



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

antonio.velasquez@humphreys.cl

Securitizadora Security S.A.

Noveno Patrimonio Separado

Noviembre 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	
Bonos securitizados:		
Serie A1, A2, A3	AAA	Estable
Serie B1, B2, B3	AA	Estable
Serie C1, C2, C3	A	Estable
Serie D1, D2, D3	BBB-	En Observación
Serie E1, E2, E3	B	En Observación
Serie F1, F2, F3	C	Estable
Estados Financieros	30 septiembre 2012	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-9
Inscripción Registro de Valores	N° 495, 6 de Marzo de 2007 (patrimonio N° 9), 29 de Noviembre 2007 (patrimonio N° 11), 14 de Mayo de 2009 (patrimonio N° 12)
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional.
Originador	Concreces Leasing S.A.
Administrador primario	Concreces Leasing S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile
Características del activo	Contrato de arrendamiento con promesa de compraventa: el arrendatario paga mensualmente el interés del saldo precio (tasa fija), el cual ingresa directamente al patrimonio separado.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	1.080.281	1.938	10,05%	69,18%	UF 806
<p>* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles</p> <p>Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de agosto de 2012.</p> <p>El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.</p>					

Características de las Series de Bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor nominal actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
				A1	Preferente
A2	Preferente	478.000	327.271	4,0%	Abr-26
A3	Preferente	402.000	309.128	4,7%	Abr-26
B1	Subordinada	52.200	53.927	5,0%	Abr-26
B2	Subordinada	55.000	56.819	5,0%	Abr-26
B3	Subordinada	38.200	39.016	5,2%	Abr-26
C1	Subordinada	27.400	31.605	5,5%	Abr-26
C2	Subordinada	18.000	19.680	5,5%	Abr-26
C3	Subordinada	12.000	12.571	5,2%	Abr-26
D1	Subordinada	20.400	25.630	6,0%	Abr-26
D2	Subordinada	8.000	9.482	6,0%	Abr-26
D3	Subordinada	6.000	6.529	5,2%	Abr-26
E1	Subordinada	22.000	28.675	7,0%	Abr-26
E2	Subordinada	15.000	18.272	7,0%	Abr-26
E3	Subordinada	9.000	9.794	5,2%	Abr-26
F1	Subordinada	31.000	46.703	7,5%	Abr-26
F2	Subordinada	25.000	35.037	7,5%	Abr-26
F3	Subordinada	27.400	32.582	5,2%	Abr-26
Total			1.430.245		

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de agosto de 2012.

Opinión

Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo se fundamenta en que los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado resultan suficientes en relación con las obligaciones emanadas de la emisión de bonos serie preferente. Los activos -contratos de *leasing* habitacional- han sido originados por **Concreces Leasing S.A.**

La perspectiva de clasificación de las series D y E se mantiene "*En Observación*" debido al cambio transitorio en los niveles de mora de los activos subyacentes registrado tras la

contratación de ACFIN S.A. como administrador primario en reemplazo de Concreces Leasing S.A., principalmente porque un incremento permanente en los niveles de mora y/o *default*, afectaría especialmente a los tenedores de estas series subordinadas. Sin embargo, de acuerdo a lo conversado con la Securitizadora, los niveles de mora, fundamentalmente en los tramos cortos, habrían disminuido en los últimos dos meses alcanzando cifras similares a las existentes antes del cambio de administrador primario, en parte gracias a los esfuerzos que realizó la sociedad para mejorar la contactabilidad de los deudores y reflejando que la transición fue poco traumática para el desempeño de los activos subyacentes¹. Con todo, la perspectiva permanecerá "En Observación" mientras no se cuente con información de más meses para evaluar el comportamiento de la cartera bajo la nueva administración y así determinar si la caída experimentada en la morosidad inferior a 59 días es permanente.

A agosto de 2012, 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 115,87% del monto del bono preferente serie A. En agosto de 2011, ese ratio se encontraba en 111,52%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B y C, ascendía a 100,83% y 95,54%, respectivamente, los que un año antes ascendían a 98,54% y 93,88%. Estos datos muestran claramente la tendencia creciente en los niveles de sobrecolateralización de las series preferentes.

A la fecha de la clasificación, el nivel de *default*² acumulado de los contratos de *leasing* -medido como las operaciones liquidadas y aquellas con morosidad sobre 90 días- representaba el 23,61% 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. También es importante destacar que en la práctica los activos efectivamente liquidados representaban el 13,89% 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 agosto de 2012, éste alcanzaba un total acumulado de 3,60% 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 dinámico³.

¹ De acuerdo a lo conversado con la sociedad Securitizadora.

² 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.

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

Definición de 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, 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 A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena 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.

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 B

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

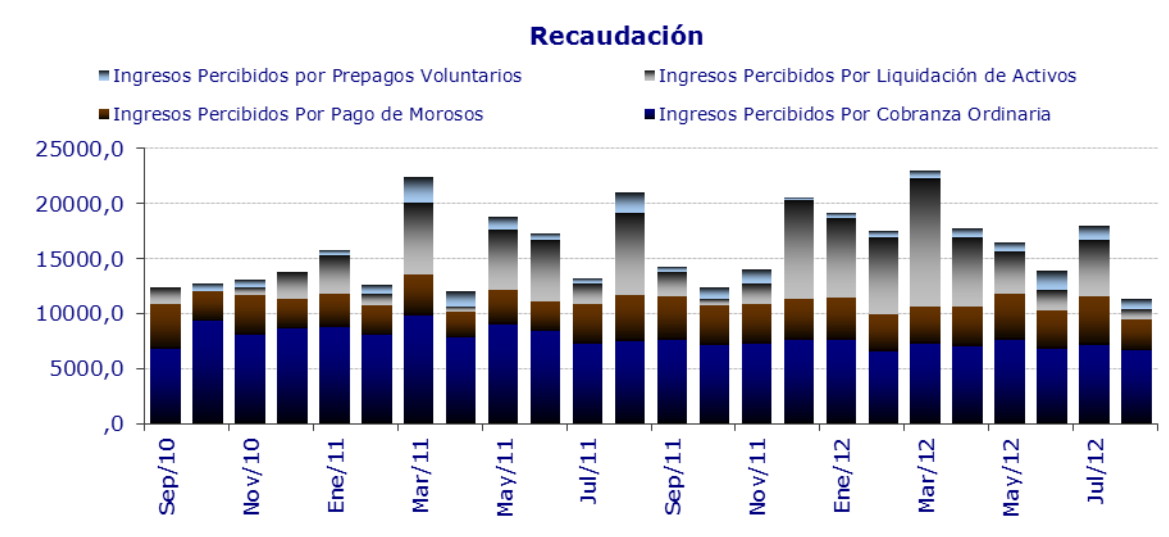
Categoría C

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 septiembre de 2010 y agosto de 2012, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más morosos recuperados- en torno a las UF 11.170 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en marzo de 2011 (UF 13.576) y la menor en agosto de 2012 (UF 9.461). Adicionalmente, durante el mismo período los ingresos extraordinarios –aquellos productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos- promediaron UF 4.816 mensuales.

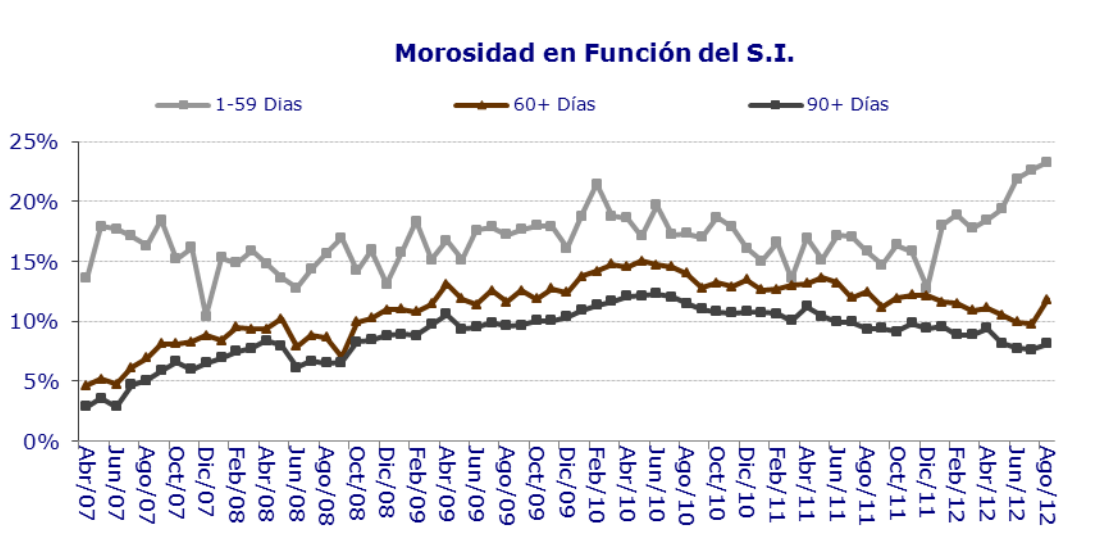


Morosidad de la cartera de activos

Como se observa en el siguiente gráfico, la morosidad, especialmente aquella entre uno y 59 días, experimentó un alza significativa tras el reemplazo de Concreces Leasing S.A. como administrador primario de los activos que conforman el presente patrimonio separado. No obstante, de acuerdo a la sociedad Securitizadora, la mora menor a 59 días experimentó una importante disminución en los últimos dos meses, acercándose a los niveles observados antes del cambio de administrador primario.

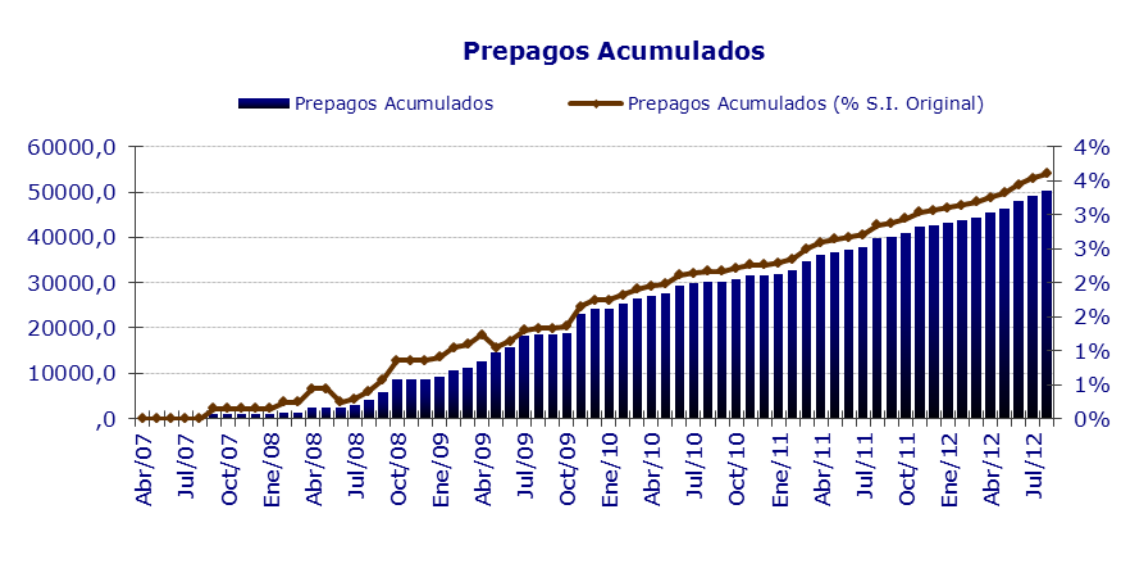
A agosto de 2012, el grueso de la morosidad correspondía a clientes que poseían entre una y dos cuotas atrasadas, los que representaban el 23,25% del saldo insoluto de la cartera vigente;

la mora mayor a 60 días, por su parte, alcanzaba el 11,80% y la mora mayor a 90 días ascendía al 8,12%.



Prepagos voluntarios

Hasta agosto de 2012, el patrimonio separado había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 50.227, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representando el 3,60% del monto de la cartera al momento de la fusión con el patrimonio 12 (mayo de 2009). Este porcentaje se encuentra dentro de los parámetros supuestos por **Humphreys** antes de la conformación del patrimonio separado y es considerablemente menor al registrado por patrimonios separados con el mismo *seasoning*.

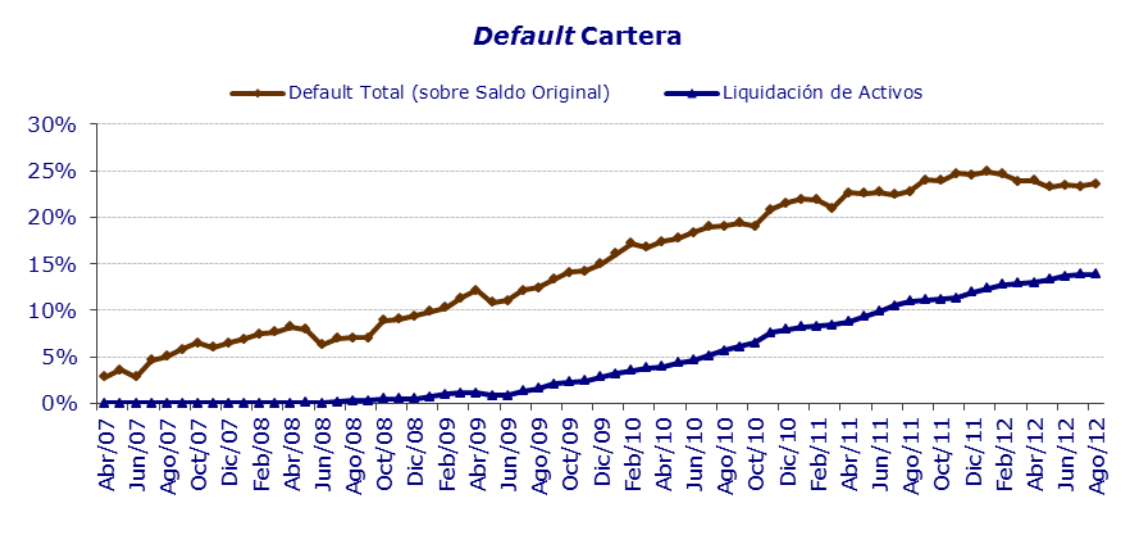


Las caídas que se observan en la curva corresponden a las fusiones que ha tenido el patrimonio. La primera fue en junio de 2008 con el decimoprimer patrimonio separado y la segunda en mayo de 2009 con el decimosegundo patrimonio separado.

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 prepago de los pasivos. El presente patrimonio, a 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 el siguiente gráfico se muestra el comportamiento de esta variable para los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A agosto de 2012, el *default* total de la cartera alcanzaba el 23,61% del saldo insoluto de la cartera al momento de la fusión con el patrimonio 12 (mayo de 2009). Asimismo se nota que este indicador se estabilizó en niveles entre el 23% y 25% a partir del último trimestre de 2011. 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 agosto de 2012 el 13,89% de activos liquidados medidos sobre saldo insoluto al momento de la última fusión.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ⁴	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Agosto 2012	69.18%	UF 806	10,05%	64 meses
Inicial (Abr-07)	71,50%	UF 828	10,41%	7 meses

Prepago de bonos

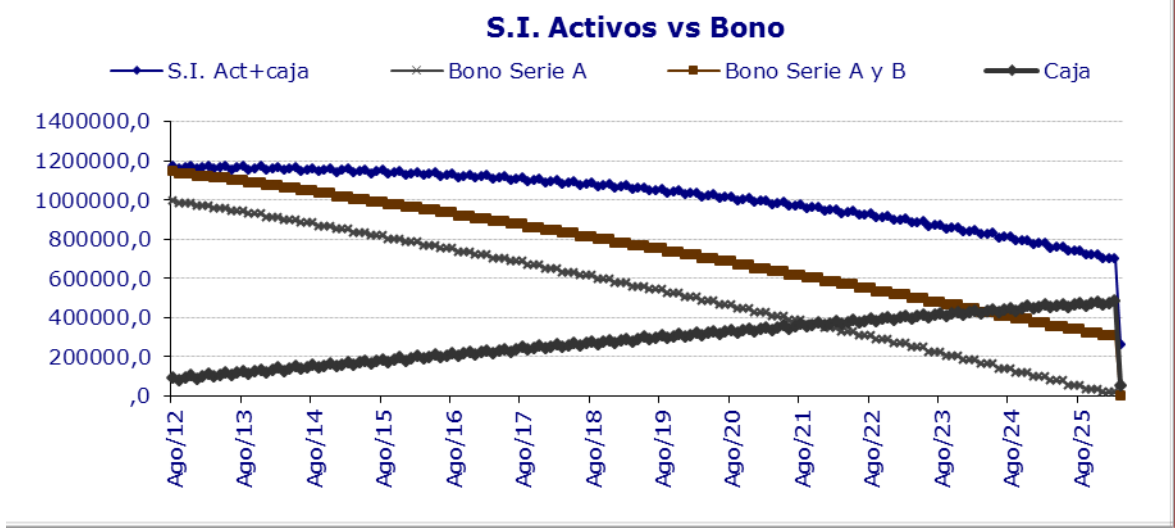
A la fecha se han realizado los siguientes prepagos a las series preferentes, los cuales tienen su origen en las liquidaciones de garantías por *default*, prepagos voluntarios de los deudores y excesos de caja al momento del corte de cupón:

⁴ LTV: Relación existente entre lo adeudado y la tasación.

Fecha	N° Títulos	Monto Pago UF	% Acumulado sobre Monto Original Series Preferentes
Jul-07	6	2.944	0,20%
Oct-07	7	3.401	0,44%
Ene-08	7	3.368	0,67%
Abr-08	10	4.763	0,99%
Jul-08	13	6.241	1,42%
Oct-08	17	8.081	1,97%
Ene-09	25	11.744	2,78%
Abr-09	11	5.115	3,13%
Jul-09	15	7.041	3,61%
Oct-09	18	8.369	4,19%
Ene-10	18	8.279	4,75%
Abr-10	18	8.188	5,32%
Jul-10	42	18.907	6,61%
Oct-10	28	12.454	7,47%
Ene-11	21	9.235	8,10%
Abr-11	29	12.592	8,96%
Jul-11	33	14.171	9,93%
Oct-11	41	17.374	11,13%
Ene-12	31	12.966	12,01%
Abr-12	42	17.332	13,20%
Jul-12	35	14.235	14,18%
Total	467	206.801	14,18%

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de las series preferentes y el saldo insoluto conjunto de las series A y B, desde agosto de 2012 hasta el vencimiento de estos bonos. Se muestra también una estimación de la caja que acumularía el patrimonio separado en el mismo lapso. Los flujos de caja y los saldos insolutos han sido estimados suponiendo condiciones teóricas, sin prepagos ni *default*, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 4.000 por año. Se evidencia que durante toda la vida del patrimonio los niveles de sobrecolateralización de la serie preferente y de las series A y B conjuntamente sería superior al 100%. Asimismo, se observa que el patrimonio separado sería capaz de generar los recursos necesarios para cumplir holgadamente el pago de los cupones de la serie A y la serie B.



“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 la verificación de la autenticidad de la misma.”