



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

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.

Segundo Patrimonio Separado

A b r i l 2 0 1 3

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°
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	C ¹
Tendencia	Estable ²
Estados Financieros	Diciembre de 2012

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	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	143.000	93.532	6,3%	Ene-22

* 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	37.707	166	9,78%	20,40%	946

*Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles

Datos obtenidos de la cartera de activos al 31 de diciembre de 2012.

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

¹ Clasificación anterior: B-.

² Tendencia anterior: Desfavorable.

Opinión

Fundamento de la clasificación

El cambio de clasificación de los bonos, desde "Categoría B-" a "Categoría C", obedece a que la presente estructura financiera, en particular el exceso de *spread* que debía ser capturado por la operación, se ha visto afectado negativamente debido, fundamentalmente, al elevado nivel de prepagos, y al descalce de flujos entre activos y pasivos, debido a la compra de mutuos hipotecarios en carácter de inversión con vencimientos posteriores al del bono. Como consecuencia, y de acuerdo con las proyecciones de **Humphreys**, el patrimonio separado no contaría con los activos suficientes capaces de generar los ingresos necesarios para cubrir los gastos propios de la estructura y para pagar oportuna y completamente los intereses y amortización de capital a los tenedores de la serie B. Esto implica que, aunque se busque optimizar la administración del patrimonio separado, existe una escasa probabilidad de que el título de deuda sea pagado de acuerdo con las condiciones estipuladas 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, además de la cartera securitizada, el patrimonio separado cuenta con mutuos hipotecarios en carácter de inversión (UF 22.888), 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 35,59%). Por ello, en opinión de **Humphreys**, dada la estructura actual del patrimonio separado, es baja la flexibilidad que tiene la sociedad para cubrir eventuales déficits de caja enajenando estos activos.

A diciembre de 2012, el valor de los activos -saldo insoluto de los créditos vigentes, incluyendo los activos en inversión, los fondos disponibles y los activos recuperados y no liquidados- representaba el 92,98% del monto de los bonos preferentes. A diciembre de 2011, este mismo ratio se encontraba en 95,61% y a diciembre de 2010, en 96,80%, lo que evidencia que el grado de sobrecolateralización del patrimonio separado ha mostrado una tendencia decreciente durante los últimos años y refleja el deterioro en su capacidad de pago.

A la fecha de los últimos estados financieros, diciembre de 2012, el nivel de *default* de los activos de respaldo, representado por los créditos efectivamente liquidados y aquellos con mora superior a 90 días, equivalía al 4,92% del saldo insoluto existente al inicio de la transacción. Dada la antigüedad de la cartera -aproximadamente 188 meses para los activos de respaldo- no se esperan cambios significativos en este aspecto.

En términos de prepagos, a diciembre de 2012, el patrimonio separado presentaba niveles del orden del 36,40% del saldo insoluto original de la cartera, cifra comparativamente elevada en relación a otros patrimonios de similar antigüedad.

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

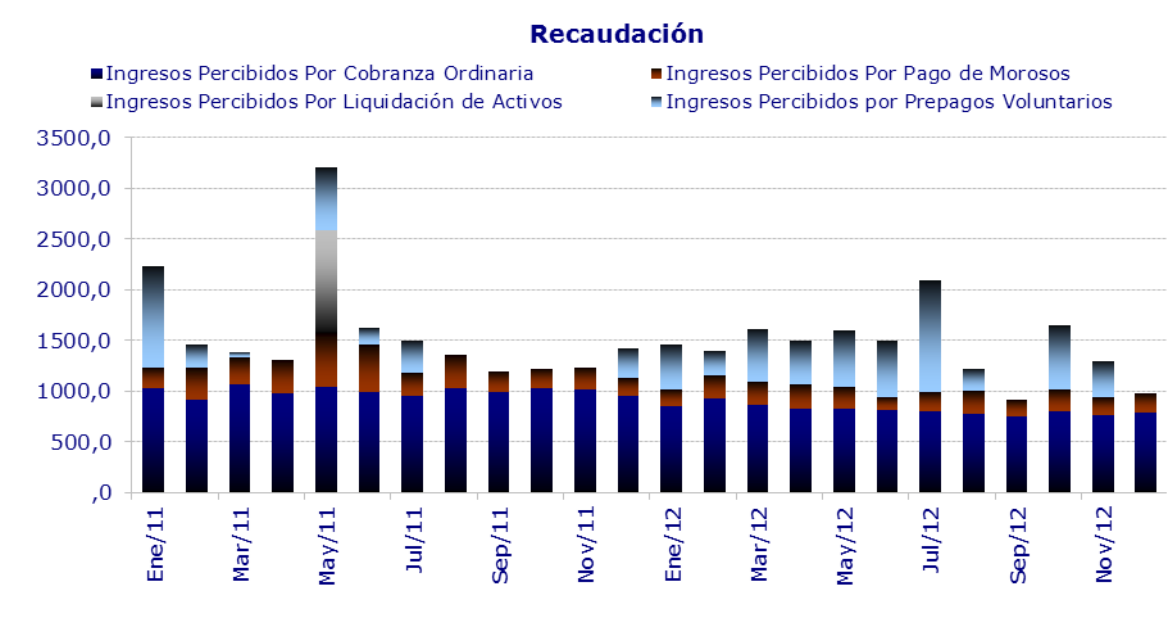
Categoría C

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 del patrimonio

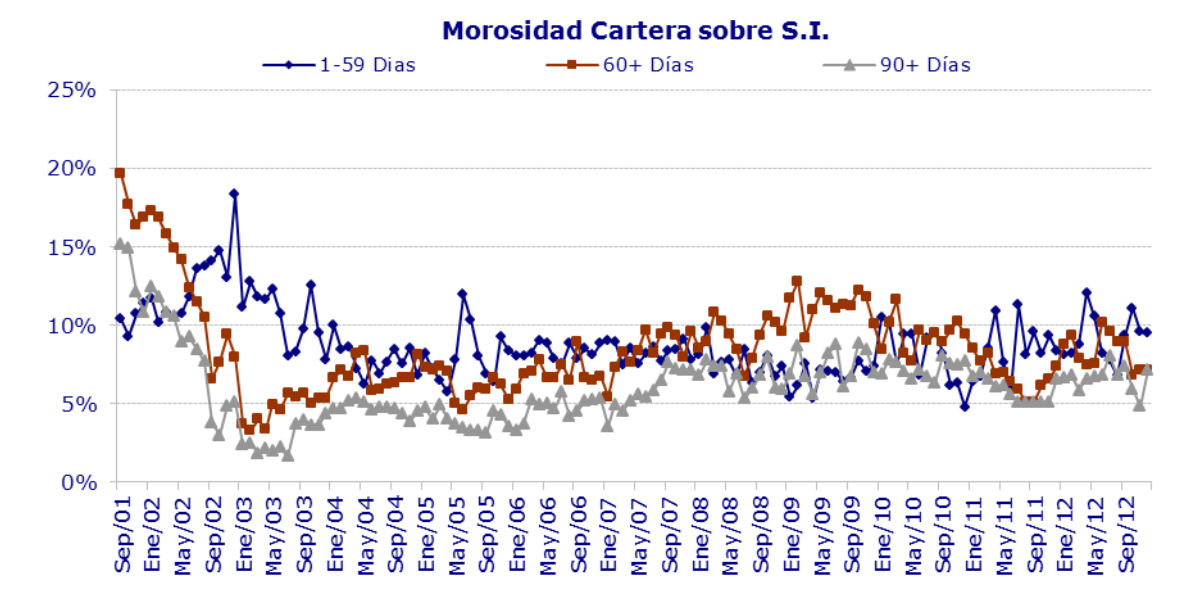
Recaudación de cuentas por cobrar

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- en torno a las UF 1.149, registrándose la mayor recaudación en mayo de 2011 (UF 1.574) y la menor en septiembre de 2012 (UF 918). Adicionalmente, y durante el mismo período, la recaudación extraordinaria, producto de prepagos y liquidaciones de activos, promedió UF 365. El siguiente gráfico muestra el comportamiento de la recaudación de la cartera de respaldo:



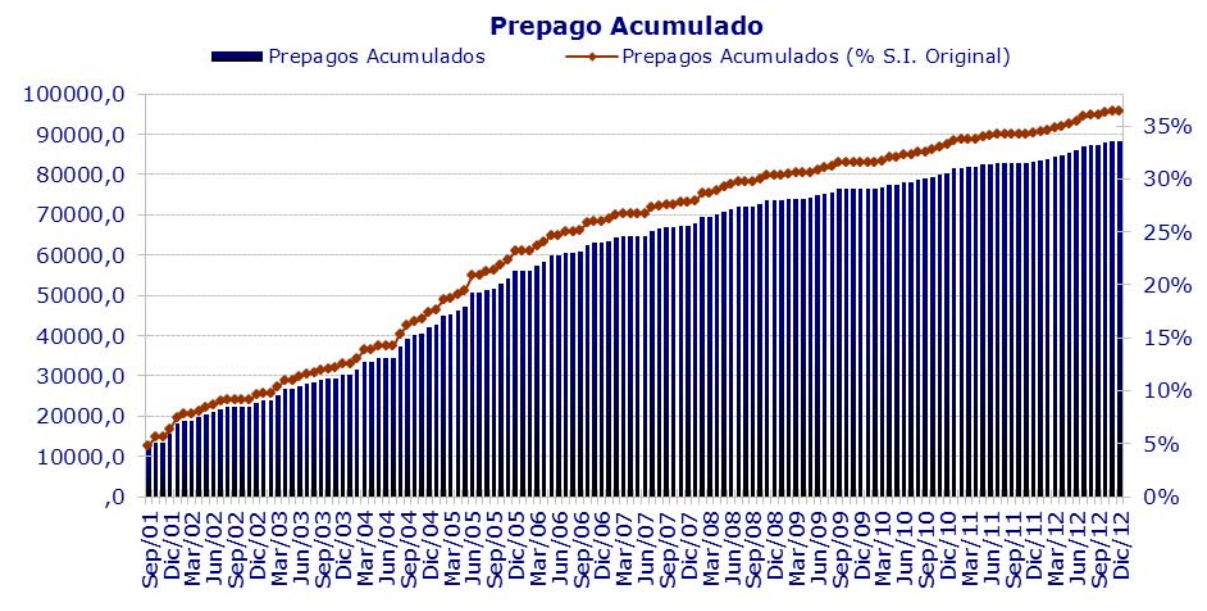
Morosidad de la cartera de activos

El comportamiento de la cartera presenta una alta variabilidad en los diferentes tramos de mora. A diciembre de 2012 la mora sobre 90 días (considerada como mora dura por *Humphreys*) alcanzaba el 7,16% del saldo insoluto vigente, mientras que la morosidad total de la cartera llegaba a 16,67%. El siguiente gráfico muestra el comportamiento de estos indicadores desde el inicio del patrimonio separado:



Prepagos voluntarios

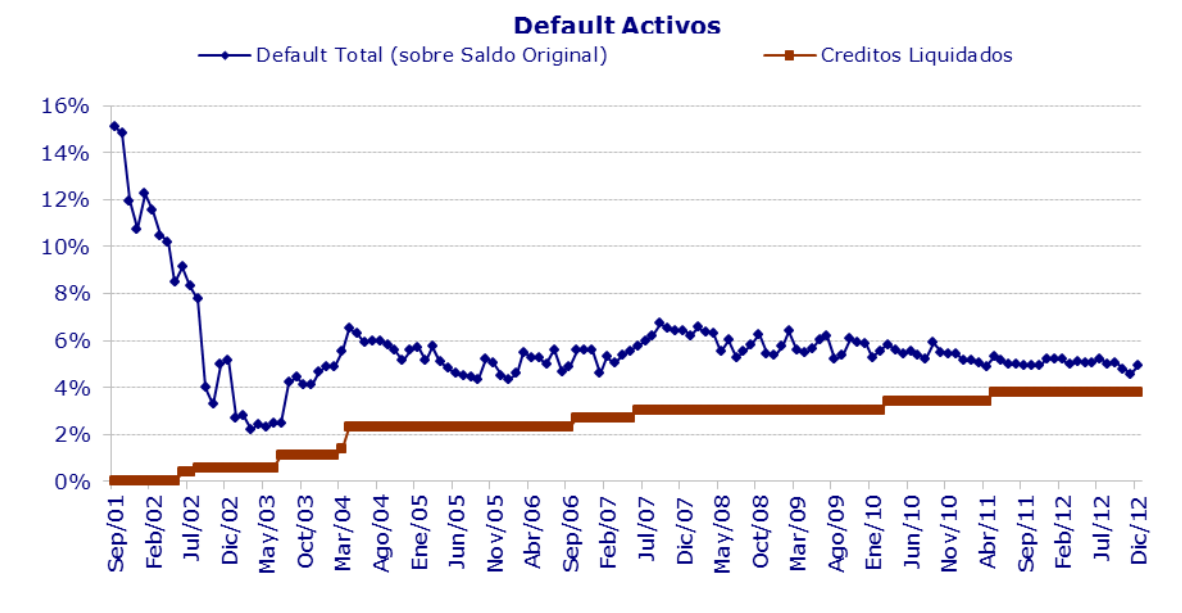
Durante toda la vida del patrimonio separado se han producido prepagos de activos por un monto equivalente a UF 88.231, considerados tanto aquellos totales como los parciales, representando el 36,40% del saldo original de la cartera. Los prepagos de la cartera son elevados en relación a otros patrimonios a similar *seasoning*, lo cual repercute negativamente sobre la capacidad de pago del patrimonio, ya que cada prepago disminuye el sobrecolateral que debería ser generado por la operación y que es necesario para el pago de los títulos de deuda. Este hecho, se refleja en la tendencia decreciente que ha mostrado el indicador de sobrecolateralización del bono serie B que pasó de 95,61% en diciembre de 2011 a 92,98% en diciembre de 2012.



Cabe señalar que, con el fin de aminorar la pérdida de sobrecolateral ocasionada por los prepagos, en el presente patrimonio se han realizado sustituciones de activos los años 2001, 2002 y 2004, y hasta junio de 2009 se adquirieron mutuos hipotecarios en calidad de inversión. Con todo, estas medidas implicaron 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 en *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 4,92% del saldo insoluto original. Dada la antigüedad de la cartera de respaldo, a futuro no se esperan cambios significativos en este indicador. Por su parte, los activos liquidados se han mantenido en 3,80% desde mayo de 2011, fecha de la última liquidación de activos.

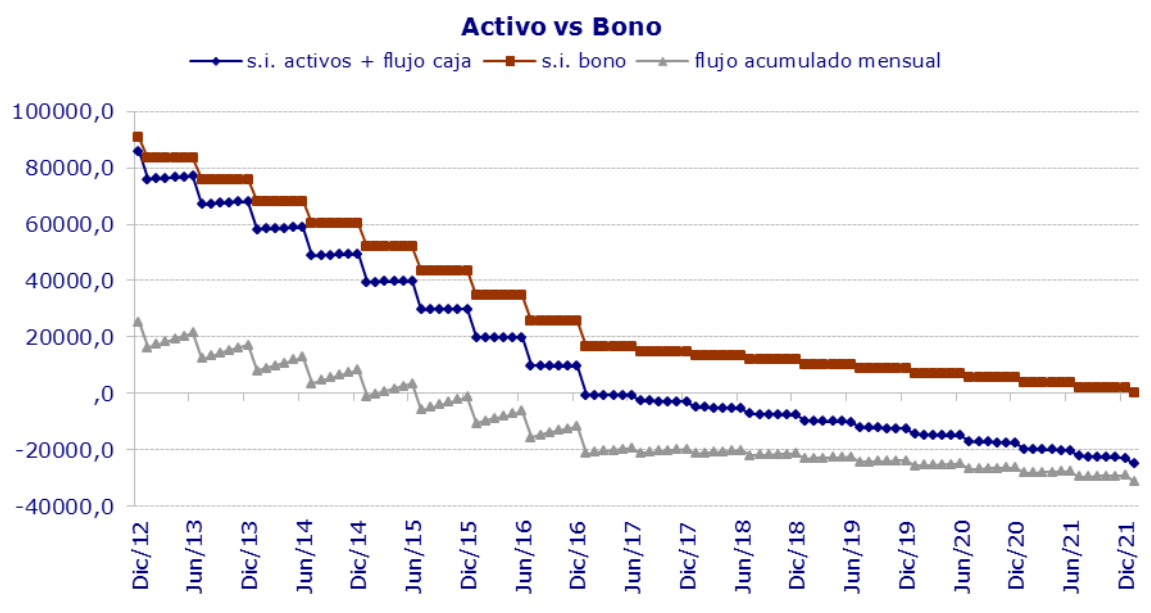


Otros activos (inversiones)

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 55 mutuos, cuyo saldo insoluto alcanza a UF 22.888, a una tasa de interés promedio de 9,32% y un LTV (relación deuda sobre garantía) promedio de 38,81%. La antigüedad promedio de esta cartera llega a los 122 meses y, a diciembre de 2012, la mora mayor a 90 días de esta cartera alcanzaba el 35,59%, muy por encima de la mora mostrada por los activos securitizados.

Antecedentes de los bonos securitizados

El siguiente gráfico muestra proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo activos en inversión más el monto acumulado en caja y los activos recuperados en *stock*; así como el saldo insoluto de la Serie B, 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 saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones teóricas, sin considerar prepagos ni *default* y suponiendo que el patrimonio incurre en gastos de UF 3.000 al año. Se evidencia que el patrimonio separado no tendría los activos suficientes para responder por la totalidad del pago de las obligaciones asociadas a la serie B y que éste podría experimentar déficits de caja a partir de mediados de 2015, situación que le obligaría a enajenar los mutuos que posee en su cartera de inversión.



“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.”