



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

Noviembre 2015

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

Datos básicos bono securitizado

Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Bonos securitizados		
Series A1, A2, A3	AAA	Estable
Series B1, B2, B3	AAA	Estable
Series C1, C2, C3	AA-	Favorable
Series D1, D2, D3	BBB+	Favorable
Series E1, E2, E3	BB-	Favorable
Series F1, F2, F3	C	Estable
Estados Financieros	30 septiembre 2015	

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 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	856.650	1.730	10,04%	61,67	803

* Saldo insoluto actual / Valor de garantía inmuebles.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de corte a marzo de 2014. 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 31/08/2015	Tasa de interés	Fecha vencimiento
A1	Preferente	578.500	232.252	4,00%	abr-26
A2	Preferente	478.000	209.114	4,00%	abr-26
A3	Preferente	402.000	202.451	4,70%	abr-26
B1	Subordinada	52.200	53.927	5,00%	abr-26
B2	Subordinada	55.000	56.819	5,00%	abr-26
B3	Subordinada	38.200	39.016	5,20%	abr-26
C1	Subordinada	27.400	31.605	5,50%	abr-26
C2	Subordinada	18.000	19.680	5,50%	abr-26
C3	Subordinada	12.000	12.571	5,20%	abr-26
D1	Subordinada	20.400	26.006	6,00%	abr-26
D2	Subordinada	8.000	9.621	6,00%	abr-26
D3	Subordinada	6.000	6.613	5,20%	abr-26
E1	Subordinada	22.000	29.165	7,00%	abr-26
E2	Subordinada	15.000	18.584	7,00%	abr-26
E3	Subordinada	9.000	9.919	5,20%	abr-26
F1	Subordinada	31.000	58.019	7,50%	abr-26
F2	Subordinada	25.000	43.525	7,50%	abr-26
F3	Subordinada	27.400	37.933	5,20%	abr-26
Total		1.825.100	1.096.818		

* Valor Par incluye capital e intereses devengados.

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 más que 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 del patrimonio separado –contratos de leasing habitacional– han sido originados por **Concreces Leasing S.A.**

A agosto de 2015, 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 154% del monto del bono preferente serie A. En agosto de 2014, ese ratio se encontraba en torno al 144%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B y C, alcanzan el 125% y 116%, respectivamente, los que un año antes ascendían a 121% y 113%. Al agregar hasta la serie subordinada E, la relación se reduce a 104% mientras que hace un año atrás registró un 102%. Estos datos muestran claramente la tendencia creciente y positiva en los niveles de sobrecolateralización de las series preferentes.

A agosto de 2015, 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% 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 17% 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 2015, éste alcanzaba un total acumulado de 8% 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.

La tendencia de las series C, D y E califican en "Favorable" ya que se espera que se mantenga el proceso de fortalecimiento de la operación, en tanto las restantes series (A, B y F) quedan con tendencia "Estable".

¹ 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.

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

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.

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.

Categoría BB

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

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

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

Análisis del patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al período comprendido entre septiembre de 2013 y agosto de 2015, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más morosos recuperados– en torno a las UF 10.325 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2015 (UF 11.858) y la menor en febrero de 2015 (UF 9.403). Adicionalmente, durante el mismo período los ingresos extraordinarios –aquellos productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos– promediaron UF 3.327 mensuales. Esto se puede ver en la Ilustración 1.

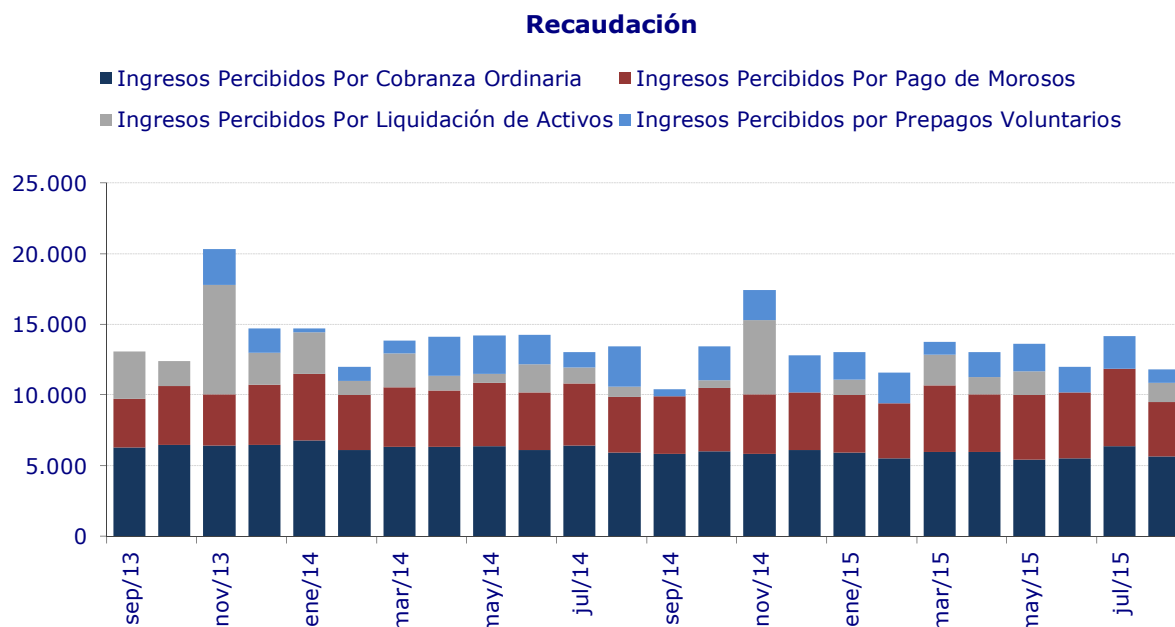


Ilustración 1: Recaudación ordinaria

Morosidad de la cartera de activos

Como se observa en la Ilustración 2, 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, los que se han reducido en lo que va del año.

Morosidad en Función del S.I.

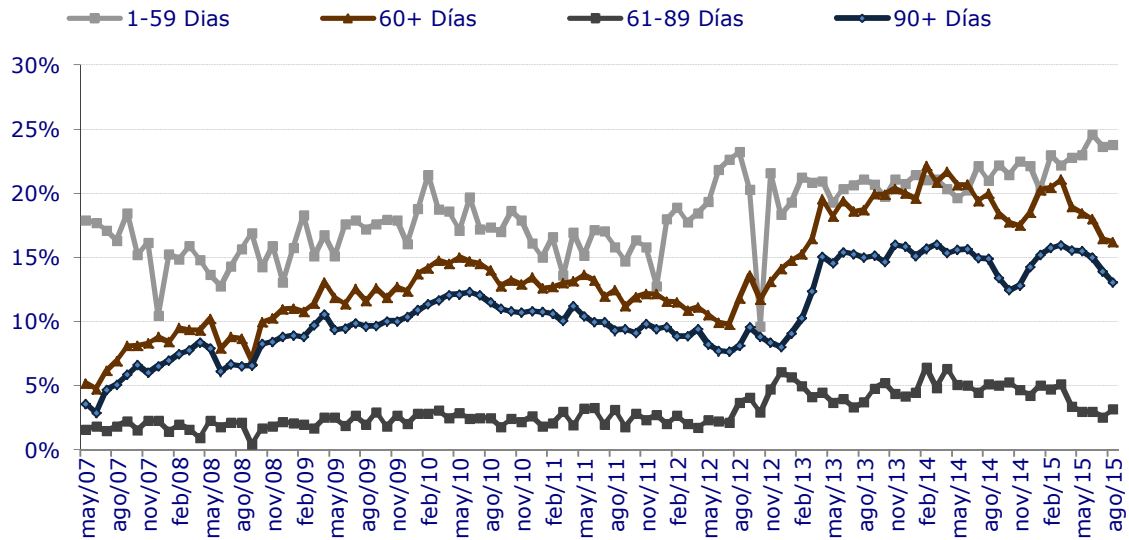


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos Acumulados

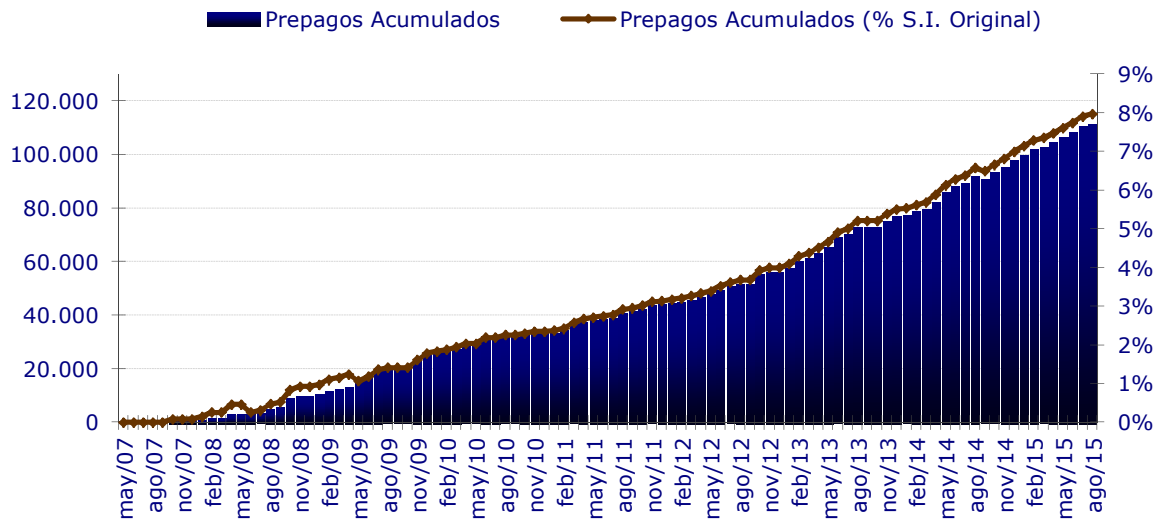


Ilustración 3: Prepago de los activos

Prepagos voluntarios

Hasta agosto de 2015, el patrimonio separado había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 111.155, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representando el 8,0% 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 Cartera

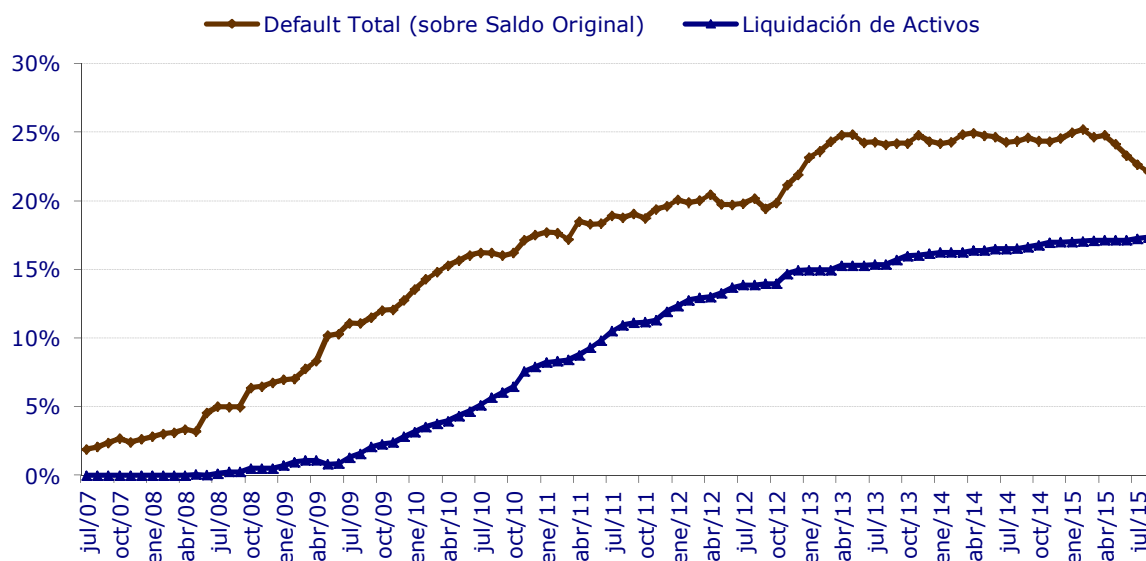


Ilustración 4: Default de los activos

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 agosto de 2015, el *default* total de la cartera alcanzaba el 22,1% 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 mantenía estabilizado

en niveles cercanos a 25%, el que se ha reducido en el 2015. 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 2015 el 17,4% de activos liquidados medidos sobre saldo insoluto al momento de la última fusión.

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interes	Seasoning
Actual	61,67	UF 803	10,04%	100
Original (Abr 07)	71,5	UF 828	10,41%	7

Prepagos 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.

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%
Continúa...		

Fecha	Monto Pago UF	% Acumulado sobre Monto Original Series Preferentes
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%
oct-14	12.348	25,60%
ene-15	15.938	26,69%
abr-15	13.265	27,60%
jun-15	15.342	28,65%
Total	417.856	28,65%

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 y B, desde septiembre de 2015 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 sólo estas dos series (FC A y B). Los flujos de caja y saldos insolutos han sido estimados suponiendo condiciones teóricas, sin prepagos ni *default*, y asumiendo 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 B.

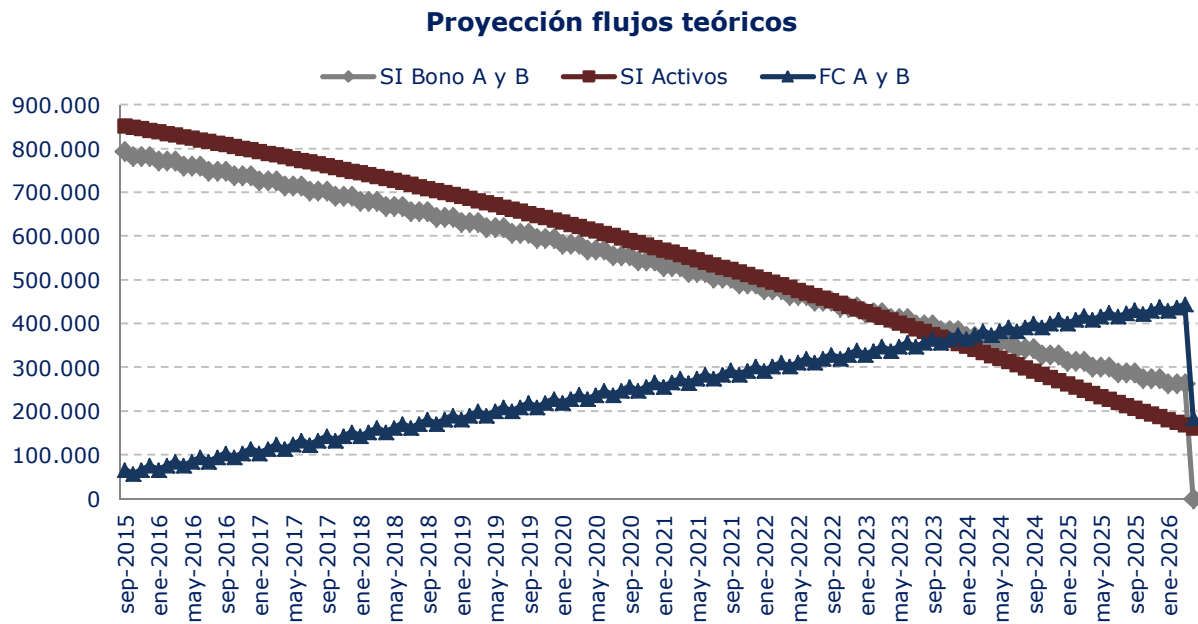


Ilustración 5: Flujos teóricos de los activos frente a bonos series A y B

"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."