



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Informe Anual

A n a l i s t a

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

Fax. (56-2) 433 5201

[antonio.velasquez@humphreys.cl](mailto:antonio.velasquez@humphreys.cl)

## Transa Securitizadora S.A.

### Primer Patrimonio Separado

Abril 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

| Categoría de riesgo         |                   |
|-----------------------------|-------------------|
| Tipo de instrumento         | Categoría         |
| <b>Bonos securitizados:</b> |                   |
| Serie B                     | BB-               |
| Tendencia                   | Desfavorable      |
| Estados Financieros         | Diciembre de 2011 |

| Datos básicos de la operación         |                                                |
|---------------------------------------|------------------------------------------------|
| Identificación Patrimonio Separado    | Patrimonio Separado N° 1 (BTRA-1)              |
| Inscripción Registro de Valores       | N° 193, 10 de Diciembre de 1996                |
| Activos de Respaldo                   | Mutuos Hipotecarios Endosables                 |
| Originador                            | MutuoCentro S.A. y Cedycasa S.A.               |
| Administrador primario                | Acfn S.A.                                      |
| Representante Títulos de Deuda        | Banco de Chile                                 |
| Gestión de respaldo de la información | Transa Securitizadora S.A.                     |
| Características de los activos        | Tasa fija, pago mensual, amortización completa |

| Características de las Series de Bonos |             |                             |                            |                 |                      |
|----------------------------------------|-------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------|----------------------|
| Serie                                  | Descripción | Valor nominal original (UF) | Valor nominal actual* (UF) | Tasa de interés | Fecha de vencimiento |
| B                                      | Subordinada | 139.000                     | 100.545                    | 6,3%            | Jul-21               |

\* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2011.

| Resumen Características Cartera Securitizada |                     |           |               |                       |                         |
|----------------------------------------------|---------------------|-----------|---------------|-----------------------|-------------------------|
| Tipo de Activo                               | Saldo insoluto (UF) | # Activos | Tasa promedio | LTV actual * promedio | Valor promedio garantía |
| Mutuos Hipotecarios Endosables               | 53.110              | 166       | 9,79%         | 29,95%                | 1.058                   |

\*Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre de 2011.

El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo de los bonos Serie B en “*Categoría BB-*” se fundamenta en la baja probabilidad que tiene el patrimonio separado -dentro del período de vigencia de los títulos de deuda- de generar los ingresos que son necesarios para cubrir los gastos propios de la estructura financiera y para pagar oportunamente los intereses y amortización de capital a los bonistas. Cabe destacar que **Humphreys** no efectuó la clasificación de los títulos de deuda al inicio de la estructuración del patrimonio separado, siendo su primera clasificación en octubre de 2009. Desde entonces hasta la fecha la clasificación se ha mantenido en “*Categoría BB-*”.

Según datos a diciembre de 2011, el patrimonio separado tiene un disponible de UF 17.399, activos recuperados por UF 994, mutuos hipotecarios como valores negociables por UF 36.419 y mutuos hipotecarios como respaldo por UF 53.110; en tanto, el saldo insoluto (medido como valor par que incluye los intereses devengados a la fecha) de los instrumentos de deuda asciende a UF 100.545.

A pesar de que el nivel de activos del patrimonio separado (incluyendo disponible y saldo insoluto de los mutuos hipotecarios) es ligeramente superior al saldo insoluto de los bonos, el riesgo de incumplimiento de las obligaciones crediticias surge del perfil de flujos de los activos hipotecarios (incluyendo los activos de respaldo y los mutuos que tiene en inversiones). Aproximadamente un 17% de los flujos teóricos generados por los activos se producen con posterioridad al vencimiento del instrumento de deuda.

Dado lo anterior, existe una alta probabilidad de que el patrimonio separado no responda a las obligaciones en los plazos pactados; no obstante, se estima que la pérdida esperada para los tenedores de los bonos, de existir, sería reducida. Como elemento adicional en lo que se refiere a la minimización de las posibles pérdidas, se debe considerar que los mutuos hipotecarios mantienen una rentabilidad del 9,79% anual y que los bonos están afectos a una tasa de interés anual del 6,30%.

Es importante destacar que, según su escritura de emisión, los bonos pueden ser pagados anticipadamente cuando el saldo insoluto de los mismos sea igual o inferior a UF 30.200. Dentro de las distintas posibilidades de este escenario, existe la del pago íntegro del capital adeudado y de los intereses devengados, ello, suponiendo la factibilidad de liquidar los activos remanentes a esa fecha a un valor superior al saldo adeudado.

Adicionalmente, es importante considerar que la cartera de valores negociables que mantiene el patrimonio separado -cuyo saldo insoluto a diciembre de 2011 ascendía a UF 36.419 y cuyos flujos también pueden ser usados para el pago de cupones- muestran una alta morosidad, con el agravante de que casi el 86% de ellos tiene una fecha de término posterior al vencimiento de los bonos, lo que hace aún más evidente el descalce de plazos entre activos y pasivos.

La morosidad que presenta la cartera de mutuos hipotecarios es reducida en relación con la naturaleza de los activos en cuanto al valor inicial de los préstamos, exigencia de la originación y perfil de los deudores.

A la fecha, el nivel de *default*, representado por todos los créditos liquidados y aquellos con mora superior a 90 días representa el 11,18% del saldo insoluto existente al inicio de la transacción. Dada la antigüedad de la cartera (aproximadamente 184 meses para los activos de respaldo), no se esperan cambios significativos en este aspecto. En términos de prepagos, la cartera de activos ha presentado niveles del orden del 28,10% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se considera dentro de los rangos esperados dada las características de los mutuos hipotecarios.

La clasificación de la serie B se ha calificado "*Desfavorable*", puesto que en la medida que disminuye el plazo remanente del bono se reduce la capacidad del administrador para mejorar el calce de los flujos.

Los mutuos hipotecarios que conforman el patrimonio separado han sido originados en su gran mayoría por MutuoCentro S.A. y Credycasa S.A. La administración de los mismos está a cargo de Acfin y Transa.

## Definición Categoría de Riesgo

### 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 capital.

"\_"

Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Perspectivas de la clasificación

#### Desfavorable

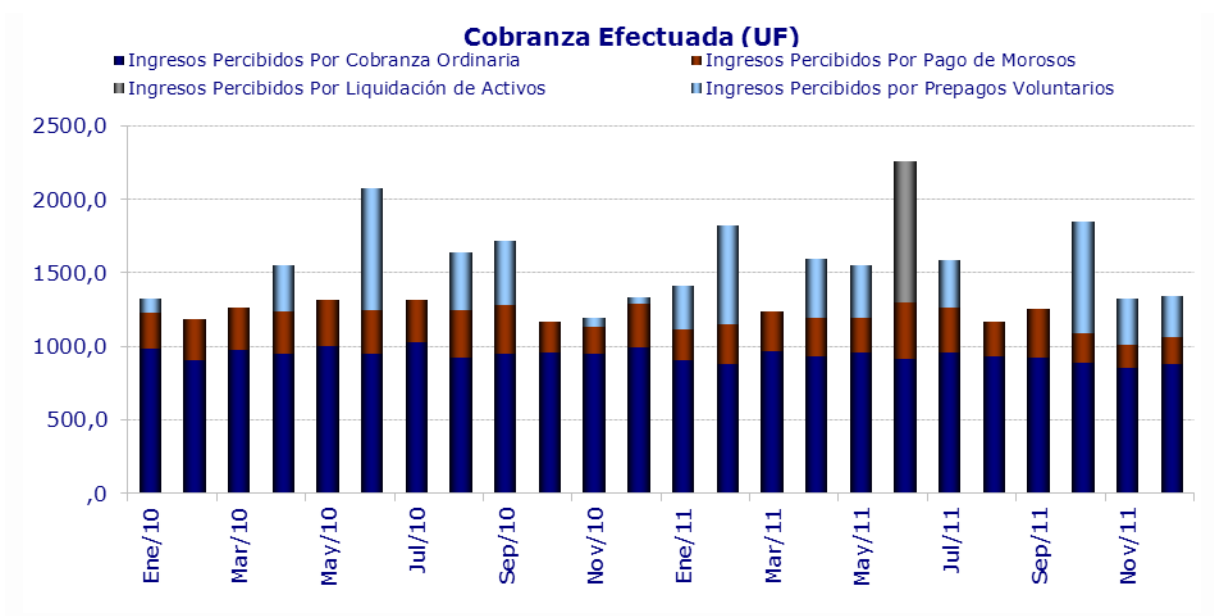
Corresponde a aquella clasificación que podría verse desmejorada como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## Análisis del Patrimonio

### Recaudación de cuentas por cobrar

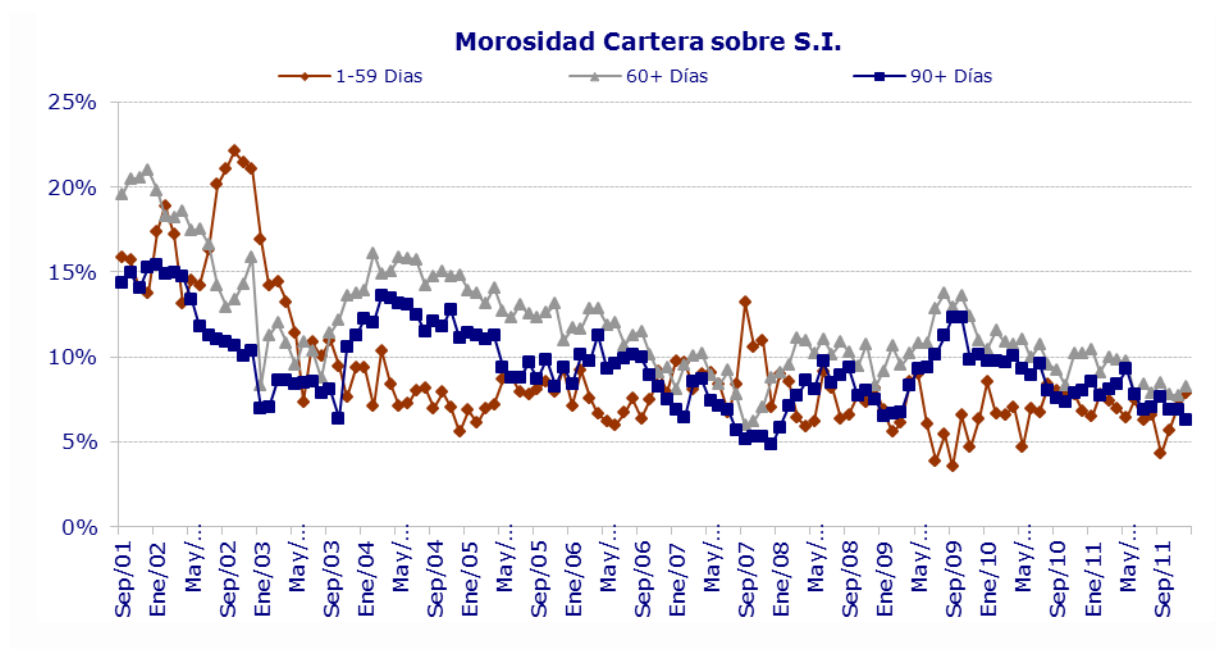
De acuerdo con las cifras de los últimos dos años -entre enero de 2010 y diciembre de 2011- el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria -dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- de UF 1.205, registrándose la mayor recaudación en julio de 2010 (UF 1.314) y

la menor en noviembre de 2011 (UF 1.008). La cobranza ordinaria mostró una desviación estándar aproximada de UF 82. Se debe tener en cuenta que los cupones solo pueden ser pagados con los flujos derivados de la recaudación ordinaria y que los ingresos producto de prepagos y liquidaciones de activos solo pueden ser usados para el prepago de los bonos, la sustitución de activos y la compra de valores negociables.



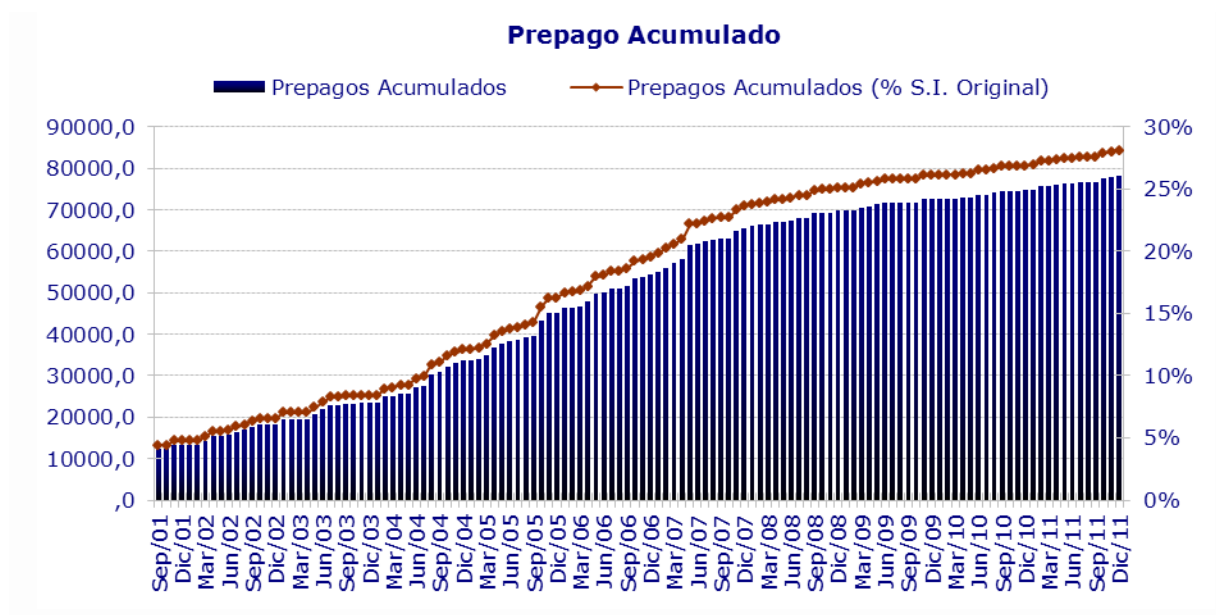
## Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la morosidad superior a 90 días de la cartera mostró una leve tendencia a la baja entre diciembre de 2010 y diciembre de 2011, pasando de 8,04% del saldo insoluto vigente al 6,27%. Cabe señalar que este tramo de mora (mora dura), medida como promedio de doce meses, ha disminuido en el último año, mostrando una mejora respecto a los años anteriores, pero no se acerca a los bajos niveles mostrados en 2007. Durante dicho año la economía presentaba niveles de crecimiento y capacidad de consumo elevadas, lo que se reflejaba en el comportamiento de los créditos hipotecarios. Como consecuencia de la crisis ocurrida a fines de 2008 y comienzos de 2009, las carteras hipotecarias en general -no solo la del patrimonio analizado- se vieron perjudicadas, tendencia que, sin embargo, se ha revertido los dos últimos años. La mora entre uno y 59 días, en tanto, promedió un 6,68% durante el último año.



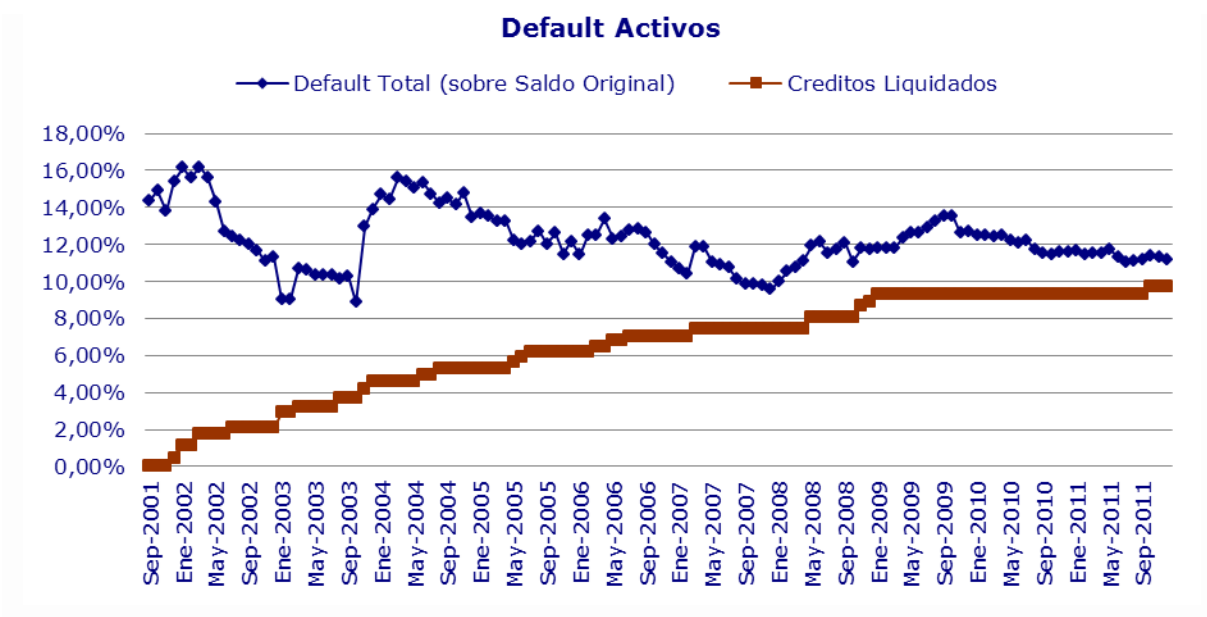
## Prepagos voluntarios

Durante toda la vida del patrimonio ha habido prepagos de activos por un monto equivalente a UF 78.050, considerados tanto los prepagos totales como aquellos parciales, representando el 28,10% del saldo original de la cartera. Los prepagos de la cartera se encuentran en niveles esperados dadas las características de los activos subyacentes. Cabe señalar que en el presente patrimonio se han realizado sustituciones de activos en los años 2001 y 2003, lo que aminora la pérdida de sobrecolateral generado por el pago anticipado de los activos.



## Default

Además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys**, dado su criterio conservador, considera *default* aquellos activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. El *default* de la cartera, a diciembre de 2011, representaba un 11,18% del saldo insoluto original, en tanto que los activos liquidados se han mantenido en 9,75% desde junio de 2011.

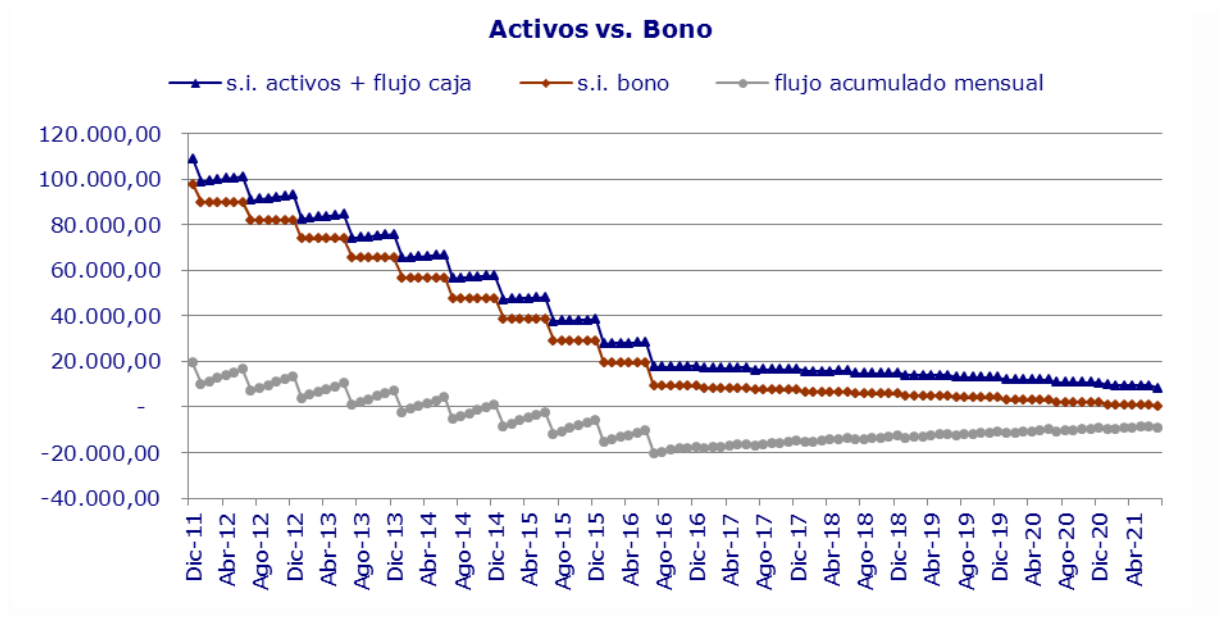


## Otros activos (inversiones)

El patrimonio tiene la posibilidad de invertir sus excedentes de caja en mutuos hipotecarios. A la fecha de análisis, éste cuenta en el ítem valores negociables con 77 mutuos con un saldo insoluto de UF 36.416, a una tasa de interés promedio de 8,99% y un LTV promedio de 59,64%. La antigüedad promedio de la cartera llega a los 68 meses y, a diciembre de 2011, la mora mayor a 90 días alcanzaba a 17,42%, muy por encima de la mora mostrada por la cartera securitizada.

## Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra las proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo valores negociables, activos recuperados y el monto acumulado en caja; el saldo insoluto del bono y el flujo de caja acumulado mensual proyectado para toda la vida de los bonos. Estas proyecciones son hechas suponiendo condiciones ideales, sin prepagos ni *default*, y que el patrimonio incurre en gastos por UF 2.000 al año.



Se puede apreciar que, si bien el saldo insoluto de los activos es mayor al saldo insoluto de los bonos durante lo que resta de la vida del patrimonio, por efecto del descalce entre los flujos de los activos y los pasivos, se registrarían déficits de caja a partir de 2014. Sin embargo, una buena administración de las inversiones

acompañada por prepago de bonos cuando existan excedentes, y la eventual factibilidad de liquidar los activos remanentes, podría generar una mayor holgura en el patrimonio separado.

*"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."*