



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

Analista
Hernán Jiménez A.
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

EF Securizadora S.A. Primer Patrimonio Separado

Septiembre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo

Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie A – B – D y F	AA-
Serie C – E y G	C
Tendencia	Estable ¹
Estados Financieros	Junio de 2014

Datos básicos de la operación

Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° BBOTS-P1
Inscripción Registro de Valores	N° 337, 10 de julio de 2003
Activos de Respaldo	Contratos de Leasing Habitacional y Mutuos Hipotecarios
Originador	Concreces Leasing S.A. e Hipotecaria Concreces S.A.
Administrador Primario	Concreces Leasing S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco de Chile

Resumen características cartera securitizada

Tipo de activo	Saldo Insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
Total	590.577	1.387	11,17%	62,43%	708

* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a junio 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 par actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	400.000	138.169	6,3%	25-Nov-2022
B	Preferente	74.000	25.599	6,3%	25-Nov-2022
C	Subordinada	38.000	80.512	7,0%	25-Abr-2024
D	Preferente	539.000	209.654	5,0%	25-Ene-2024
E	Subordinada	40.000	82.028	7,5%	25-Abr-2024
F	Preferente	512.000	231.417	4,5%	25-Dic-2024
G	Subordinada	45.000	90.631	8,0%	25-Dic-2024

* Al 30 de junio de 2014.

¹ Tendencia anterior: En Observación.

Opinión



Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a los bonos preferentes emitidos por **EF Securitizadora S.A. (ex Itaú)**, primer patrimonio separado, se basa en los adecuados niveles de protección que otorgan a cada una de las series clasificadas los flujos que se esperan para los activos securitzados. Ello, en consideración al nivel de riesgo de dichos activos, los cuales a junio de 2014 estaban conformados por 1.286 contratos de *leasing* habitacional y 101 contratos de mutuos hipotecarios endosables originados por Concreces Leasing S.A. e Hipotecaria Concreces S.A. respectivamente.

La presente emisión resulta de la fusión de los patrimonios separados número uno con los patrimonios número dos y tres, todos administrados anteriormente por Itaú Securitizadora S.A. y ahora por **EF Securitizadora S.A.**

El cambio de tendencia desde "En Observación" a "Estable" se debe a que ya ha sido posible verificar² la información extra-contable referida a los activos del patrimonio separado y presentada por el administrador maestro, Asicom; constatándose que dicha información está alineada con aquella que se desprende de los estados financieros.

A julio de 2014, los activos del patrimonio separado –representado por los contratos de leasing habitacional, mutuos hipotecarios, caja y activos recuperados– alcanzaban la suma de UF 586.363 y representaban el 98,5% del saldo insoluto de las series A, B, C y D.

En cuanto al comportamiento de los activos de respaldo del patrimonio separado, se observa, de acuerdo con la última información disponible, que el *default*³ acumulado de la cartera ha logrado mantenerse cerca del 23,0% durante los últimos tres años. A junio de 2014, éste representaba un 22,4% del saldo insoluto vigente al momento de la fusión del patrimonio separado. A la misma fecha, la liquidación efectiva de activos (término forzoso de los contratos) se mantuvo en 20,0% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se encuentra por encima del valor inicialmente esperado por el modelo dinámico de **Humphreys** (16,2%).

² En septiembre de 2013 **Humphreys** estimó que era necesario verificar la validez de la información extra-contable que presentaba Asicom. Si bien los estados financieros del patrimonio separado permitían llevar a cabo un análisis con estándares adecuado, el criterio conservador de la clasificadora llevó a calificar la tendencia de la clasificación "En Observación".

³ Además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys** también considera como *default* los activos con mora mayor a 90 días.

Por su parte, los prepagos de la cartera de activos han mostrado un comportamiento coherente con las características de éstos y las condiciones imperantes en el mercado, acumulando, a junio del presente año, el equivalente al 16,2% del saldo insoluto al momento de la fusión.

La clasificación de las series subordinadas se basa en el hecho de que su pago depende del cumplimiento de las series preferentes. Esto significa que absorben prioritariamente las eventuales pérdidas de los flujos producto de prepago y *default* de los activos, reforzando de esta manera la clasificación de riesgo obtenida por las series preferentes, aunque exponiendo a los tenedores de estos títulos subordinados a una alta probabilidad de pérdida de capital y/o interés.

Definición categorías de riesgo

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.

"-": 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 de patrimonio

Recaudación: cobranza ordinaria efectuada

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al periodo comprendido entre julio 2012 y junio 2014, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria – dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados– en torno a las UF 9.620, UF 135 menos que el promedio registrados en los dos años móviles del informe anterior, produciéndose la mayor recaudación en noviembre de 2012 (UF 10.317) y la menor en marzo de 2013 (UF 9.125). Adicionalmente, los ingresos extraordinarios, generados por prepagos voluntarios y liquidación de activos, promediaron UF 1.910. La Ilustración 1 presenta el comportamiento de la recaudación del patrimonio separado.

Recaudación

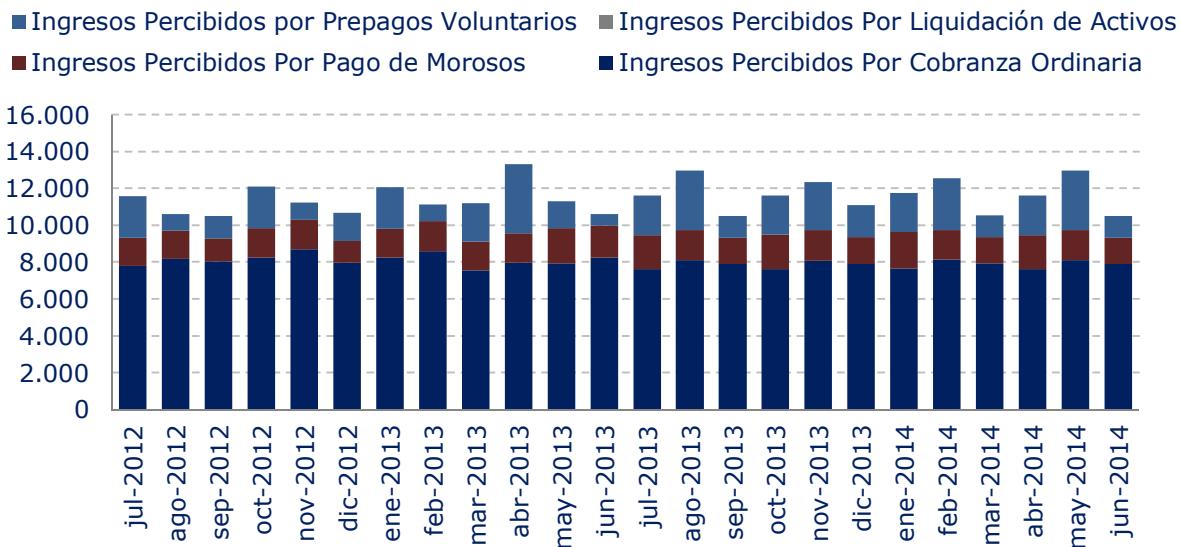


Ilustración 1: Recaudación del patrimonio separado

Morosidad de la cartera de activos

Como se observa en Ilustración 2, la morosidad menor a 60 días se ha mantenido estable cercano al 15,0% hasta mediados del 2012 para luego situarse cercano al 10,0%. Sin embargo, esto ha sido en desmedro de la mora mayor a 60 días, la cual ha aumentado durante los últimos años pero sin sobrepasar el 15,0%. Sin embargo, los atrasos de pago mayores a 90 días, considerados como mora dura por **Humphreys**, se han mantenido oscilante entre 5,0% y 10,0%

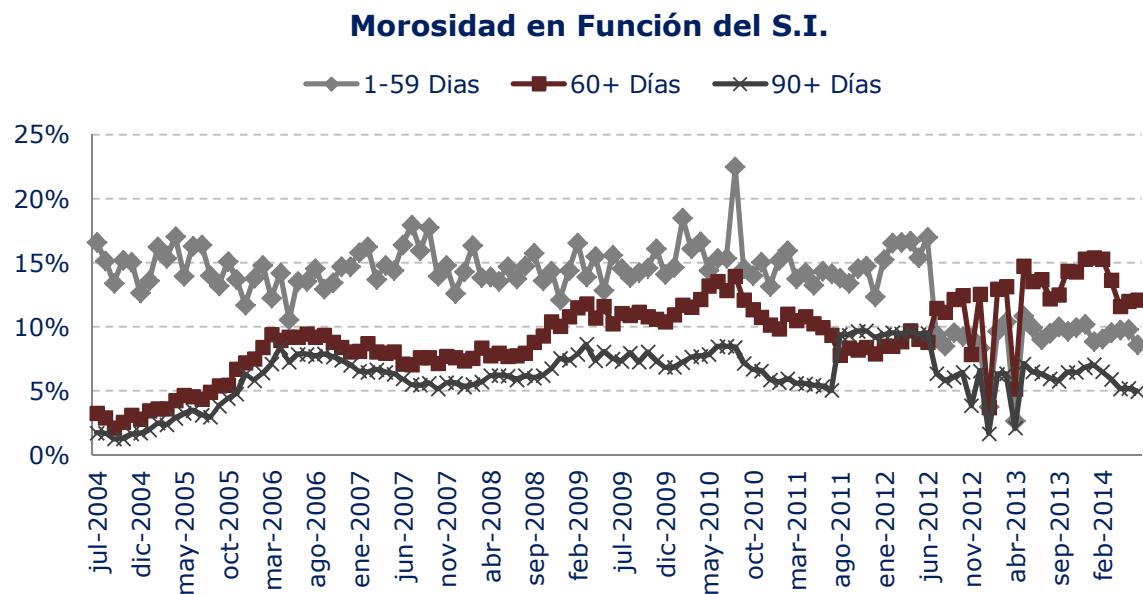


Ilustración 2: Evolución de la morosidad de los activos

Prepagos voluntarios

A junio de 2014, el patrimonio separado había registrado prepagos por un monto equivalente a UF 203.358, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 16,23% del monto de la cartera al momento de la fusión, ubicándose por debajo de los niveles máximos y medio supuestos por **Humphreys** durante la conformación del patrimonio separado.

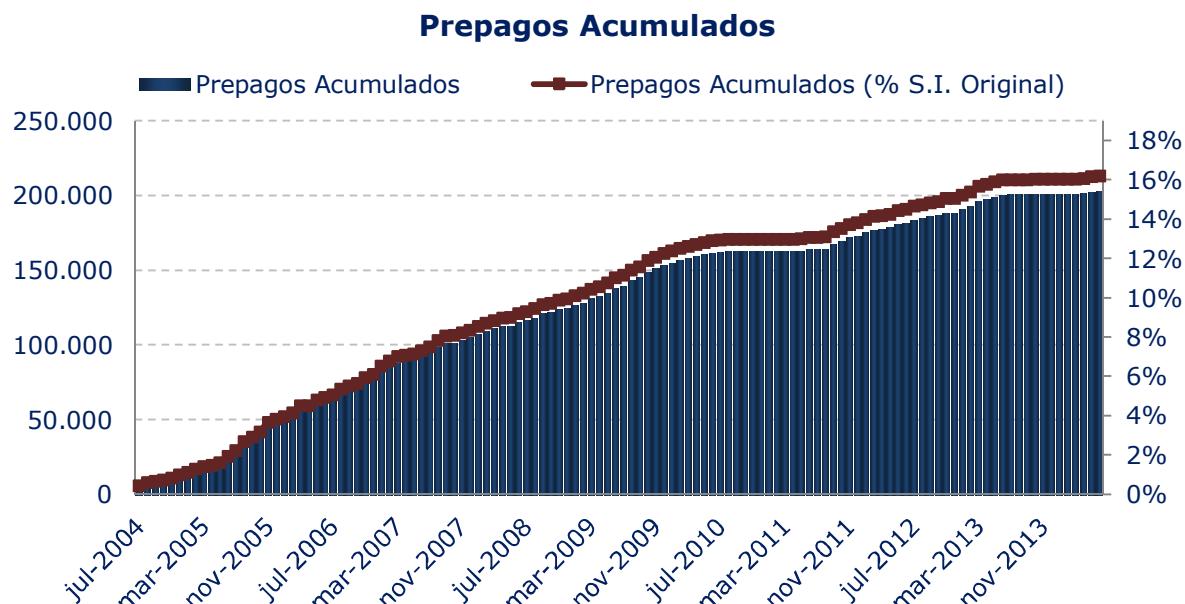


Ilustración 3: Prepagos de activos

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 puede observar el comportamiento de esta variable para los activos que conforman la cartera que respalda el presente patrimonio separado. A junio de 2014, el *default* total de la cartera alcanzaba 22,50% del saldo insoluto al momento de la fusión, situándose por debajo del 25%, mostrando signos de estabilización.

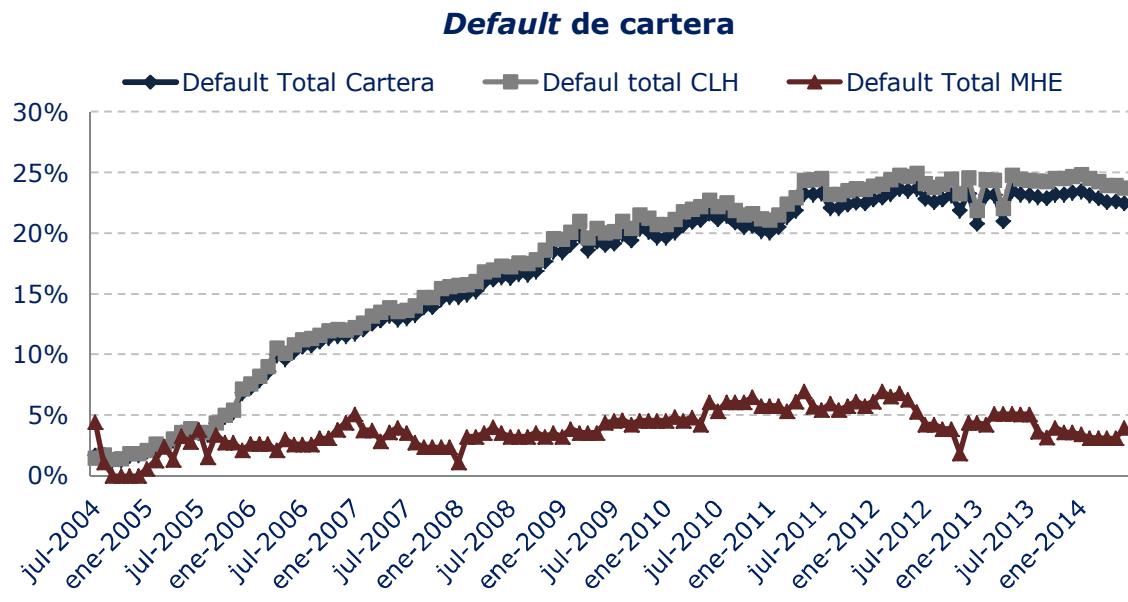


Ilustración 4: Comportamiento del *default* de los activos

Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

	LTV	Valor Prom. Tasación	Tasa de Interes	Seasoning
Jun 14	62,43	UF 708	11,17%	120
Original (Dic 03)	85,55	UF 864	11,38%	11

Antecedentes de los bonos securitzados

En la Ilustración 5 se muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de las series preferentes, desde junio de 2014 hasta el vencimiento de los bonos preferentes. Se muestra también una estimación de la caja que acumularía el patrimonio separado. Los flujos de caja y los saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin prepagos ni *default*, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 4.000. Se evidencia que el valor de los activos sería superior al saldo insoluto de los bonos durante toda la vida del patrimonio separado y que, además, se generaría la caja necesaria para cubrir con bastante holgura las obligaciones emanadas de la emisión de las series preferentes.

SI bono preferente vs activos

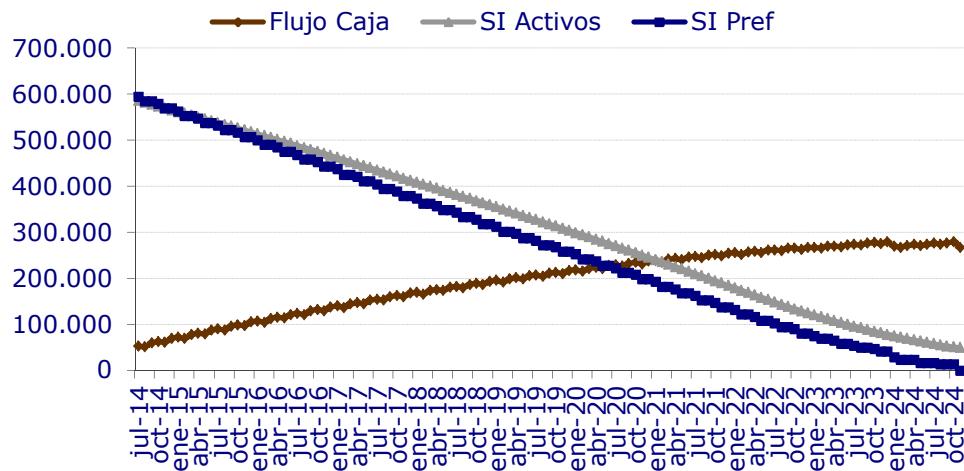


Ilustración 5: Proyección de flujos teóricos

"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."