



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde envío anterior**

Analista  
Gonzalo Neculmán G.  
Tel. (56) 22433 5200  
gonzalo.neculman@humphreys.cl

## **Securizadora Security S.A.**

### **Noveno Patrimonio Separado**

**Noviembre 2014**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo		
Tipo de instrumento	Categoría	
<b>Bonos securitizados:</b>		
Serie A1, A2, A3	AAA	Estable
Serie B1, B2, B3	AA	Estable
Serie C1, C2, C3	A	Estable
Serie D1, D2, D3	BBB-	Estable
Serie E1, E2, E3	B	Estable
Serie F1, F2, F3	C	Estable
Estados Financieros	Septiembre de 2014	

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado BSECS-9
Inscripción Registro de Valores	Nº 495, 6 de Marzo de 2007 (patrimonio Nº 9), 29 de Noviembre 2007 (patrimonio Nº 11), 14 de Mayo de 2009 (patrimonio Nº 12)
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional.
Originador	Concreces Leasing S.A.
Administrador primario	Acfn 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 más amortización.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de leasing habitacional	924.479	1790	10,05%	64,18%	UF 870
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles					
Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de septiembre de 2014.					
El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.					

Características de las Series de Bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor nominal actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	578.500	271.408	4,0%	Abr-26
A2	Preferente	478.000	243.091	4,0%	Abr-26
A3	Preferente	402.000	233.658	4,7%	Abr-26
B1	Subordinada	52.200	53.489	5,0%	Abr-26
B2	Subordinada	55.000	56.358	5,0%	Abr-26
B3	Subordinada	38.200	38.687	5,2%	Abr-26
C1	Subordinada	27.400	31.324	5,5%	Abr-26
C2	Subordinada	18.000	19.505	5,5%	Abr-26
C3	Subordinada	12.000	12.465	5,2%	Abr-26
D1	Subordinada	20.400	25.754	6,0%	Abr-26
D2	Subordinada	8.000	9.528	6,0%	Abr-26
D3	Subordinada	6.000	6.557	5,2%	Abr-26
E1	Subordinada	22.000	6.557	7,0%	Abr-26
E2	Subordinada	15.000	18.375	7,0%	Abr-26
E3	Subordinada	9.000	9.835	5,2%	Abr-26
F1	Subordinada	31.000	53.323	7,5%	Abr-26
F2	Subordinada	25.000	40.002	7,5%	Abr-26
F3	Subordinada	27.400	35.754	5,2%	Abr-26
<b>Total</b>			<b>1.165.670</b>		

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 30 de septiembre de 2014

## 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 del bono preferente; para las restantes series, dependiendo de su nivel de subordinación, la suficiencia de los flujos se va reduciendo hasta tornarse insatisfactoria para el caso del título calificado en "Categoría C". Los activos -contratos de *leasing* habitacional- han sido originados por **Concreces Leasing S.A.**

A septiembre de 2014, 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 129% del monto del bono preferente serie A. En septiembre de 2013, ese ratio se encontraba en torno al 121%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B y C, alcanzan el 108% y 101%, respectivamente, los que un año antes ascendían a 105% y 99%. Estos datos muestran claramente la tendencia creciente y positiva en los niveles de sobrecolateralización de las series preferentes.

A septiembre de 2014, el nivel de *default*<sup>1</sup> acumulado de los contratos de *leasing* -medido como las operaciones liquidadas y aquellas con morosidad sobre 90 días- representaba el 24,6% 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 de los estrés máximos arrojados por el mismo modelo. También es importante destacar que en la práctica los activos efectivamente liquidados representaban el 16,7% 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 septiembre de 2014, éste alcanzaba un total acumulado de 6,5% 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>2</sup>.

## 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, 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>1</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>2</sup> El nivel de prepagos máximo supuesto por el modelo dinámico de **Humphreys** es de 30,53%.

### **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**

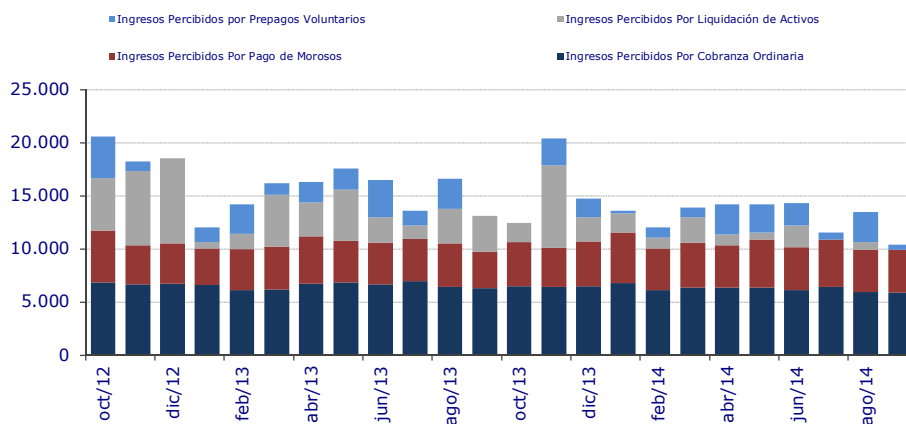
Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

## **Análisis del patrimonio**

### **Recaudación: cobranza ordinaria efectuada**

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre octubre de 2012 y septiembre de 2014, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más morosos recuperados- en torno a las UF 10.502 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en octubre de 2012 (UF 11.701) y la menor en septiembre de 2013 (UF 9.743). Adicionalmente, durante el mismo período los ingresos extraordinarios –aquellos productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos- promediaron UF 4.422 mensuales.

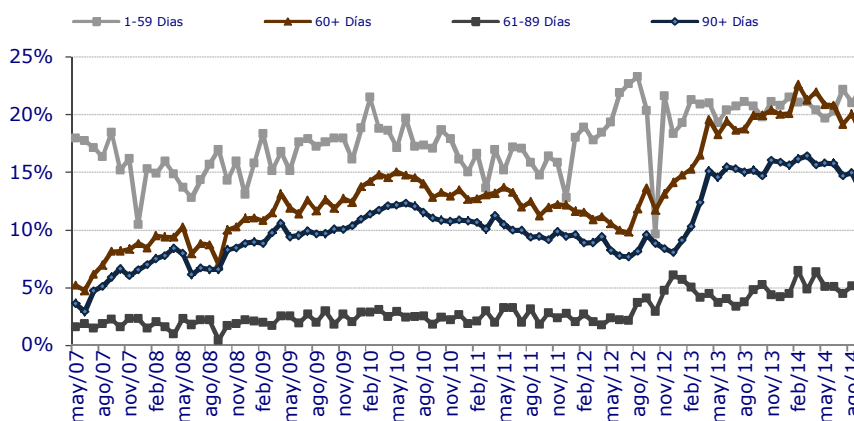
### Recaudación



### Morosidad de la cartera de activos

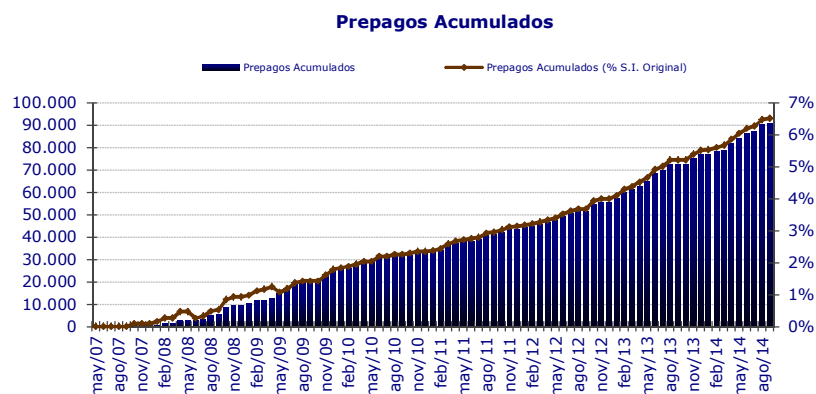
Como se observa en el siguiente gráfico, la morosidad, especialmente aquella entre uno y 59 días, experimentó un alza significativa tras el reemplazo de Concreces Leasing S.A. como administrador primario de los activos que conforman el presente patrimonio separado. Sin embargo, el tramo de 60 días o más y 90 días o más han llegado a niveles cercanos a los 20% y 15% respectivamente, siendo los más altos en la historia del patrimonio separado.

### Morosidad en Función del S.I.



## Prepagos voluntarios

Hasta septiembre de 2014, el patrimonio separado había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 90.484, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representando el 6,5% del monto de la cartera al momento de la fusión con el patrimonio 12 (mayo de 2009).



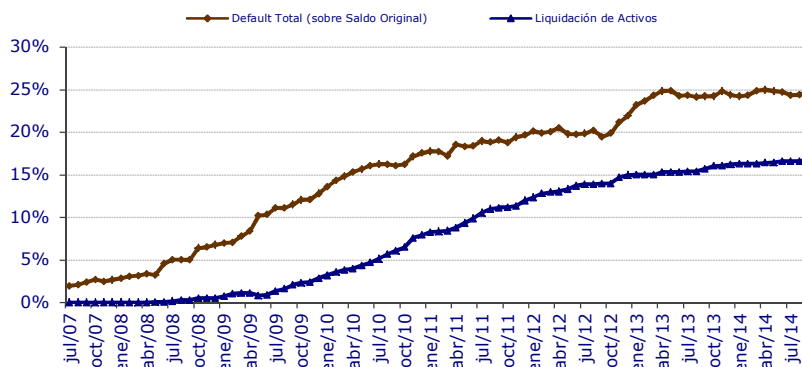
Las caídas que se observan en la curva corresponden a las fusiones que ha tenido el patrimonio. La primera fue en junio de 2008 con el decimoprimer patrimonio separado y la segunda en mayo de 2009 con el decimosegundo patrimonio separado.

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, 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 el siguiente gráfico se muestra el comportamiento de esta variable para los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A septiembre de 2014, el *default* total de la cartera alcanzaba el 24,6% 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 mantiene estabilizado en niveles cercanos a 25%. Dada la antigüedad y características de los activos, no se espera que esta variable sufra cambios significativos en el futuro.

### Default Cartera



Este patrimonio tuvo su primera liquidación de activos en mayo de 2008, alcanzando a septiembre de 2014 el 16,7% de activos liquidados medidos sobre saldo insoluto al momento de la última fusión.

## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>3</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Septiembre 2014	64,18%	UF 870	10,05%	90 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:

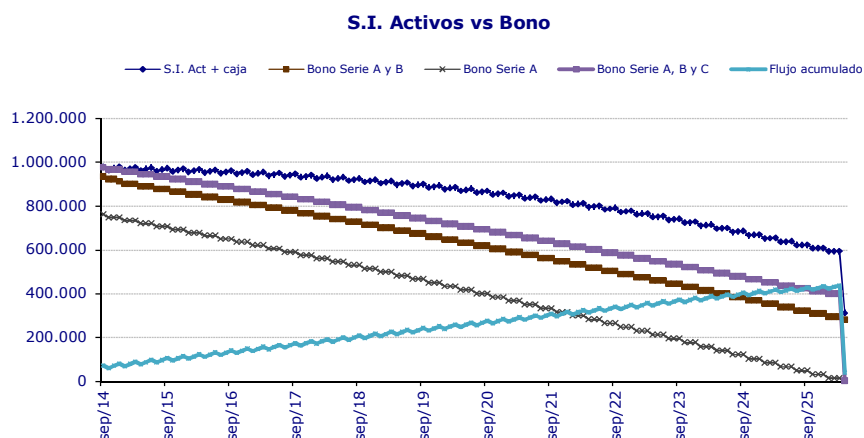
<sup>3</sup> LTV: Relación existente entre lo adeudado y la tasación.



Fecha	Monto Pago UF	% Acumulado sobre Monto Original Series Preferentes
jul-07	2.944	0,20%
oct-07	3.401	0,44%
ene-08	3.368	0,67%
abr-08	4.763	0,99%
jul-08	6.241	1,42%
oct-08	8.081	1,97%
ene-09	11.744	2,78%
abr-09	5.115	3,13%
jul-09	7.041	3,61%
oct-09	8.369	4,19%
ene-10	8.279	4,75%
abr-10	8.188	5,32%
jul-10	18.907	6,61%
oct-10	12.454	7,47%
ene-11	9.235	8,10%
abr-11	12.592	8,96%
jul-11	14.171	9,93%
oct-11	17.374	11,13%
ene-12	12.966	12,01%
abr-12	17.332	13,20%
jul-12	14.235	14,18%
oct-12	10.021	14,87%
ene-13	34.038	17,20%
abr-13	26.898	19,04%
jul-13	21.131	20,49%
oct-13	17.752	21,71%
ene-14	18.221	22,96%
abr-14	12.446	23,81%
jul-14	13.656	24,75%
<b>Total</b>	<b>360.963</b>	<b>24,75%</b>

## 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 la serie preferente y el saldo insoluto conjunto de las series A y B, desde septiembre de 2014 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 (en la práctica es inferior). 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 serían superiores 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."*