



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista
Antonio Velásquez Herrera
Tel. (56-2) 433 5200
Fax. (56-2) 433 5201
antonio.velasquez@humphreys.cl

Transa Securitizadora S.A.

Segundo Patrimonio Separado

A b r i l 2 0 1 2

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	B-
Tendencia	Desfavorable
Estados Financieros	Diciembre de 2011

Datos básicos de la operación	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 2 (BTRA-2)
Inscripción Registro de Valores	N° 199, 30 de Mayo de 1997
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	143.000	107.898	6,3%	Ene-22

* 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	51.658	198	9,77%	26,56%	1.023

*Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos al 31 de 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 en "Categoría B-" se fundamenta en la reducida capacidad que tiene el patrimonio separado -dentro del período de vigencia de los títulos de deuda- para generar los ingresos necesarios para cubrir los gastos propios de la estructura financiera y para pagar oportunamente los intereses y amortización de capital a los bonistas. De acuerdo a las estimaciones hechas por **Humphreys**, los flujos esperados para los activos que conforman el patrimonio separado son insuficientes para cumplir con las obligaciones emanadas por la emisión del bono. Esto implica que, aunque se busque optimizar la administración del patrimonio separado, existe una muy baja probabilidad de que el título de deuda sea pagado dentro de los plazos estipulados en la escritura de emisión de los bonos. Cabe destacar que **Humphreys** no efectuó la clasificación de los títulos de deuda al inicio de la estructuración del patrimonio separado, en 1997, siendo su primera clasificación en octubre de 2009 cuando asignó "Categoría B+" a los instrumentos de deuda.

Si bien el valor de los activos del patrimonio separado es muy cercano al saldo insoluto de los bonos (95,61%) y la operación se beneficia por el diferencial de tasas entre los activos hipotecarios y los títulos de deuda (9,8% y 6,3% anual, respectivamente), la insuficiencia de los flujos se produce porque parte de los ingresos (alrededor del 6,7%) se genera con posterioridad a la fecha de vencimiento de los bonos (descalce de flujos); ello, pese a que los mutuos hipotecarios de respaldo (no los que tienen el carácter de valores negociables) han tenido un comportamiento dentro de los parámetros previsibles. Además, es necesario considerar que el grado de sobrecolateralización del patrimonio separado ha mostrado una tendencia decreciente durante los últimos dos años.

Si bien -además de la cartera securitizada- el patrimonio separado cuenta con activos hipotecarios en carácter de inversión (UF 26.620), los que podrían ser enajenados en el mercado secundario, su valor de venta dependerá de las condiciones de mercado en dicho momento en términos de tasa de interés, y podría verse afectado por la baja calidad de la cartera (mora mayor a 90 días de 36,5%). Por ello, en opinión de **Humphreys**, dada la estructura actual del patrimonio separado, es baja la flexibilidad que tiene la sociedad securitizadora para adecuar el flujo de los activos al perfil de pago de los bonos.

A la fecha de los últimos estados financieros, el nivel de *default* de los activos de respaldo, representado por todos los créditos liquidados y con mora superior a 90 días, equivalían al 5,21% del saldo insoluto existente al inicio de la transacción. Dada la antigüedad de la cartera -aproximadamente 177 meses para los activos de respaldo- no se esperan cambios significativos en este aspecto.

En términos de prepagos, a diciembre de 2011 el patrimonio separado presentaba niveles del orden del 34,31% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se considera elevada en relación a otros patrimonios de similar antigüedad.

La tendencia de la serie B se ha calificado en “*Desfavorable*” debido al deterioro del grado de sobrecolateralización de los bonos, a la exacerbación del descalce entre los flujos asociados a los activos y los pasivos y a que el patrimonio cuenta con menos tiempo para capturar el diferencial de tasas entre activos y pasivos.

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 B

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

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

Perspectivas de la clasificación

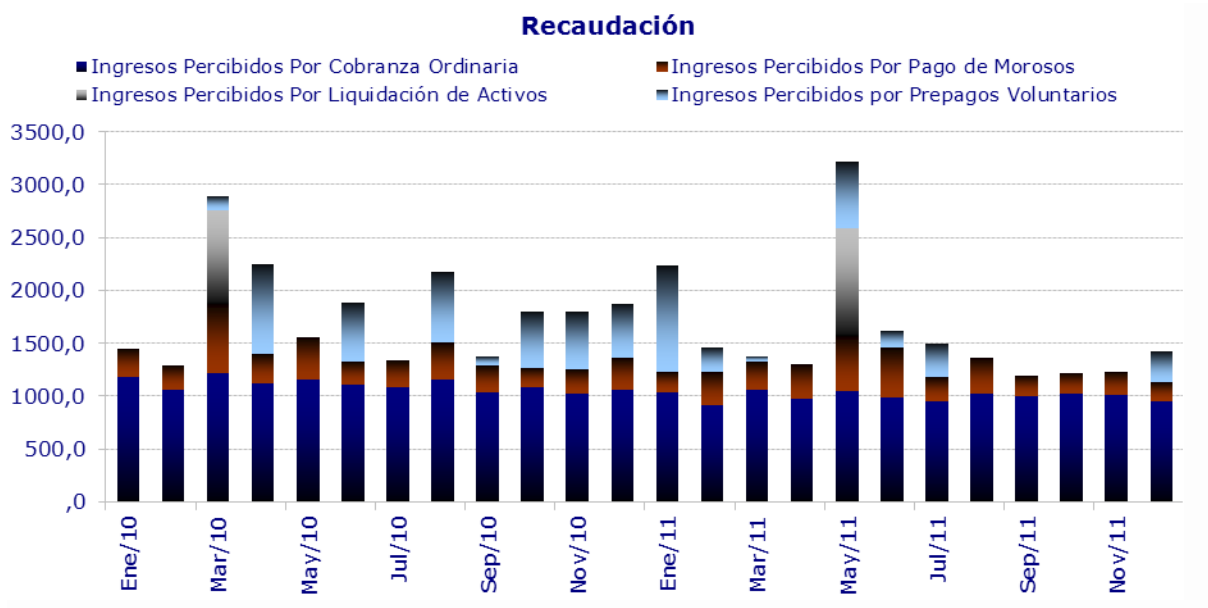
Desfavorable

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

Análisis del Patrimonio

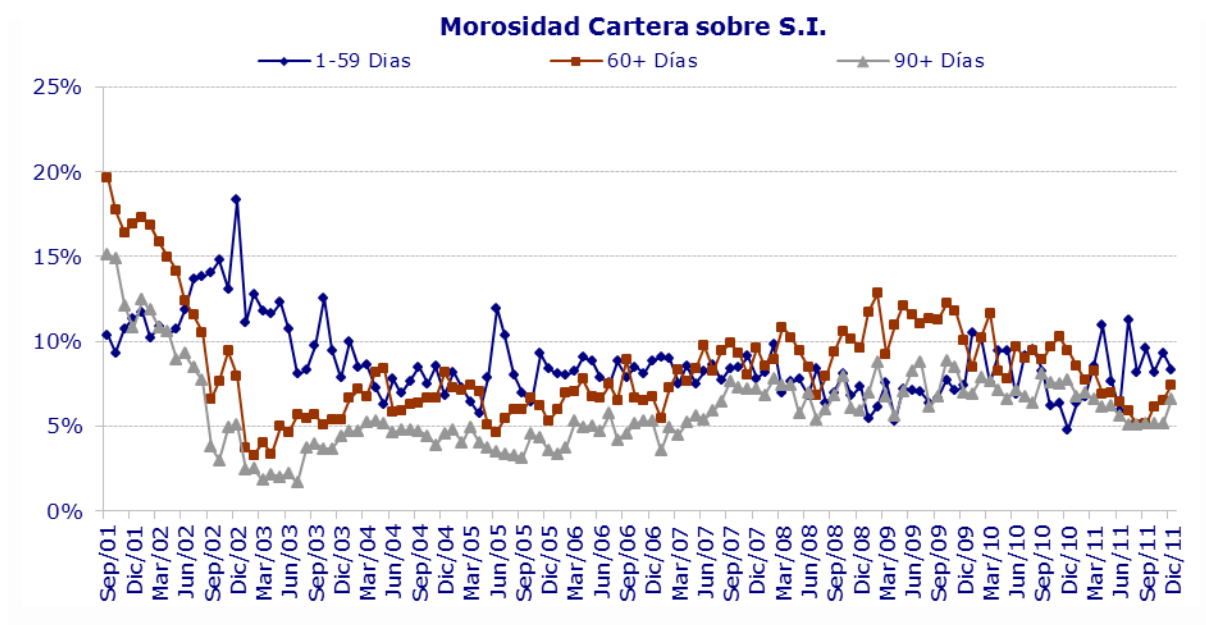
Recaudación de cuentas por cobrar

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- en torno a las UF 1.347, registrándose la mayor recaudación en marzo de 2010 (UF 1.869) y la menor en diciembre de 2011 (UF 1.132); a su vez, la desviación estándar de esta variable fue de aproximadamente UF 161. Se debe tener en cuenta que los cupones sólo pueden ser pagados con los flujos derivados de la recaudación ordinaria y que los ingresos producto de prepagos y liquidaciones de activos únicamente pueden ser usados para el prepagado de los bonos, la sustitución de activos y la compra de valores negociables.



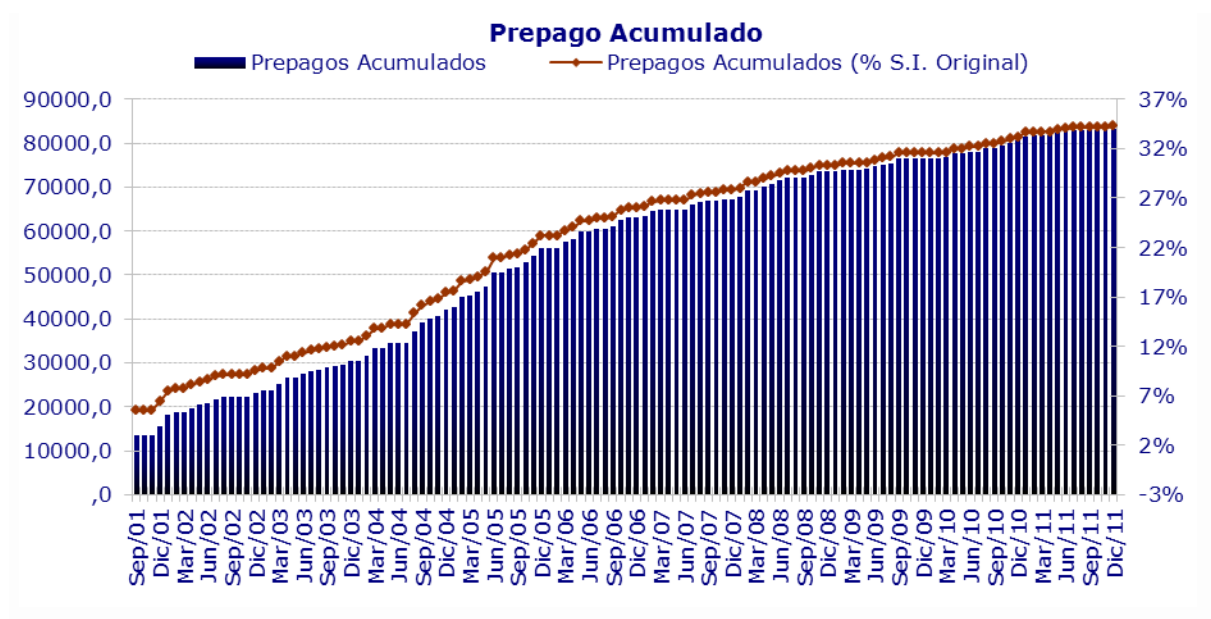
Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la cartera presenta una alta variabilidad en la morosidad. A diciembre de 2011 la mora sobre 90 días (considerada como mora dura por **Humphreys**) alcanzaba el 6,61% del saldo insoluto vigente; por su parte, la morosidad entre uno y 59 días llegaba a 8,34%, mientras que la morosidad total de la cartera alcanzaba a 15,77%. El siguiente gráfico muestra el comportamiento de estos indicadores desde el inicio del patrimonio separado:



Prepagos voluntarios

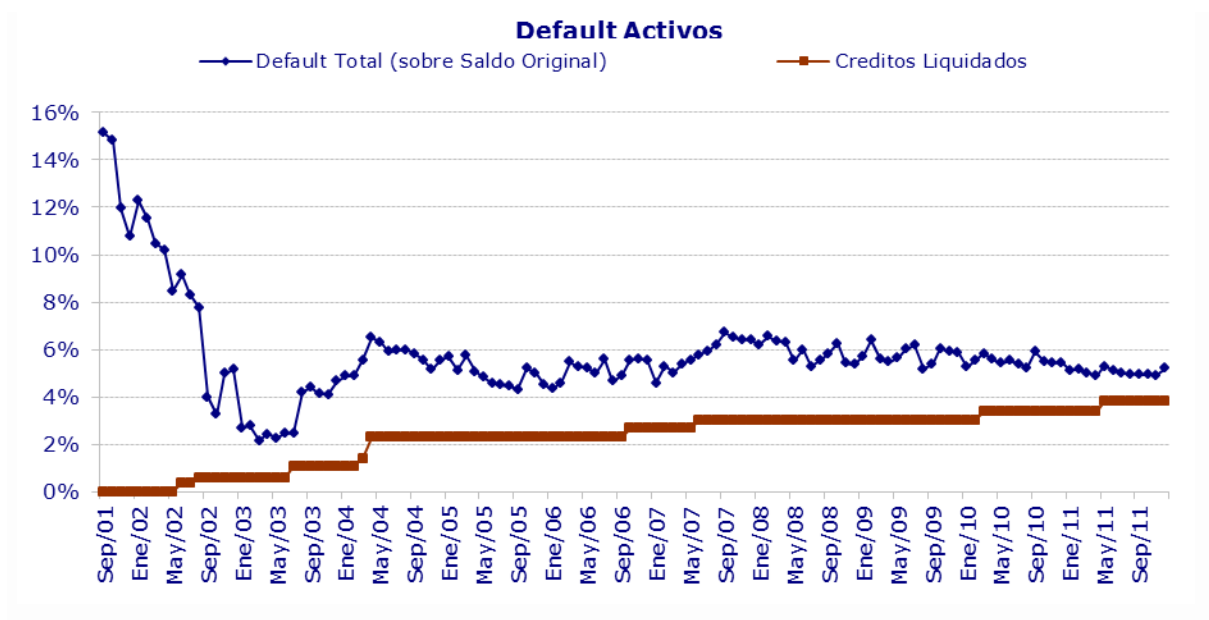
Durante toda la vida del patrimonio separado se han producido prepagos de activos por un monto equivalente a UF 83.164, considerados tanto aquellos totales como los parciales, representando el 34,31% del saldo original de la cartera. Los prepagos de la cartera son elevados en relación a otros patrimonios de similar *seasoning*, lo cual repercute negativamente sobre la capacidad de pago del patrimonio, ya que cada prepago disminuye el spread que se recauda a través de la operación.



Cabe señalar que en el presente patrimonio se han realizado sustituciones de activos los años 2001, 2002 y 2004, lo que aminora la pérdida de sobrecolateral generado por el pago anticipado de los activos; no obstante, el proceso de sustitución implicó un descalce entre el flujo de los activos hipotecarios y el flujo de los títulos de deuda.

Default

Además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys**, dado su criterio conservador, considera *default* aquellos activos con mora mayor a tres cuotas, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. A la fecha de análisis, el *default* alcanzaba un 5,21% del saldo insoluto original, en tanto que los activos liquidados se han mantenido en 3,8% desde mayo de 2011.

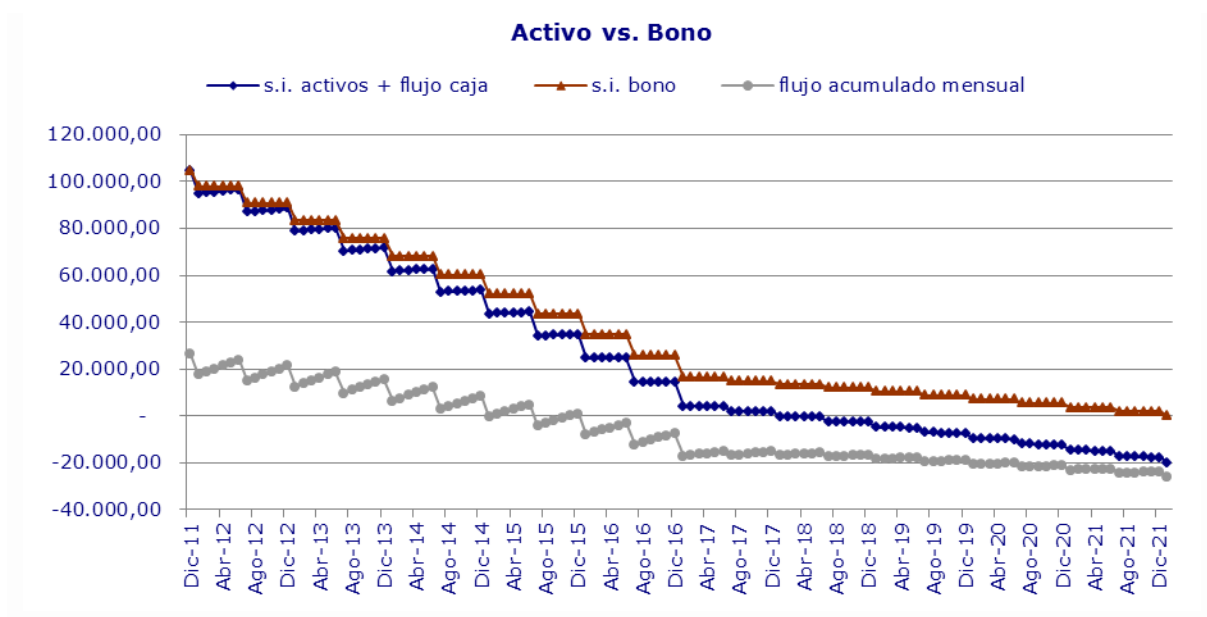


Otros activos (inversiones)

El patrimonio tiene la posibilidad de invertir sus excedentes de caja en mutuos hipotecarios. A la fecha del análisis cuenta, en el ítem valores negociables, con 59 mutuos, cuyo saldo insoluto alcanza a UF 26.620, a una tasa de interés promedio de 9,28% y un LTV (relación deuda sobre garantía) promedio de 54,43%. La antigüedad promedio de esta cartera llega a los 119 meses y, a diciembre de 2011, la mora mayor a 90 días alcanzaba el 36,5%, muy por encima de la mora mostrada por la cartera securitizada.

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo valores negociables más el monto acumulado en caja; el saldo insoluto de los bonos y el flujo de caja acumulado desde diciembre de 2011 hasta el vencimiento del bono. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones ideales, sin considerar prepagos ni *default* y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos por UF 2.000 al año. Se puede observar que el saldo insoluto de los activos más el flujo de caja no supera en ningún momento el saldo de los bonos, lo cual se hace más intenso en los últimos periodos. Adicionalmente, el flujo acumulado pasaría a ser negativo a partir de 2015, situación que obligaría al patrimonio separado a enajenar sus activos negociables en el mercado secundario, lo que es una clara muestra de su baja flexibilidad para adecuar el flujo de los activos a sus obligaciones.



"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."