



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analistas

Macarena Villalobos M.

Hernán Jimenez A.

Tel. (56) 22433 5200

macarena.villalobos@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

Securizadora Security S.A.

Noveno Patrimonio Separado

Noviembre 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
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		
Serie A1, A2, A3	AAA	Estable
Serie B1, B2, B3	AAA	Estable
Serie C1, C2, C3	AA+ ¹	Favorable
Serie D1, D2, D3	A ²	Favorable
Serie E1, E2, E3	BBB ⁻³	Favorable
Serie F1, F2, F3	C	Estable
Estados Financieros	30 junio 2016	

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

¹ Clasificación anterior: AA-.

² Clasificación anterior: BBB+.

³ Clasificación anterior: BB-.

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	790.329	1.679	10,03%	58,62	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 31/08/2016	Tasa de interés	Fecha vencimiento
A1	Preferente	578.500	194.822	4,00%	abr-26
A2	Preferente	478.000	176.434	4,00%	abr-26
A3	Preferente	402.000	171.984	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	62.370	7,50%	abr-26
F2	Subordinada	25.000	46.789	7,50%	abr-26

Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor par* (UF) al 31/08/2016	Tasa de interés	Fecha vencimiento
F3	Subordinada	27.400	39.904	5,20%	abr-26
Total		1.825.100	1.005.830		

* 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.**

El aumento de la clasificación de las series C, D y E desde "Categoría AA-", "Categoría BBB+", "Categoría BB-" a "Categoría AA+", "Categoría A" y "Categoría BBB-", respectivamente, responde al buen desempeño que se ha observado en el patrimonio separado, mejorando continuamente el sobrecolateral de estas series, además del buen manejo de los recursos recuperados por parte de la administración del patrimonio. También se ha tomado en consideración la antigüedad de la cartera, lo que hace más predecible el comportamiento de la morosidad. Asimismo, la tendencia de las series antes mencionadas queda en "Favorable" ya que se espera que se mantenga el proceso de fortalecimiento de la operación.

A agosto de 2016, 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 168% del monto del bono preferente serie A. En agosto de 2015, ese ratio se encontraba en torno al 154%. El mismo indicador, si se incluyen los bonos series B y C, alcanzan el 132% y 121%, respectivamente, los que un año antes ascendían a 125% y 116%. Al agregar hasta la serie subordinada E, la relación se reduce a 107% mientras que hace un año atrás registró un 104%. Estos datos muestran claramente la tendencia creciente y positiva en los niveles de sobrecolateralización de las series preferentes.

A agosto de 2016, el nivel de *default*⁴ acumulado de los contratos de leasing –medido como las operaciones liquidadas y aquellas con morosidad sobre 90 días– representaba el 24% del saldo insoluto de la cartera existente al momento de la fusión con el patrimonio 12, nivel muy cercano al valor esperado proyectado por

⁴ 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.

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 18% 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 2016, éste alcanzaba un total acumulado de 9% 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 dinámico⁵. 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, 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.

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.

⁵ El nivel de prepagos máximo supuesto por el modelo dinámico de **Humphreys** es de 30,53%.

“+”: 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 2014 y agosto de 2016, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más moroso recuperados– en torno a las UF 9.996 mensuales, produciéndose la mayor recaudación en julio de 2015 (UF 11.858) y la menor en febrero de 2016 (UF 9.175). Adicionalmente, durante el mismo período los ingresos extraordinarios –aquellos productos de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos- promediaron UF 2.555 mensuales. Esto se puede ver en la *Ilustración 1*.

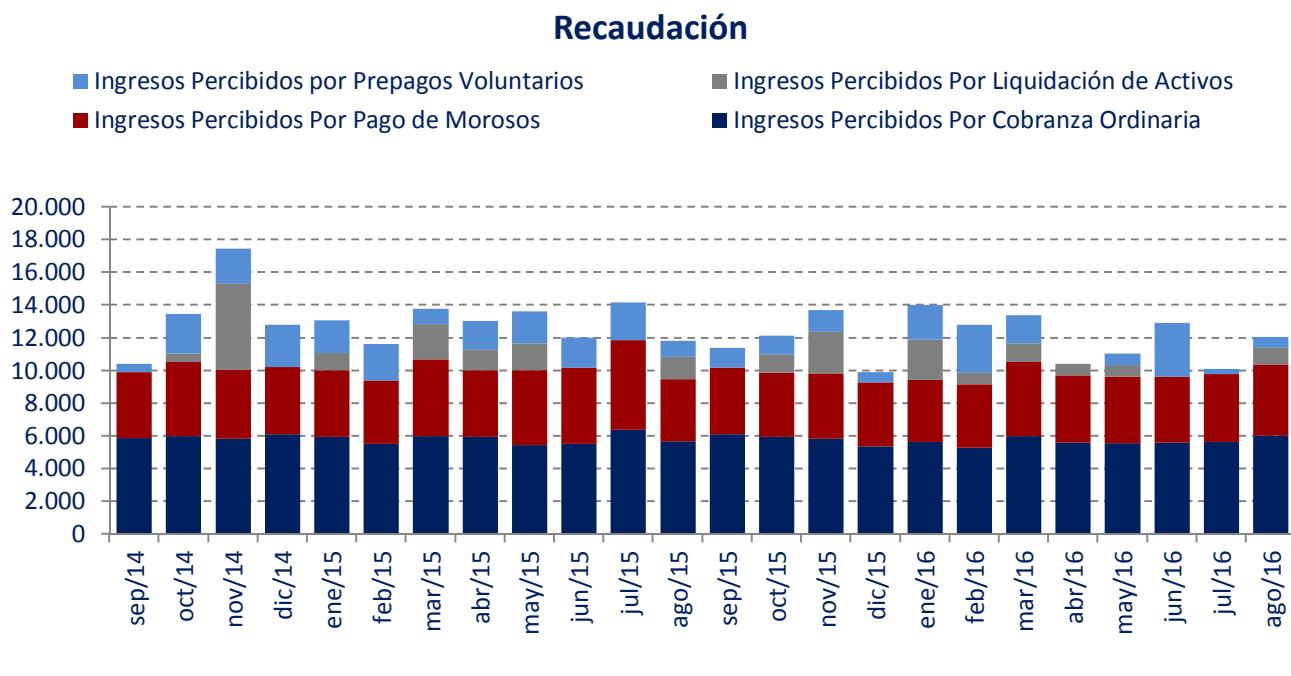


Ilustración 1: Recaudación ordinaria

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 alcanzando a agosto de 2016 un 23,8%. Sin embargo, el

tramo de 60 días o más y 90 días o más han llegado a niveles cercanos a los 15,5% y 12,7% en el último año respectivamente, mostrando una disminución en el nivel de morosidad en lo que va del año.

Morosidad en Función del S.I.

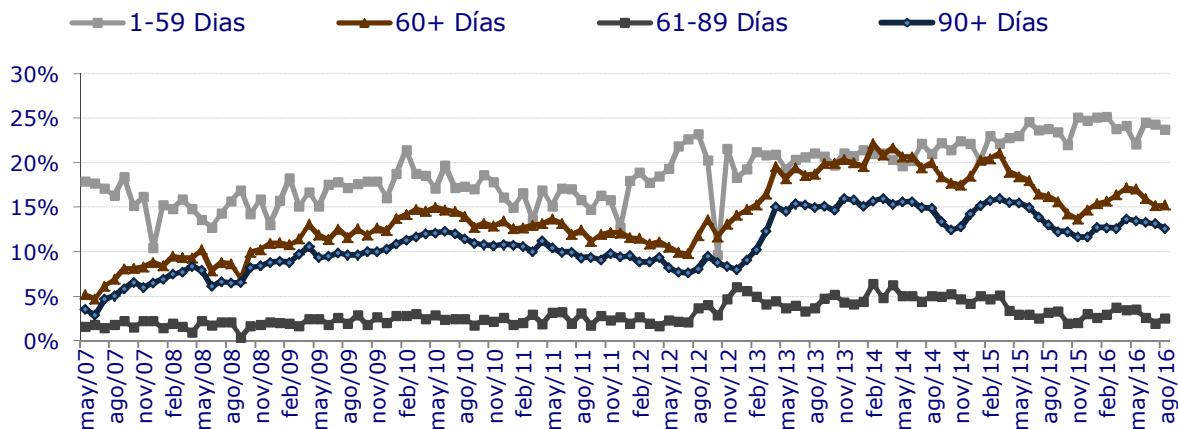


Ilustración 2: Morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

Hasta agosto de 2016, el patrimonio separado había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 126.664, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representando el 9,1% 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.



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. 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 2016, el *default* total de la cartera alcanzaba el 23,4% del saldo insoluto de la cartera al momento de la fusión con el patrimonio 12 (mayo de 2009). Asimismo se nota que este indicador, que anteriormente se mantenía estabilizado en niveles cercanos a 25%, tuvo una reducción en marzo de 2015 la cual se ha tendido a mantener hasta la fecha. 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 2016 el 17,9% de activos liquidados medidos sobre saldo insoluto al momento de la última fusión.

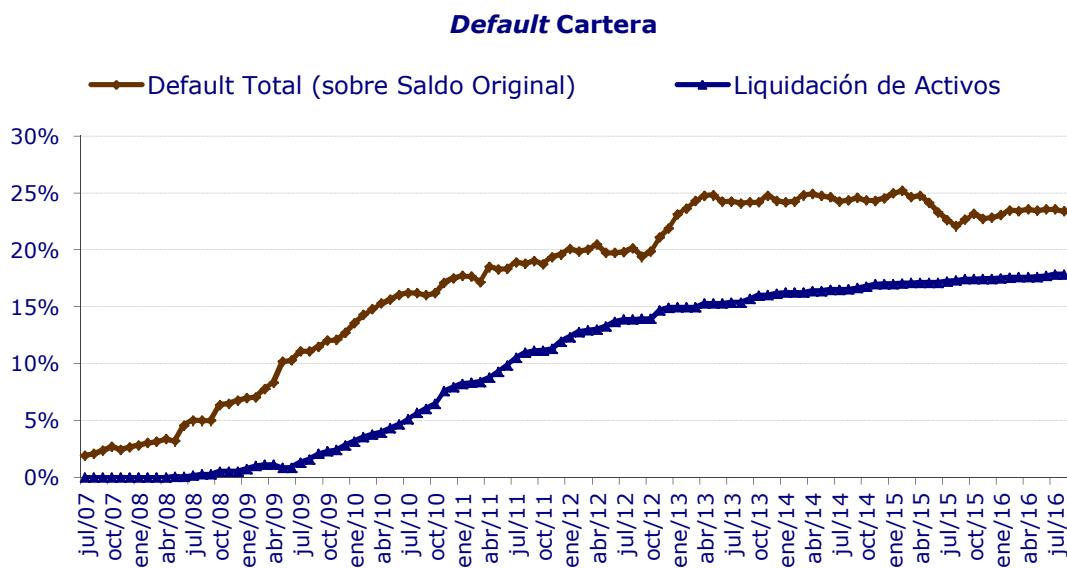


Ilustración 4: Default de los activos

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interes	Seasoning
Actual	58,62	UF 803	10,03%	112
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%
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%

Fecha	Monto Pago UF	% Acumulado sobre monto original series preferentes
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%
Oct-15	10.776	29,39%
Ene-16	14.735	30,40%
Abr-16	12.236	31,24%
Jul-16	12.598	32,10%
Total	468.200	32,10%

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 2016 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.

Proyección flujos teóricos

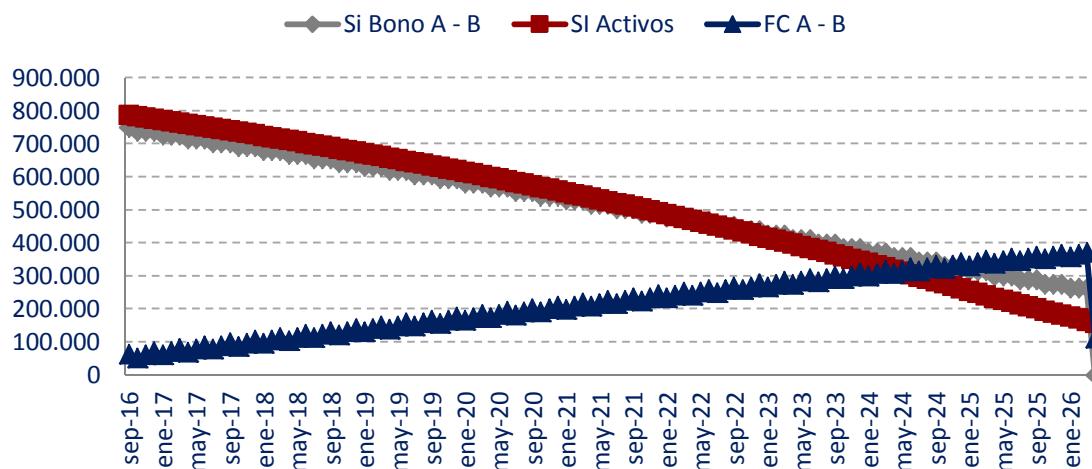


Ilustración 5: Flujos teóricos de los activos frente a bonos series A y B

"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."