 y noviembre de 2023, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria —dividendos pagados al día más morosos recuperados— en torno a las UF 7.234 mensuales. La mayor recaudación se registró en marzo de 2022 (UF 8.512) y la menor en febrero de 2023 (UF 6,255). Durante el periodo señalado, los ingresos extraordinarios —aquellos que son producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos— promediaron UF 1.058 mensuales, lo que se puede apreciar en la Ilustración 1.

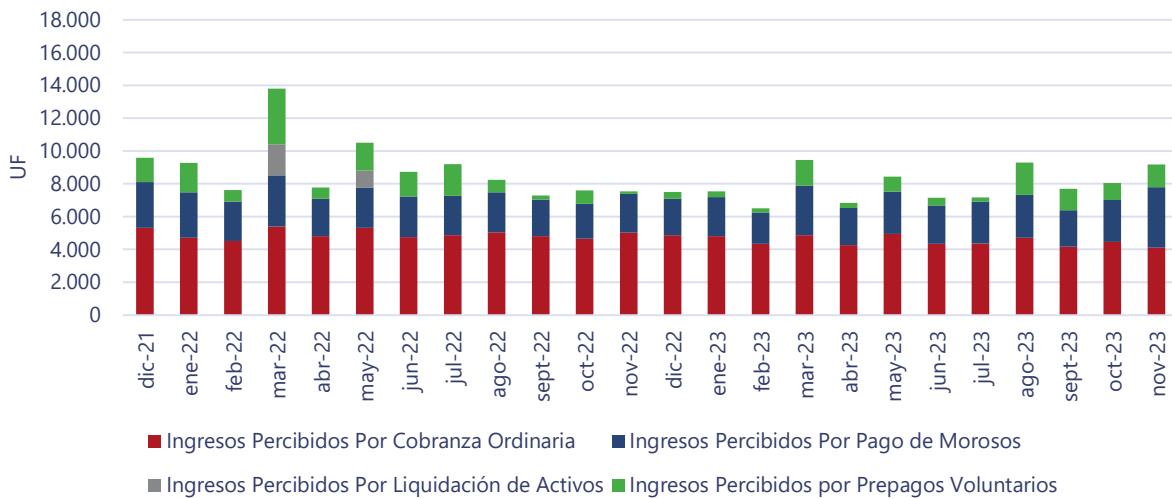


Ilustración 1: Recaudación de la cartera

## Morosidad de la cartera de activos

Al cierre de noviembre de 2023, la morosidad de las cuentas por cobrar se concentró en el segmento de una o dos cuotas atrasadas con un 24,77%. Por su parte, los tramos de 60 días o más y 90 días o más han llegado a niveles cercanos a los 15,16% y 12,63%, respectivamente. La evolución de la morosidad del patrimonio separado se presenta en la Ilustración 2.

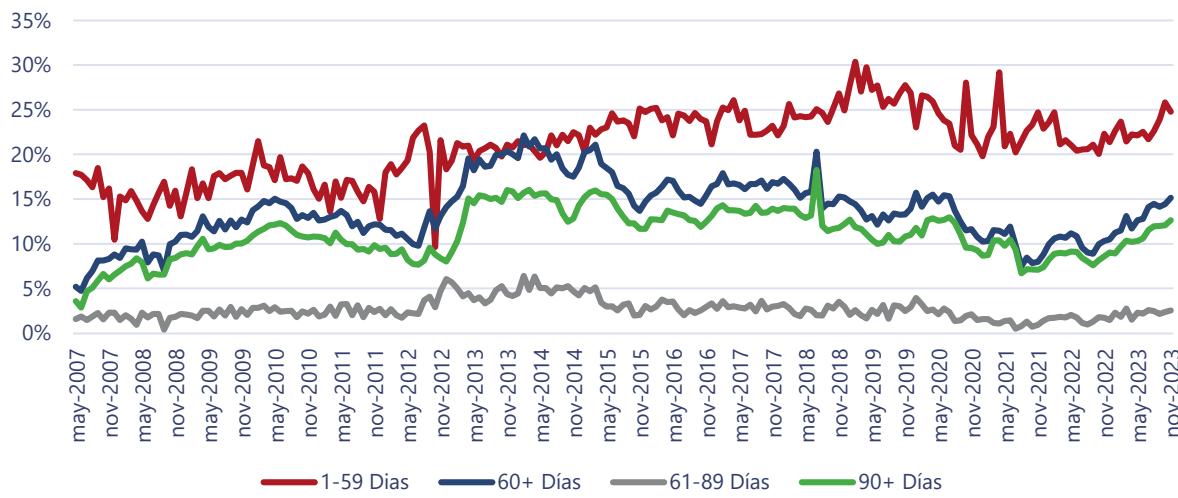


Ilustración 2: Morosidad de los activos en función del saldo insoluto

## Prepagos voluntarios

Al cierre de noviembre de 2023, el patrimonio separado había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 246.420, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representado el

17,68% del saldo insoluto original de la cartera. 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 prepago 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. La Ilustración 3 presenta el comportamiento de los prepagos voluntarios del patrimonio separado.

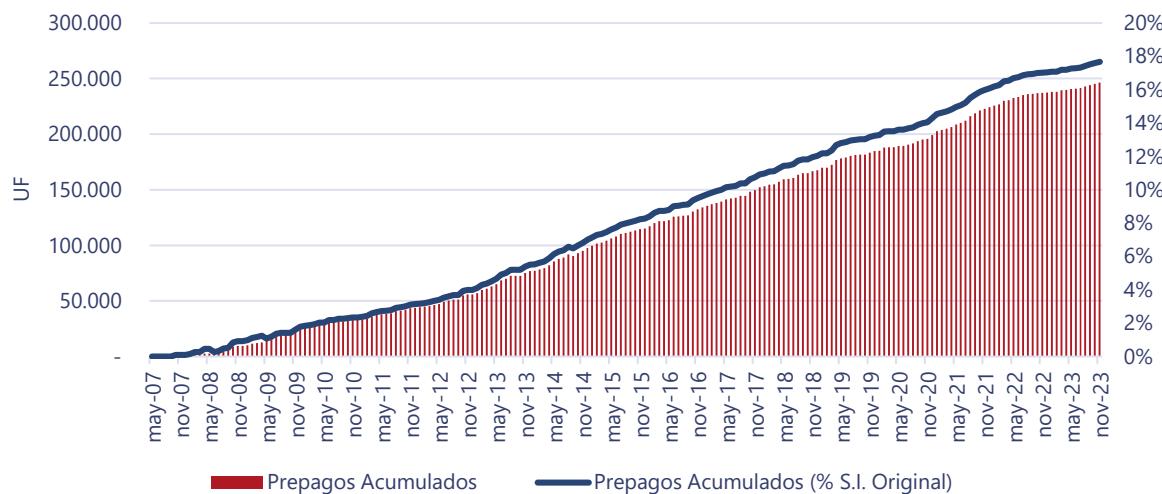


Ilustración 3: Pre pago de los activos

## *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. Al cierre de mayo de 2023, el *default* total alcanzó el 20,90% del saldo insoluto de la cartera al momento de la fusión con el patrimonio 12 (que data de mayo de 2009), tal como se puede apreciar en la Ilustración 4.

Asimismo, es posible percibir que este indicador se ha mantenido estable desde julio de 2015, entre el 20% y 25%. Dada la antigüedad y características de los activos, no se espera que esta variable sufra cambios significativos en el futuro. Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2008, alcanzando en noviembre de 2023 el 19,25% de activos liquidados medidos sobre saldo insoluto al momento de la última fusión.

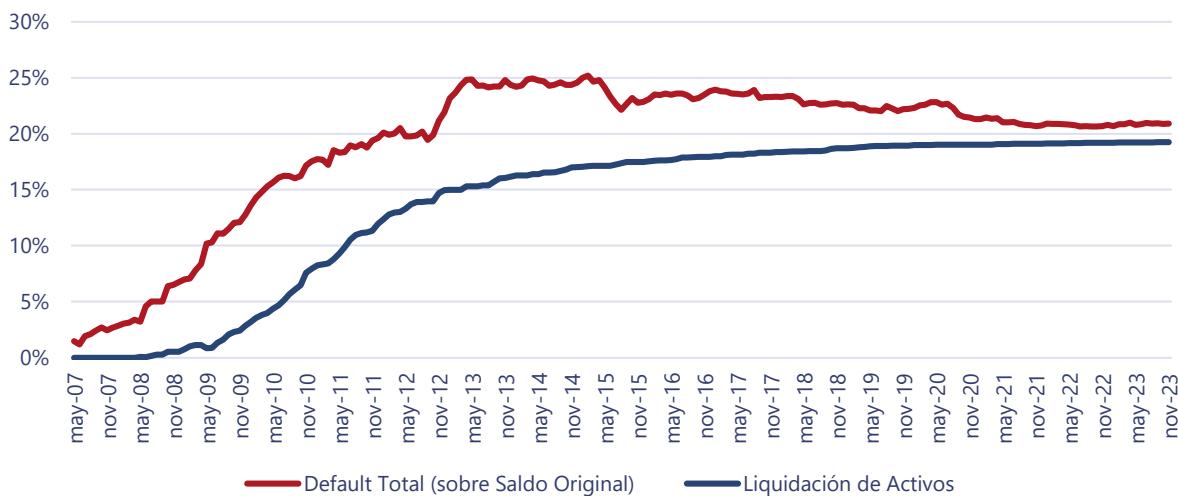
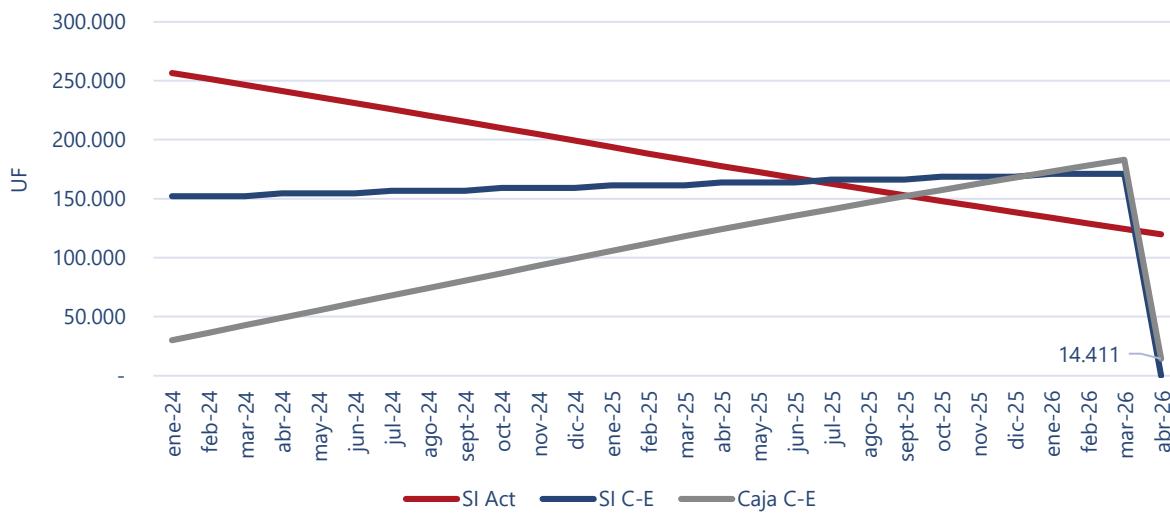


Ilustración 4: Default de la cartera de activos

## Proyección flujos estáticos

La Ilustración 5 muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto conjunto de las series C a la E, desde enero de 2024 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 tres series. Los flujos de caja y saldos insolutos han sido estimados suponiendo condiciones teóricas, sin prepagos ni *default*, y se toma en cuenta que se incurre en gastos fijos de UF 3.000 por año y en gastos por sobretasa de los activos dada la composición del patrimonio.

Se puede observar que el patrimonio separado sería capaz de generar flujos suficientes para cumplir con el pago de los cupones de estas series; sin embargo, en cuanto a la serie F, esta presentaría un déficit de caja que ascendería a las UF 268.739 a su vencimiento, incumpliendo así, bajo este análisis, su respectivo pago.


*Ilustración 5: Flujos teóricos de los activos*

"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."