



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

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

Transa Securitizadora S.A.

Primer Patrimonio Separado

Abril 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie B	BB-
Tendencia	Estable ¹
Estados Financieros	Diciembre de 2012

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	Acfin 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	84.466	6,3%	Jul-21

* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2012.

Resumen características cartera securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Mutuos Hipotecarios Endosables	42.091	155	9,80%	24,42%	1.045

*Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha a diciembre de 2012.

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

¹ Tendencia anterior: Desfavorable.

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-*”.

La tendencia de clasificación se modifica de “Desfavorable” a “Estable” debido al incremento de los niveles de sobrecolateralización del patrimonio separado durante los últimos dos años y a que, de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, si bien se podrían producir déficits de caja a partir de 2014, el patrimonio sería capaz de cubrirlos mediante una adecuada administración de las inversiones, lo que incluiría la venta de los mutuos hipotecarios que tiene en su cartera de activos en inversión. A diciembre de 2012, el valor de los activos -saldo insoluto de los créditos vigentes, más los activos en inversión, los fondos disponibles y los activos recuperados valorizados a saldo insoluto- representaba el 110,14% del valor par de la serie B. A diciembre de 2011, este *ratio* se encontraba en 106,41%, en tanto que al cierre de 2010, llegaba a 103,75%.

Con todo, y 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, existe un riesgo no menor de incumplimiento de las obligaciones crediticias debido al descalce entre los flujos de los activos hipotecarios (incluyendo los activos de respaldo y los mutuos que tiene en inversiones) y las obligaciones del patrimonio separado. Aproximadamente un 17% de los flujos teóricos generados por los activos se producen con posterioridad al vencimiento del instrumento de deuda.

Es importante, asimismo, 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 mutuos en inversión que mantiene el patrimonio separado -cuyo saldo insoluto a diciembre de 2012 ascendía a UF 34.050 y cuyos flujos también pueden ser usados para el pago de cupones- muestran una alta morosidad, en relación con la cartera securitizada, con el agravante de que más del 80% 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.

Según información a diciembre de 2012, el nivel de *default*, que incluye todos los créditos liquidados y aquellos con mora superior a 90 días representaba el 10,93% 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 había acumulado un monto equivalente al 29,05% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se considera ligeramente superior a los niveles esperados dada las características de los mutuos hipotecarios.

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

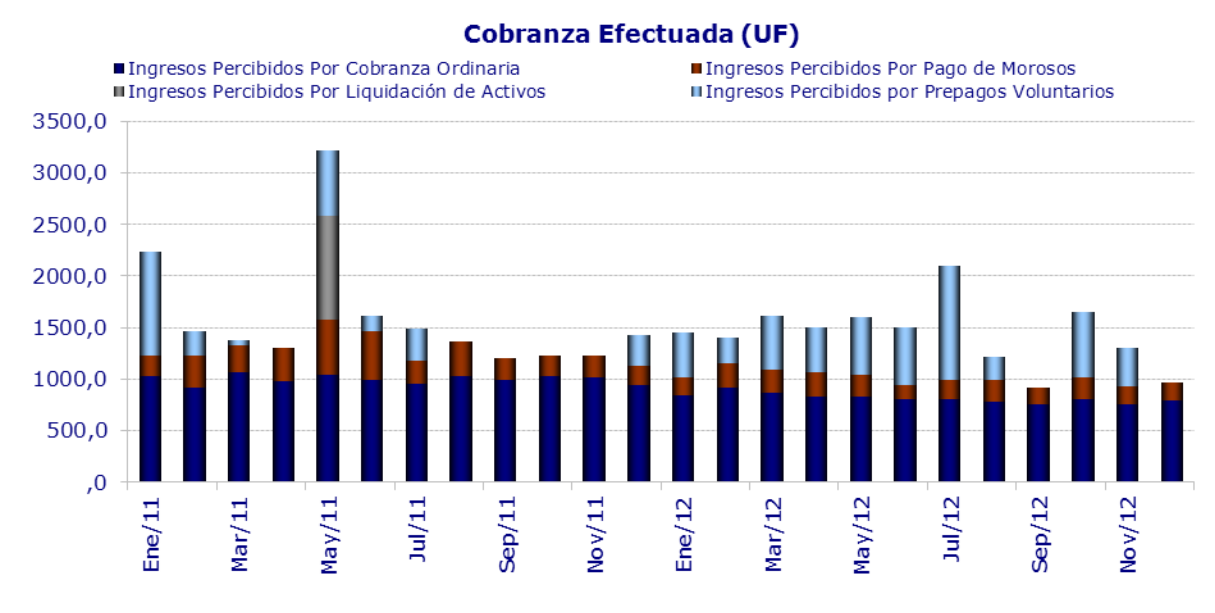
Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso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

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

Análisis del patrimonio

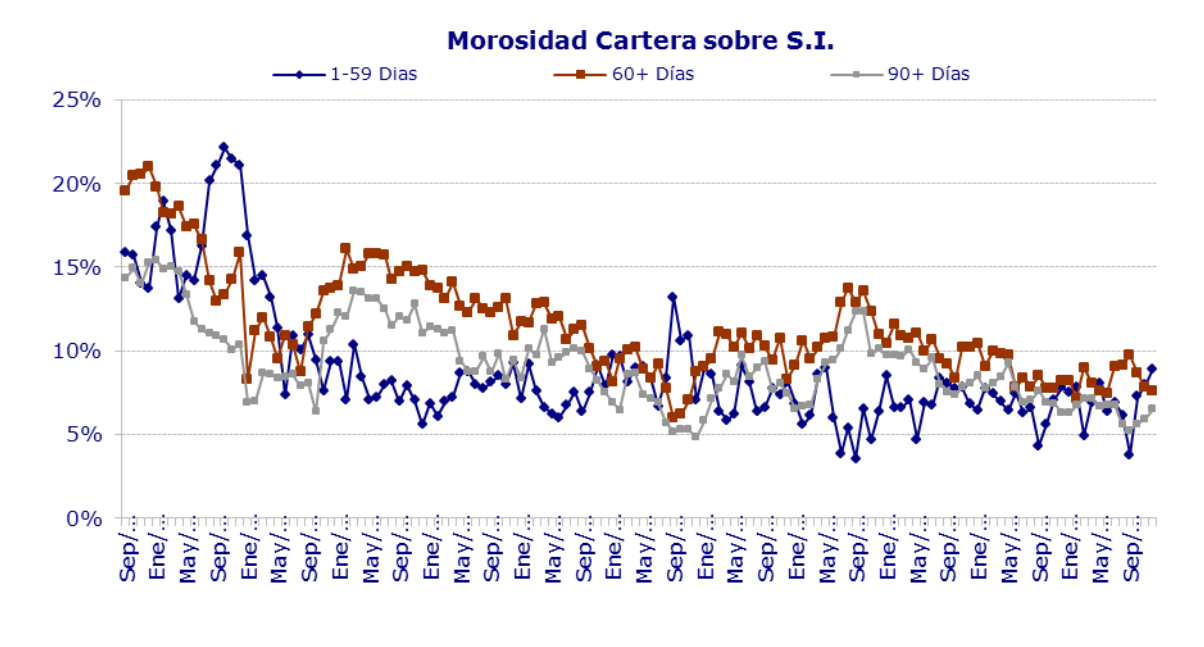
Recaudación de cuentas por cobrar

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años -entre enero de 2011 y diciembre de 2012- el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria -dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- por UF 1.090, registrándose la mayor recaudación en junio de 2011 (UF 1.295) y la menor en noviembre de 2012 (UF 935). En el mismo período, los ingresos extraordinarios, producto de prepagos voluntarios y liquidaciones de activos, promediaron UF 291.



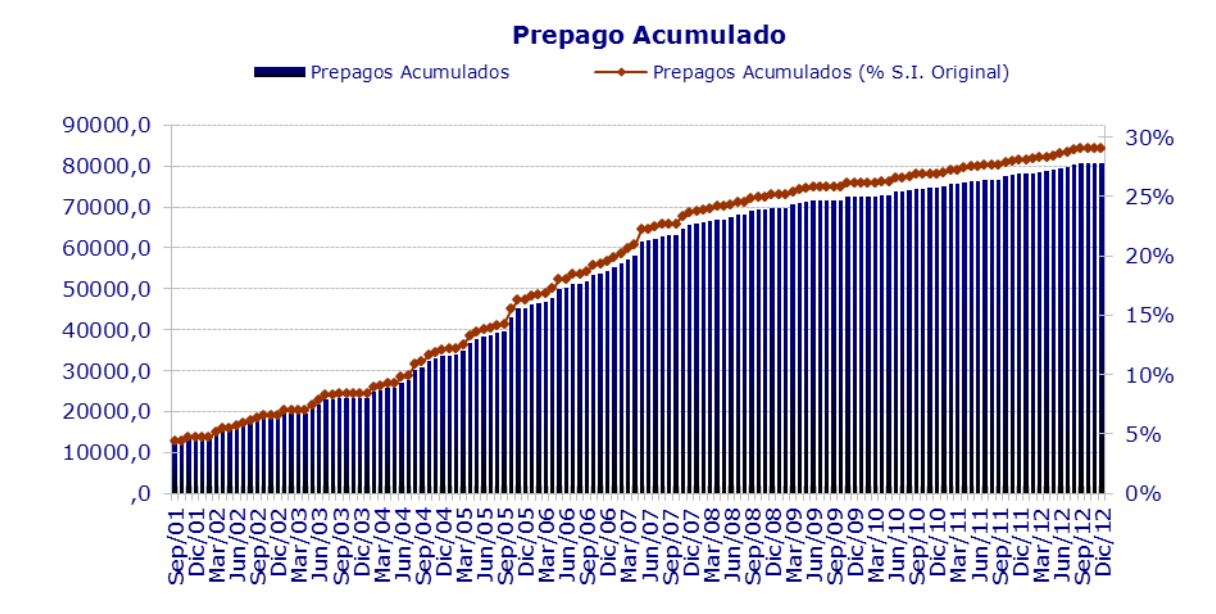
Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la mora superior a 90 días, considerada dura por **Humphreys**, muestra una tendencia a la baja a partir de la segunda mitad de 2009, llegando, a diciembre de 2012, a representar un 6,52% del saldo insoluto vigente de la cartera. La mora mayor a 60 días, por su parte, mostró una tendencia similar y cerró 2012 con un nivel de 7,57%. Cabe señalar que la mora dura, medida como promedio de doce meses, ha disminuido en el último año, mostrando una mejora respecto a los años anteriores, pero aún está por encima de los niveles más bajos mostrados en 2007.



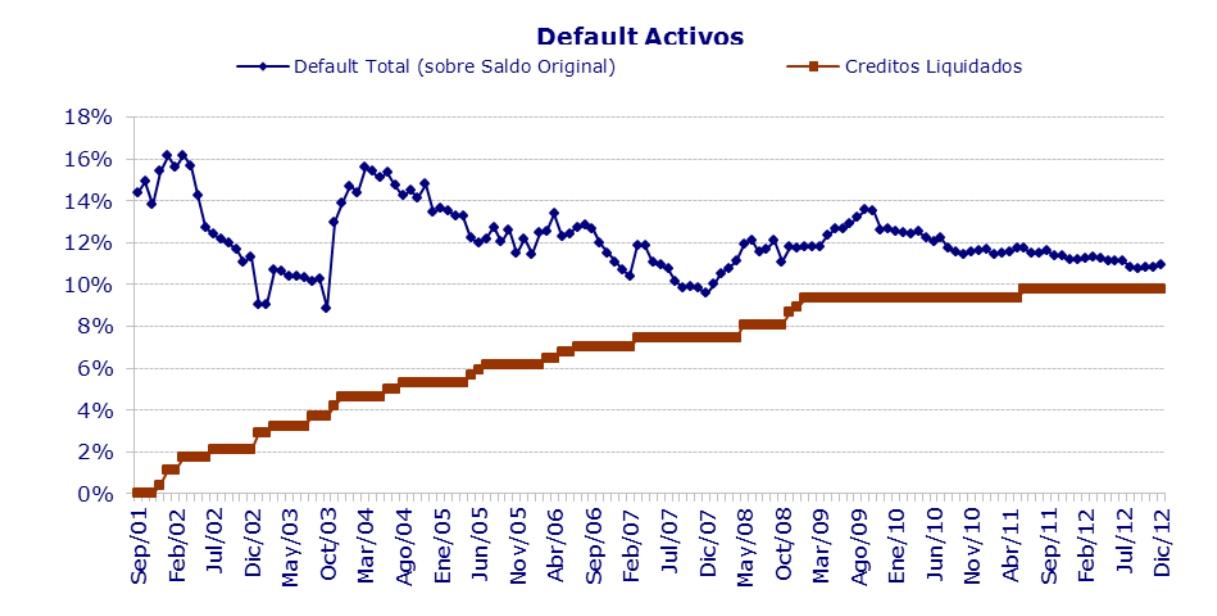
Prepagos voluntarios

Durante toda la vida del patrimonio los prepagos de activos han acumulado UF 80.686, considerando tanto los prepagos totales como aquellos parciales, equivalentes al 29,05% del saldo original de la cartera. Los prepagos de la cartera se encuentran en niveles ligeramente superiores a los esperados dadas la antigüedad y 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, y posteriormente se fueron comprando mutuos hipotecarios en calidad de inversión, cuyos flujos también pueden ser utilizados para el pago de las obligaciones del patrimonio. Ambas medidas aminoran 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 también en *default* aquellos activos con una morosidad mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. A diciembre de 2012, el *default* de la cartera representaba un 10,93% del saldo insoluto original, en tanto que los activos liquidados se han mantenido en 9,75% desde junio de 2011, fecha de última liquidación. Durante los últimos tres años, el *default* se ha mantenido en niveles cercanos al 10% y, dada la antigüedad de la cartera, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador.

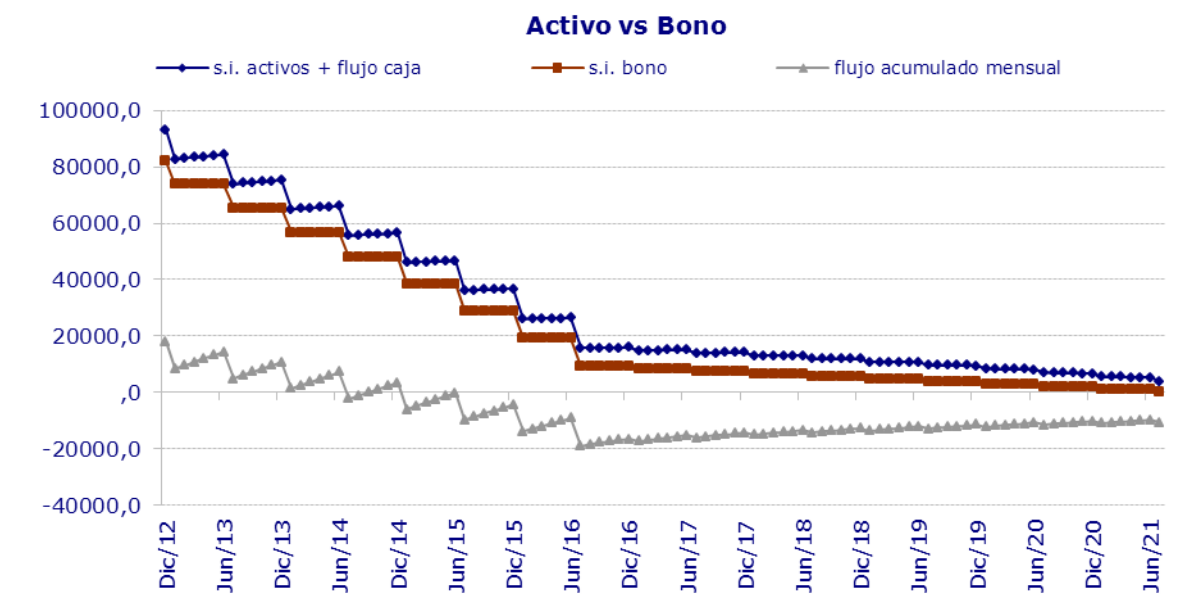


Otros activos (inversiones)

El patrimonio tiene la posibilidad de invertir sus excedentes de caja en mutuos hipotecarios. A la fecha de análisis, diciembre de 2012, éste contaba en el ítem valores negociables con 75 mutuos con un saldo insoluto de UF 34.050, a una tasa de interés promedio de 9,07% y un LTV promedio de 49,48%. La antigüedad promedio de la cartera llega a los 38 meses y presenta una mora mayor a 90 días alcanzaba cercana al 20%, 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 activos en inversión, activos recuperados y el monto acumulado en caja y el saldo insoluto del bono desde diciembre de 2012 hasta el vencimiento de los bonos. Se muestra también una estimación de la caja disponible para el mismo lapso. Los flujos de caja y los saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin considerar prepagos ni default, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 2.000 al año. Se evidencia que el patrimonio separado mantendría niveles de sobrecolateralización superiores al 100% durante toda la vigencia de los bonos, no obstante podrían surgir déficits de caja a partir de 2014 los que, sin embargo, pueden ser suplidos mediante la venta de los mutuos hipotecarios en inversión. Adicionalmente es importante destacar que los bonos pueden ser pagados anticipadamente cuando el saldo insoluto de los mismos sea igual o inferior a UF 30.200 lo cual, sin embargo, dependería de la factibilidad de liquidar los activos securitizados.



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.”