



Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista  
Carolina García  
Tel. (56-2) 433 5200  
carolina.garcia@humphreys.cl

**Transa Securizadora S.A.**

**Tercer Patrimonio Separado**

**Mayo 2013**

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

<b>Categoría de riesgo</b>	
<b>Tipo de instrumento</b>	<b>Categoría</b>
<b>Bonos securitzados:</b>	
Serie B	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros <sup>1</sup>	Marzo de 2013

<b>Datos básicos de la operación</b>	
Identificación Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 3 Btra1-3
Inscripción Registro de Valores	N° 202 10 de marzo de 1998
Activos de Respaldo	Mutuos Hipotecarios Endosables
Originador	MutuoCentro S.A. Credycasa 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 Activos	Tasa fija, pago mensual, amortización completa.

<b>Resumen Características Cartera Securitizada</b>					
<b>Tipo de Activo</b>	<b>Saldo insoluto (UF)</b>	<b># Activos</b>	<b>Tasa promedio</b>	<b>LTV actual * promedio</b>	<b>Valor promedio garantía</b>
Contratos de mutuos hipotecarios	85.414	344	10,20%	27,57%	901
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles					
Datos obtenidos de la cartera de activos al 31 de marzo de 2013.					
El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.					

<b>Características de las Series de Bonos</b>					
<b>Serie</b>	<b>Descripción</b>	<b>Valor nominal original (UF)</b>	<b>Valor nominal actual* (UF)</b>	<b>Tasa de interés</b>	<b>Fecha de vencimiento</b>
B	Subordinada	317.000	129.829	7,4%	Ene-18
* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2013.					

<sup>1</sup> Considera antecedentes de la cartera securitizada provistos por emisor a marzo de 2013.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

La clasificación de riesgo de los bonos en “*Categoría C*” se fundamenta en la escasa capacidad que tiene el patrimonio separado para generar los ingresos que son necesarios para cubrir los gastos propios de la estructura financiera y pagar oportunamente los intereses y amortización de capital a los bonistas. De acuerdo a las estimaciones de **Humphreys**, los flujos esperados de los activos que conforman el patrimonio separado resultarían insuficientes para cumplir con las obligaciones emanadas de la emisión del bono. Esto implica que, aunque se intente optimizar la administración del patrimonio separado, existe una muy baja probabilidad de que los títulos de deuda se paguen en los términos y plazos estipulados en la escritura de emisión. Cabe destacar que **Humphreys** no efectuó la clasificación de estos títulos desde el inicio de la estructuración del patrimonio separado en 1998, sino a partir de octubre de 2009, fecha en la que clasificó los instrumentos en “*Categoría B+*”.

La categoría asignada obedece, además, a la tendencia decreciente que muestra la razón entre el valor de los activos del patrimonio separado (incluyendo activos hipotecarios de respaldo, mutuos hipotecarios como valores negociables, caja y activos recuperados) y el saldo insoluto de los bonos, que pasó de 94,36% en marzo de 2011 a 85,70% en diciembre de 2012; a que el patrimonio cuenta con menos tiempo para capturar el diferencial de tasas entre activos y pasivos (el bono vence en 4 años y 8 meses<sup>2</sup>), y a que han continuado disminuyendo los flujos que se espera sean generados por los activos de respaldo dentro del período de vigencia.

Adicionalmente, existe un problema de descalce entre los flujos generados por los activos y las obligaciones derivadas de la emisión de los títulos de deuda, ya que –según estimaciones realizadas por la clasificadora– alrededor del 14% de los ingresos se generaría con posterioridad a la fecha de vencimiento de los bonos; todo ello, pese a que los mutuos hipotecarios han tenido un comportamiento dentro de los parámetros previsibles.

Una alternativa para dar cumplimiento oportuno al pago de los bonos es liquidar los mutuos hipotecarios que se mantienen en carácter de valores negociables; asimismo, dado que el contrato de emisión permite el pago anticipado de los bonos (cuando el saldo insoluto sea igual o inferior a UF 54.700), eventualmente podrían enajenarse los activos hipotecarios mantenidos como respaldo; no obstante, esta posibilidad requiere precios de venta a los cuales **Humphreys**

<sup>2</sup> Considera periodo de análisis hasta abril de 2013.

asigna una muy baja probabilidad de ocurrencia y, por lo tanto, implican una reducida flexibilidad para adecuar los flujos al perfil de vencimiento de las obligaciones.

Según datos al 31 de marzo de 2013, el patrimonio separado tenía un disponible de UF 27.779<sup>3</sup>, activos recuperados en stock por UF 2.427, mutuos hipotecarios como valores negociables por UF 9.584 y mutuos hipotecarios como respaldo por UF 85.414. En tanto, el saldo insoluto de los instrumentos de deuda, más los intereses devengados a esa fecha, ascendía a UF 129.829.

A la misma fecha, el nivel de *default*, representado por todos los créditos liquidados y con mora superior a 90 días, llegaba al 12,08% 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, afirmación que se sostiene al comprobar que el indicador en cuestión ascendía a 12,09% a igual periodo del año anterior.

En términos de prepagos, a marzo de 2013 la cartera de activos presentaba niveles del orden del 35,69% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se encuentra dentro de los rangos máximos que se esperan, considerando 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 Acfín 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.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

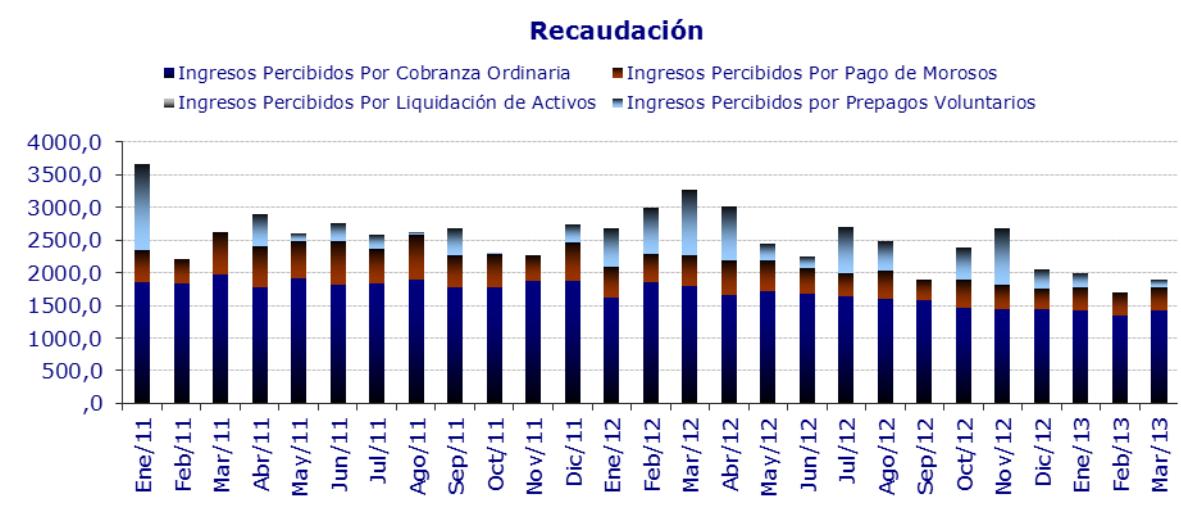
<sup>3</sup> Corresponde a disponible más valores negociables reportado en los EEFF de marzo de 2013.

## Análisis del patrimonio

### Recaudación de cuentas por cobrar

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al periodo comprendido 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 2.219 mensuales, registrándose la mayor recaudación en marzo de 2010 (UF 2.616) y la menor en diciembre de 2012 (UF 1.755); a su vez, la desviación estándar de esta variable fue de aproximadamente UF 237. Cabe señalar, que la recaudación ordinaria muestra una tendencia decreciente, alcanzando durante el ejercicio de 2012 un promedio de UF 2.040 versus el promedio de UF 2.398 que alcanzó durante el año anterior. En tanto, la recaudación extraordinaria entendida como ingresos por prepagos voluntarios y liquidación de activos, alcanzó un promedio de UF 398 para los últimos dos años<sup>4</sup>.

Los ingresos ordinarios reportados a marzo de 2013, mantienen la tendencia a la baja señalada previamente, exhibiendo durante este último periodo, UF 1.774.



<sup>4</sup> Entre 2011 y 2012 no se presentan ingresos por liquidación de activos, por lo que la recaudación extraordinaria queda determinada exclusivamente por los prepagos voluntarios.

## Morosidad de la cartera de activos

Durante el segundo semestre 2012 la cartera, en términos de pagos, retomó el comportamiento volátil que la caracterizó en períodos previos a 2011 año en que se mostró relativamente estable alcanzando durante 2012 una variabilidad que llevó la mora a valores similares a los obtenidos en 2009.

La mora dura, entendida como aquella mayor a 90 días, alcanzó un 9,42% del total de cartera vigente a diciembre de 2012. Por su parte la mora mayor a 60 días igualmente mostró una leve tendencia alcista, lo que se manifiesta al comparar la media obtenida en 2011 y 2012, cuyos valores ascendieron a 9,83% y 10,10%, respectivamente. Asimismo, durante el último año, los atrasos de una y dos cuotas siguieron el comportamiento al alza, llegando, a diciembre de 2012, al 9,04% del saldo insoluto de la cartera de respaldo.

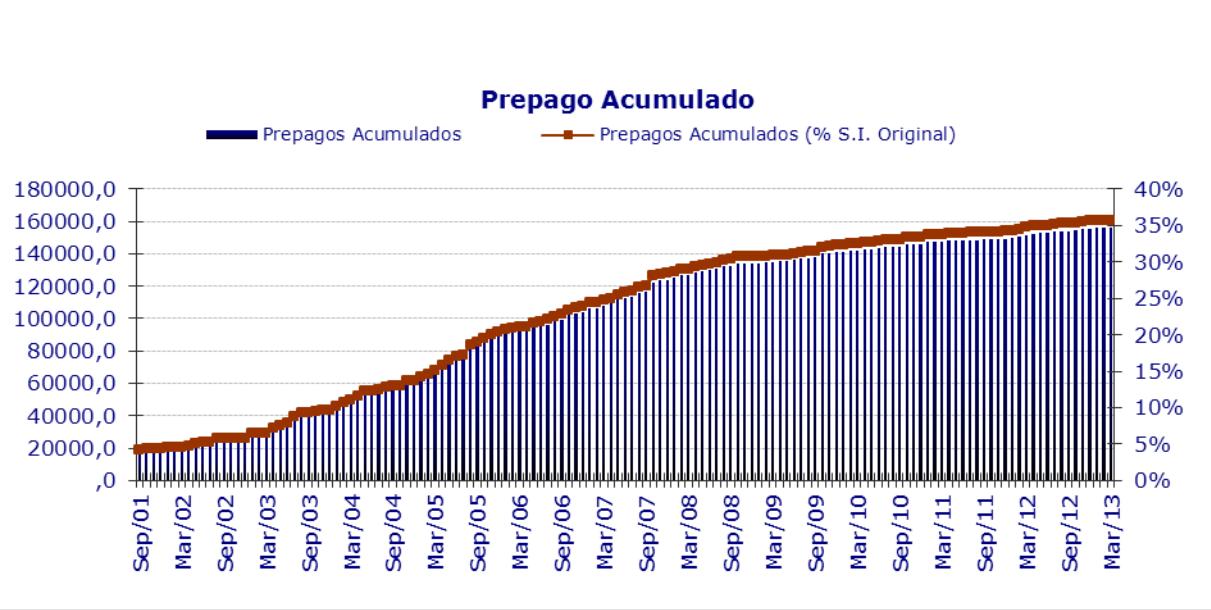
Según lo informado a marzo de 2013, la mora dura representó un 10,59% de la cartera, lo que se compara negativamente con el 8,64% que representaba a igual periodo del año anterior.

A partir del grafico siguiente, es posible observar que la morosidad respecto del saldo insoluto aumento en todos los tramos analizados:



## Prepagos voluntarios

A diciembre de 2012, el patrimonio separado acumulaba prepagos por UF 155.534, considerando en esta cifra tanto aquellos totales como parciales, los que en conjunto representaban el 32,84% del saldo insoluto original de la cartera. Durante el mes de marzo de 2013, los prepagos acumulados ascendieron a UF 155.881, lo que en términos de saldo insoluto original de los activos, correspondía al 32,91%.

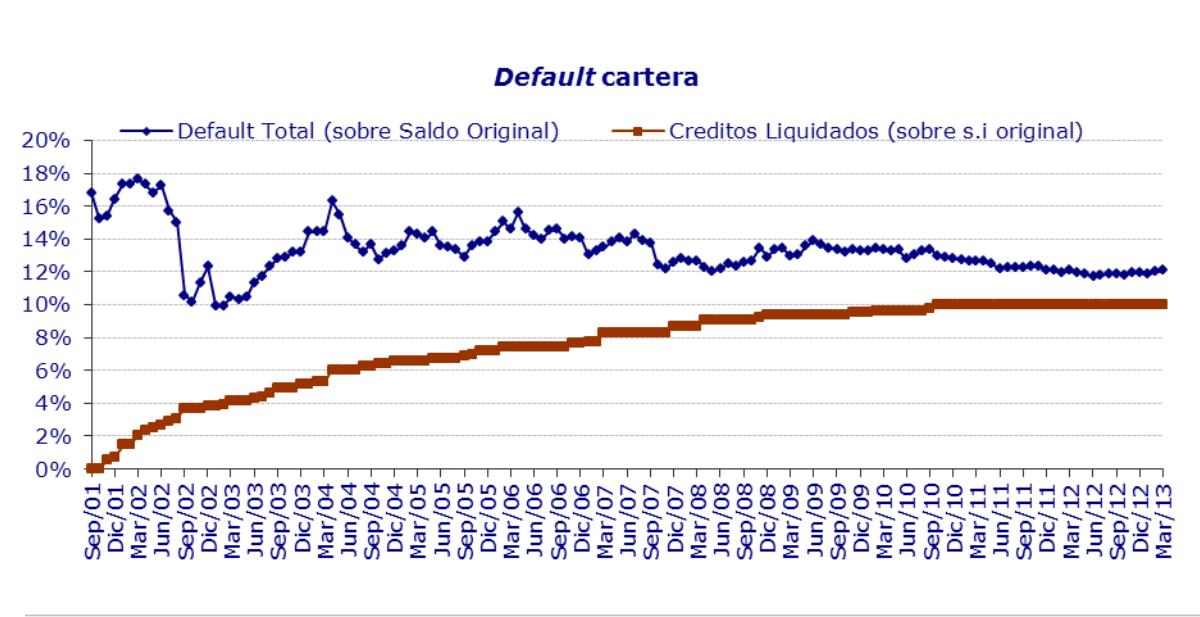


Cabe señalar que en el presente patrimonio se han realizado sustituciones de activos (en los años 2002, 2003, 2004 y 2007), lo que aminoró la pérdida de sobrecolateral generado por los pagos anticipados, aunque éstos han generado problemas de descalce de flujos (en dicho momento **Humphreys** no clasificaba los bonos).

## Default de la cartera

Además de los activos efectivamente liquidados, **Humphreys**, dado su criterio conservador, considera como *default* los activos con una morosidad mayor a tres cuotas, independiente de si se encuentran o no en proceso judicial. El *default* de la cartera, a diciembre de 2012, representaba un 11,94% del saldo insoluto original de la cartera securitizada (a marzo de 2013, equivalía al 12,08%), y estaba compuesto principalmente por activos liquidados. Dada la

antigüedad de la cartera, este indicador ha tendido a estabilizarse durante los últimos dos años, en torno al 12%, como se observa en el siguiente gráfico:



## Otros antecedentes

### Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV <sup>5</sup>	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Mar - 13	27,57%	UF 901	10,20%	184 meses
Inicial (Sep-01)	58,49%	UF 950	10,01%	47 meses

## Otros activos

El patrimonio tiene la posibilidad de invertir sus excedentes de caja en mutuos hipotecarios. Según lo reportado por la securitizadora, a marzo de 2013 tenía en el ítem valores negociables 37 contratos con un saldo insoluto de UF 9.584, a una tasa de interés promedio de 9,86% y un LTV (relación deuda sobre garantía) promedio de alrededor de 28,47%. Por su parte, la antigüedad de la cartera promediaba los 155 meses y su mora mayor a 90 días alcanzaba a

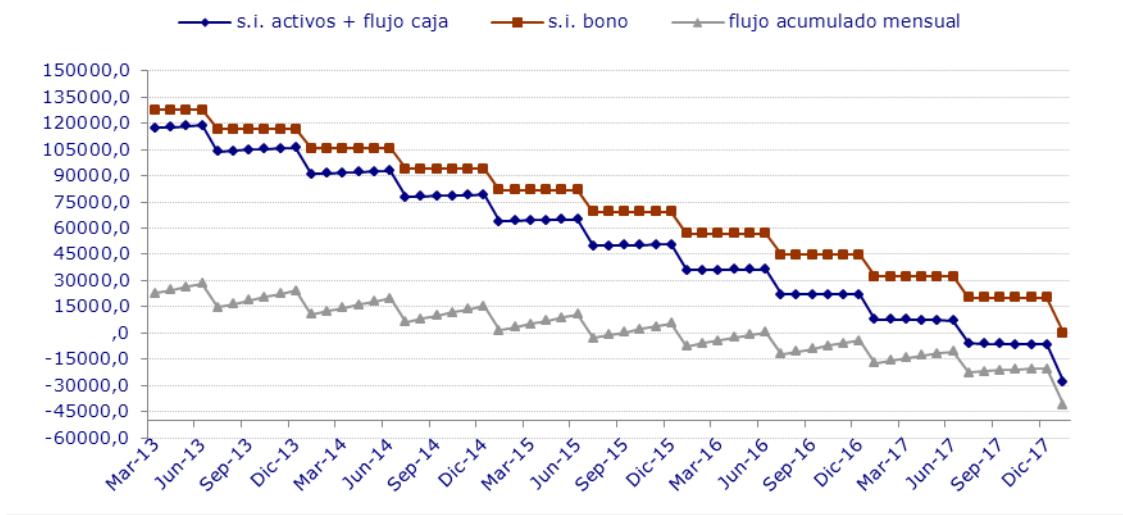
<sup>5</sup> LTV: Relación existente entre la adeudada y la tasación.

23,39%, muy por encima de la mora mostrada por la cartera securitizada. Los flujos de caja producto de la recaudación ordinaria de esta cartera, también pueden ser usados para el pago de cupones de la serie B.

## Antecedentes de los bonos securizados

El siguiente gráfico muestra proyecciones del saldo insoluto de los activos, incluyendo valores negociables, más el monto acumulado en caja, así como el saldo insoluto de los bonos y el flujo acumulado desde marzo de 2013 hasta el vencimiento del bono. Los flujos de caja y saldos insolutos fueron estimados suponiendo condiciones ideales, sin considerar prepagos ni *default*, y asumiendo que el patrimonio incurre en gastos fijos de UF 2.000 al año. Se observa que el saldo insoluto de los activos no supera en ningún momento el saldo de los bonos y que la brecha entre ambos se acentúa en los últimos períodos. Adicionalmente, se registrarían déficits de caja a partir de 2015, situación que obligaría al patrimonio separado a enajenar sus activos en el mercado secundario (activos en carácter de valores negociables); sin embargo, para cumplir con sus obligaciones, tendrían que ser vendidos a precios a los que **Humphreys** asigna una muy baja probabilidad de ocurrencia.

**S.I. Activo vs. S.I. Bono**



---

*"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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*