



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de  
Clasificación y Tendencia**

A n a l i s t a s

Eric Pérez F.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

[eric.perez@humphreys.cl](mailto:eric.perez@humphreys.cl)

[hernan.jimenez@humphreys.cl](mailto:hernan.jimenez@humphreys.cl)

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

Octubre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

### Datos básicos bono securitizado

Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
<b>Bonos securitizados</b>		
Serie A1, A2, A3	AAA	Estable
Serie B1, B2, B3	AAA	Estable
Serie C1, C2, C3	AAA	Estable
Serie D1, D2, D3	AA+ <sup>1</sup>	Favorable
Serie E1, E2, E3	BBB-	Favorable <sup>2</sup>
Serie F1, F2, F3	C	Estable
Estados Financieros	30 junio 2019	

### 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

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

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Estable.

### 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 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	580.726	1.510	10,00%	48,07	800

\* Saldo insoluto actual / Valor de garantía inmuebles.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a agosto de 2018. 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 31/07/2019	Tasa de interés	Fecha vencimiento
A1	Preferente	578.500	81.281	4,00%	abr-26
A2	Preferente	478.000	75.153	4,00%	abr-26
A3	Preferente	402.000	75.286	4,70%	abr-26
B1	Subordinada	52.200	53.708	5,00%	abr-26
B2	Subordinada	55.000	56.589	5,00%	abr-26
B3	Subordinada	38.200	38.851	5,20%	abr-26
C1	Subordinada	27.400	31.465	5,50%	abr-26
C2	Subordinada	18.000	19.593	5,50%	abr-26
C3	Subordinada	12.000	12.518	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	18.479	7,00%	abr-26
E3	Subordinada	9.000	9.877	5,20%	abr-26
F1	Subordinada	31.000	77.017	7,50%	abr-26

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par* (UF) al 31/08/2018	Tasa de interés	Fecha vencimiento
F2	Subordinada	25.000	57.776	7,50%	abr-26
F3	Subordinada	27.400	46.263	5,20%	abr-26
Total		1.825.100	724.895		

\* Valor Par incluye capital e intereses devengados.

## 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.

El aumento en la clasificación de la serie D desde "Categoría AA" a "Categoría AA+", obedece al fortalecimiento de su 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 D se mantiene en "Favorable" y de la serie E cambia desde "Estable" a "Favorable", ya que se espera que continúe el fortalecimiento del sobrecolateral del patrimonio separado. La clasificación de la serie E se mantiene en "Categoría BBB-".

Las series A, B y C mantienen su clasificación de "Categoría AAA" con tendencia "Estable". Por otra parte, la serie F mantienen su clasificación en "Categoría C".

A julio de 2019, 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 144,6% del monto adeudado de los tenedores de bonos de las series A, B y C (134,5% hace un año). Este porcentaje se reduce al 132,1% si se adicionan las obligaciones originadas por la serie D (125,0% hace un año) y a 118,2% al agregar la serie E (114,0% el año pasado).

Según datos al 31 de julio de 2019, el patrimonio separado tenía disponible UF 20.794 y activos de respaldo por UF580.726. El saldo insoluto de la serie preferente, más los intereses devengados a esa fecha y no pagados ascendía a UF231.720 y el mismo valor para las cinco series subordinadas sumaba UF 493.175.

A julio de 2019, el nivel de *default*<sup>3</sup> acumulado de los contratos de *leasing* –medido como las operaciones liquidadas y aquellas con morosidad sobre 90 días– representaba el 22,0% 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 de los estrés máximos arrojados por el mismo modelo.

Es importante destacar que, en la práctica, los activos efectivamente liquidados representaban el 18,9% 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 julio de 2019, éste alcanzaba un total acumulado de 13,0% 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>4</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.

### 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.

<sup>3</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>4</sup> 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.

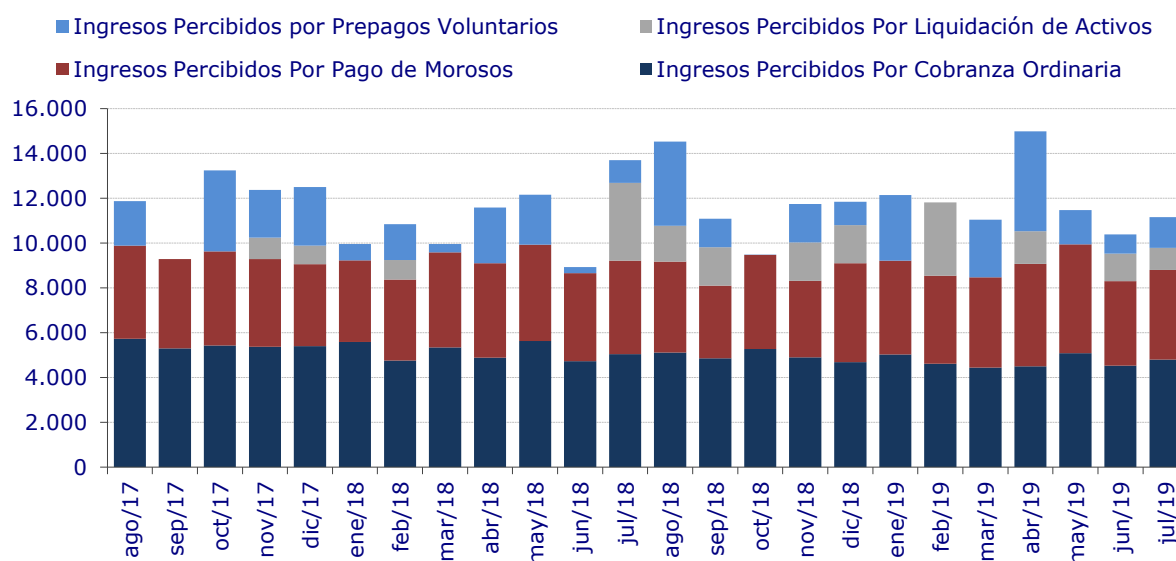
## Análisis del patrimonio

### Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre agosto de 2017 y julio de 2019, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más morosos recuperados– en torno a las UF 9.067,71 mensuales. La mayor recaudación se registró en mayo de 2019 (UF 9.934,06) y la menor en septiembre de 2018 (UF 8.101,87).

Durante el período señalado, los ingresos extraordinarios –aquellos que son producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos– promediaron UF 2.515,04 mensuales, lo que se puede apreciar en la Ilustración 1.

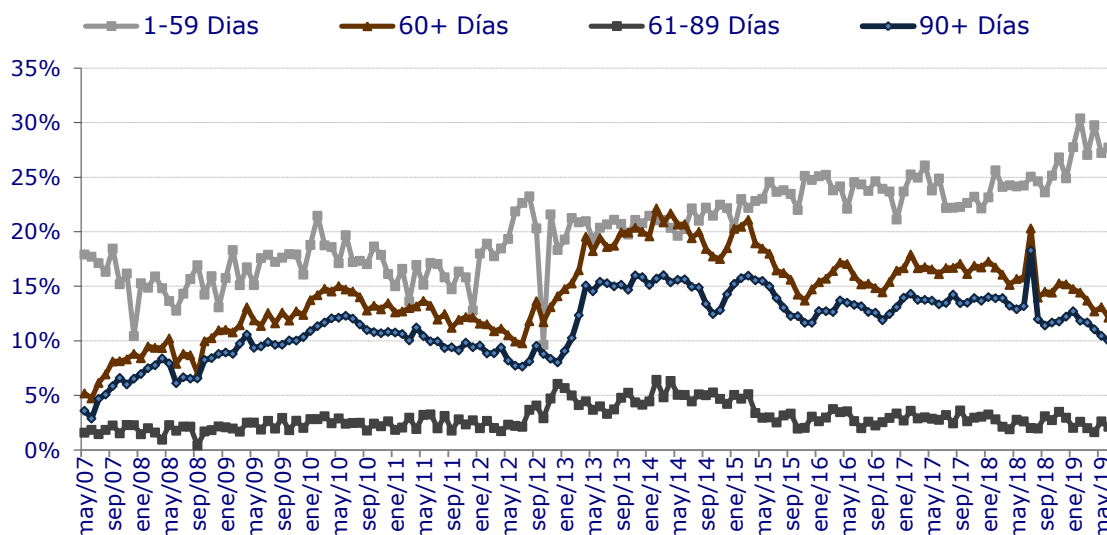
Ilustración 1  
Recaudación ordinaria



## Morosidad de la cartera de activos

Como se observa en la Ilustración 2, a julio de 2019, la morosidad de las cuentas por cobrar se concentró en el segmento de una o dos cuotas atrasadas con un 25,3%. Por su parte, los tramos de 60 días o más y 90 días o más han llegado a niveles cercanos a los 13,3% y 10,1% en el último año, respectivamente.

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



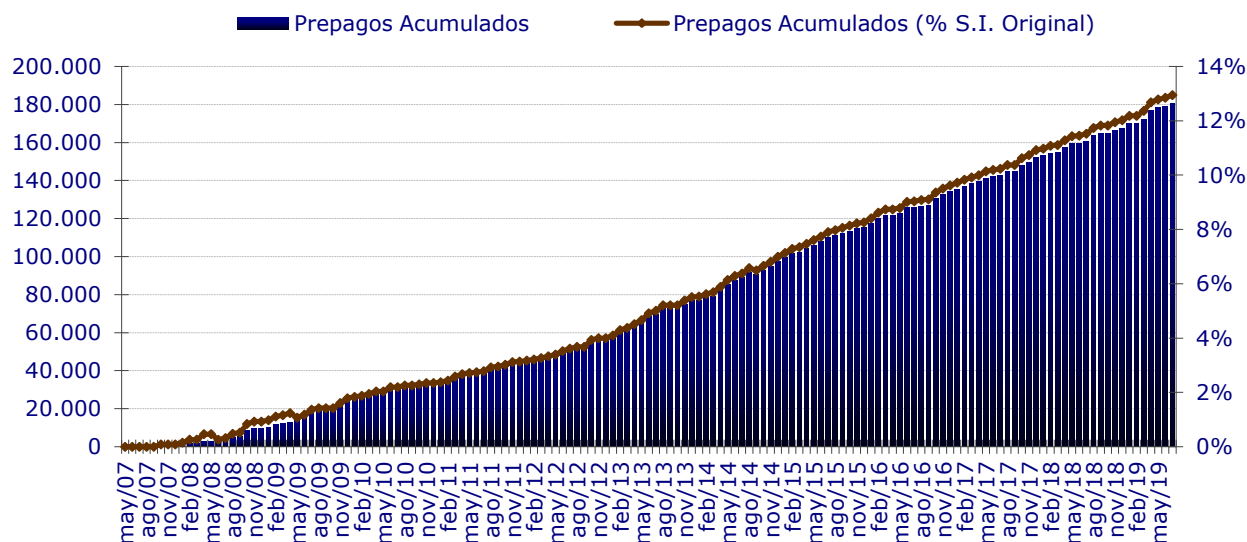
## Prepagos voluntarios

Hasta julio de 2019 el patrimonio separado había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 180.449,5, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representando el 31,3% 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.

Ilustración 3  
**Prepago de los activos**



## Default de la cartera

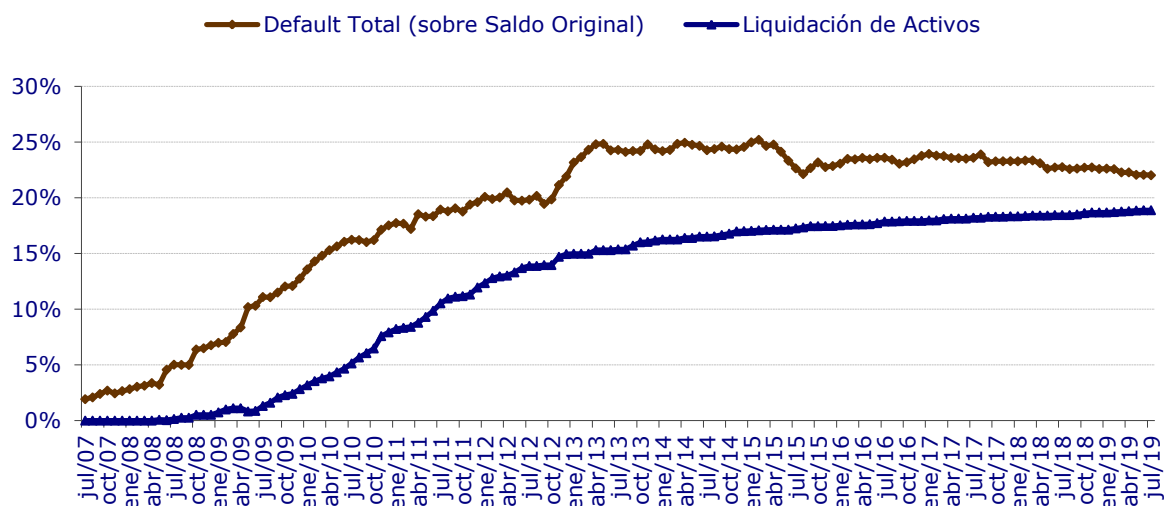
Debido a su criterio conservador, además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** considera en *default* la cartera con mora superior a tres cuotas. En la *Ilustración 4*, se muestra el comportamiento de esta variable para los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado.

A julio de 2019, el *default* total de la cartera alcanzaba el 22,0% 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.

Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2008, alcanzando a julio de 2019 el 18,9% de activos liquidados medidos sobre saldo insoluto al momento de la última fusión.



Ilustración 4  
**Default de los activos**



## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

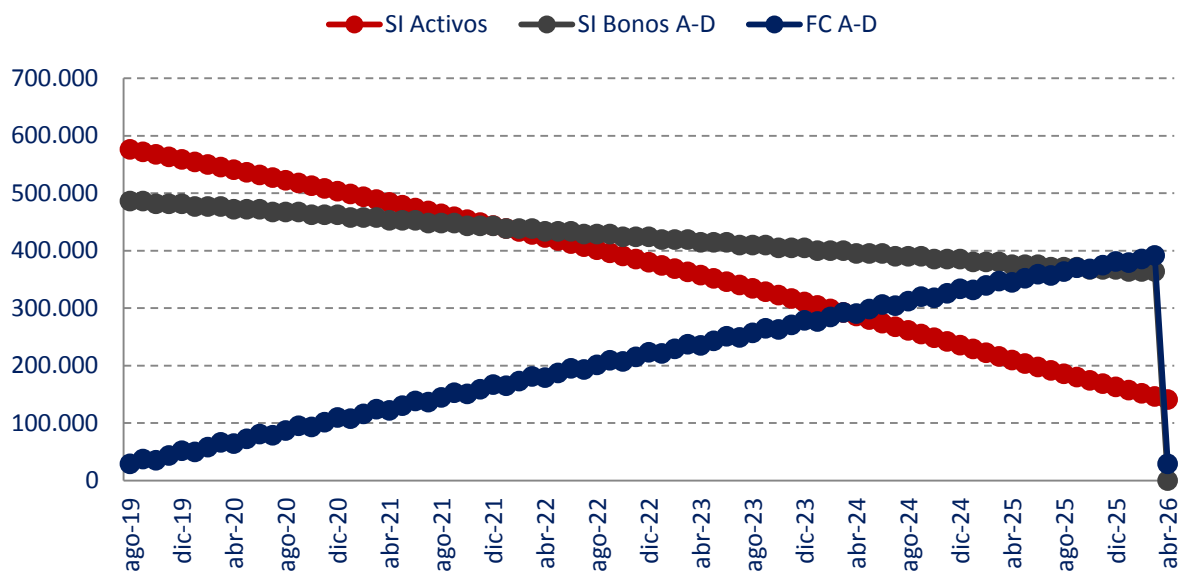
	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Actual	48,07	UF 800	10,00%	147
<b>Original (Abr 07)</b>	71,5	UF 828	10,41%	7

### 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, B, C y D, desde agosto de 2019 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 (FC A, B, C y D). 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 las series A y D.

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."*