



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. (56-2) 2433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Transa Securitizadora S.A.

Tercer Patrimonio Separado

M a y o 2 0 1 4

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie B	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Marzo de 2014 ¹

Datos básicos de la operación	
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.

Resumen Características Cartera Securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual * promedio	Valor promedio garantía
Contratos de mutuos hipotecarios	66.501	329	10,02%	22,17%	905
* Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles Datos obtenidos de la cartera de activos al 31 de marzo de 2014. El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.					

Características de las Series de Bonos					
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Valor nominal actual* (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
B	Subordinada	317.000	107.350	7,4%	Ene-18
* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de marzo de 2014.					

¹ Considera antecedentes de la cartera securitizada provistos por emisor a marzo de 2014.

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 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 a marzo de 2014 se calculó en aproximadamente 83% (86% a 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 marzo de 2018) 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 16% de los ingresos se generarían 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** 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 2014, el patrimonio separado tenía disponible y valores negociables de UF 14.284², activos recuperados en *stock* por UF 1.717, mutuos hipotecarios como valores negociables por UF 6.609 y mutuos hipotecarios como respaldo por UF 66.502. En tanto, el saldo insoluto de los instrumentos de deuda, más los intereses devengados a esa fecha, ascendía a UF 107.351.

A la misma fecha, el nivel de *default*, representado por todos los créditos liquidados desde la fecha de la primera clasificación del patrimonio separado por parte de la Clasificadora y los activos con mora superior a 90 días, llegaba al 6,09% del saldo insoluto existente al inicio de la clasificación. Dada la antigüedad de la cartera -aproximadamente 197 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 6,90% a igual periodo del año anterior.

En términos de prepagos acumulados, desde junio de 2009³ a marzo de 2014 la cartera de activos presentaba un nivel del orden del 13,78% del saldo insoluto existente en la primera fecha.

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 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.

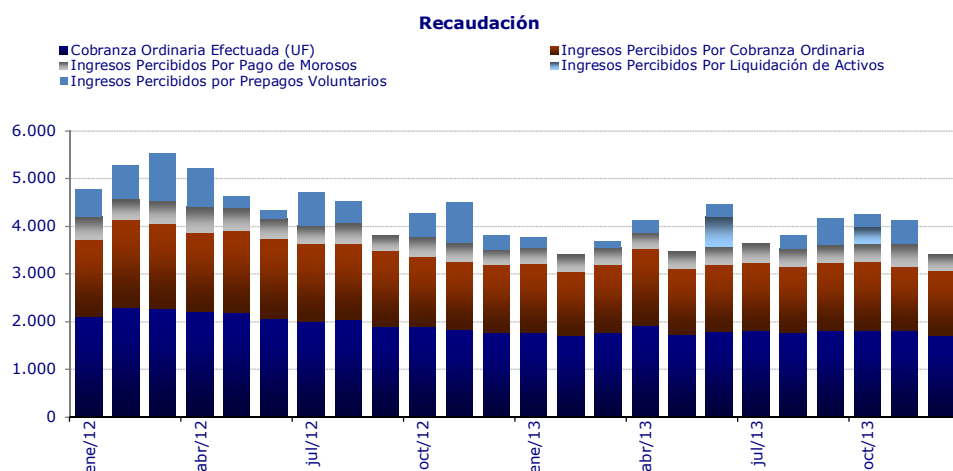
² Corresponde a disponible más valores negociables de acuerdo al detalle entregado por el emisor.

³ Fecha de primera evaluación del patrimonio por parte de la clasificadora.

Análisis del patrimonio

Recaudación de cuentas por cobrar

De acuerdo con las cifras de los últimos dos cierres anuales, correspondientes al periodo comprendido entre enero de 2012 y diciembre de 2013, el patrimonio separado generó ingresos promedio por concepto de recaudación ordinaria –dividendos pagados al día más dividendos morosos recuperados- en torno a las UF 1.912 mensuales, registrándose la mayor recaudación en febrero de 2012 (UF 2.279) y la menor en febrero de 2013 (UF 1.696); a su vez, la desviación estándar de esta variable fue de aproximadamente UF 183. Cabe señalar, que la recaudación ordinaria muestra una tendencia decreciente, alcanzando durante el ejercicio de 2013 un promedio de UF 1.783 versus el promedio de UF 2.041 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 407 para los últimos dos años.



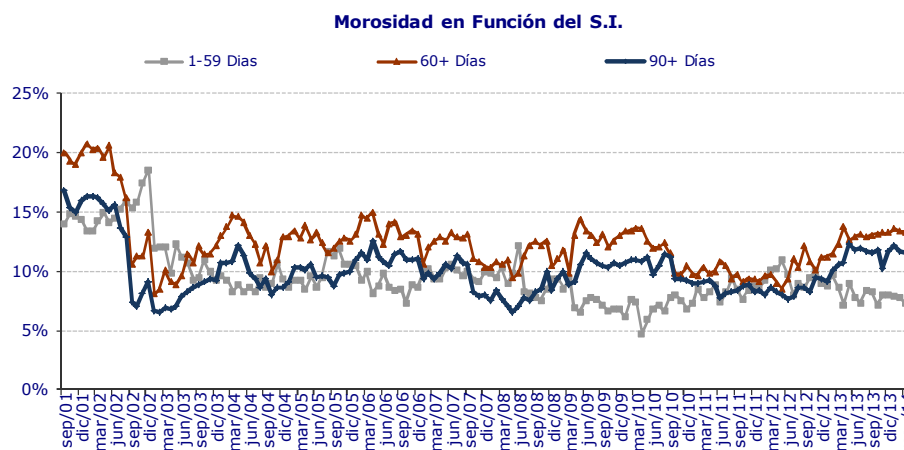
Morosidad de la cartera de activos

Desde el segundo semestre del año 2012 la mora mayor a 60 y 90 días muestra una tendencia al alza, en las últimas observaciones indicadores elevados comparativamente con años anteriores.

La mora dura, entendida como aquella mayor a 90 días, alcanzó un 11,54% del total de cartera vigente a marzo de 2014, por su parte la mora mayor a 60 días se presentó en un indicador de 13,34% a la misma fecha, ambos valores más elevados que hace un año atrás (10,59% y 12,34% respectivamente). Asimismo, durante el último año, los atrasos de una y dos cuotas

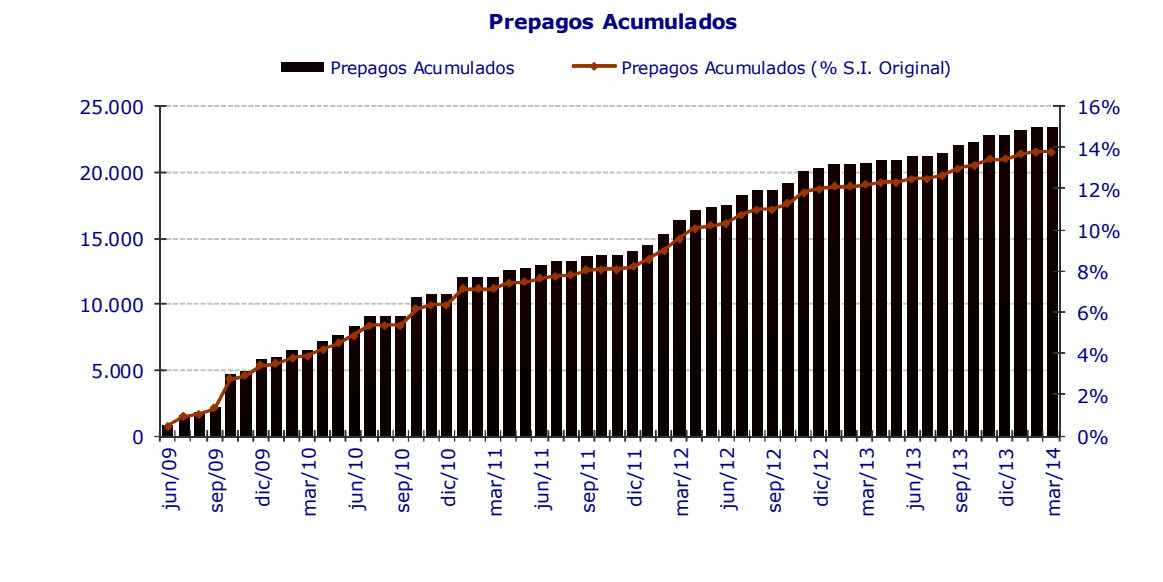
presenta una tendencia más bien estable en los últimos meses, llegando, a marzo de 2014, al 7,34% del saldo insoluto de la cartera de respaldo.

A partir del grafico siguiente, es posible observar en comportamiento de la morosidad en relación del saldo insoluto, durante el periodo de vigencia del patrimonio.



Prepagos voluntarios

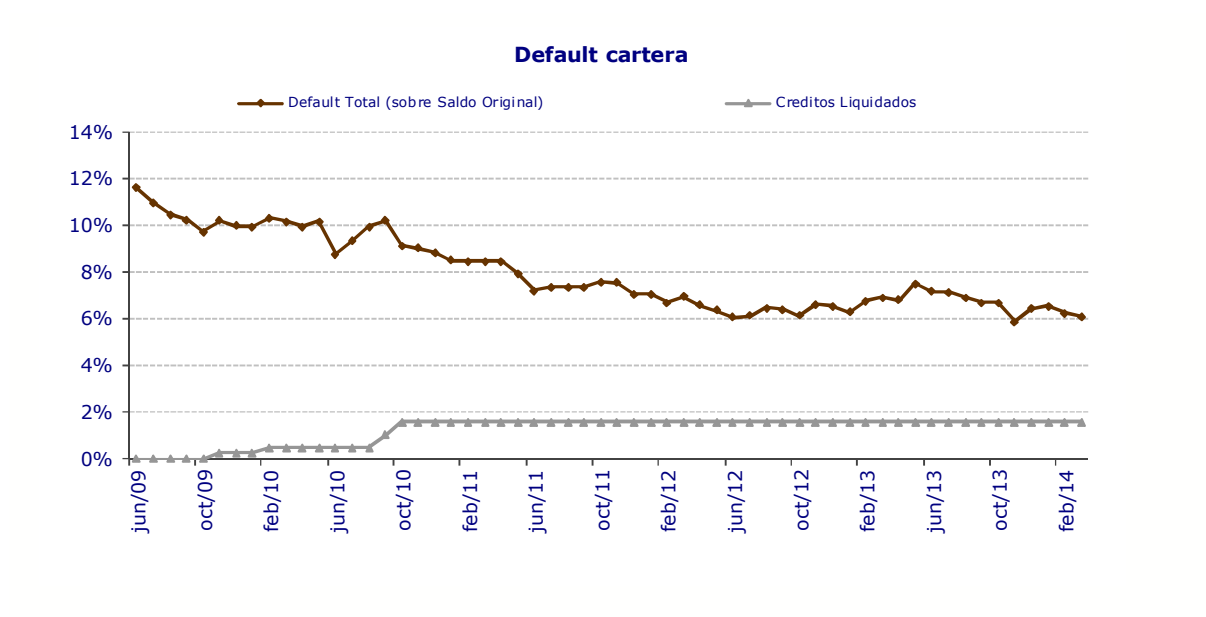
A marzo de 2014 (desde junio de 2009), el patrimonio separado acumulaba prepagos por UF 23.389, considerando en esta cifra tanto aquellos totales como parciales, los que en conjunto representaban el 13,78% del saldo insoluto de la cartera al momento de la primera clasificación efectuada por **Humphreys**.



Cabe señalar que en el presente patrimonio se han realizado sustituciones de activos (en los años 2002, 2003, 2004 y 2007), lo que aminora 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 marzo de 2014, representaba un 6,09% del saldo insoluto de la cartera securitizada a junio de 2009 (inicio de la clasificación por parte de **Humphreys**). Dada la antigüedad de la cartera, este indicador ha tendido a estabilizarse durante los últimos dos años, en torno al 6,5%, como se observa en el siguiente gráfico:



Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ⁴	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Mar - 14	22,17%	UF 905	10,02%	197 meses
Inicial (Sep-01)	58,49%	UF 950	10,01%	47 meses

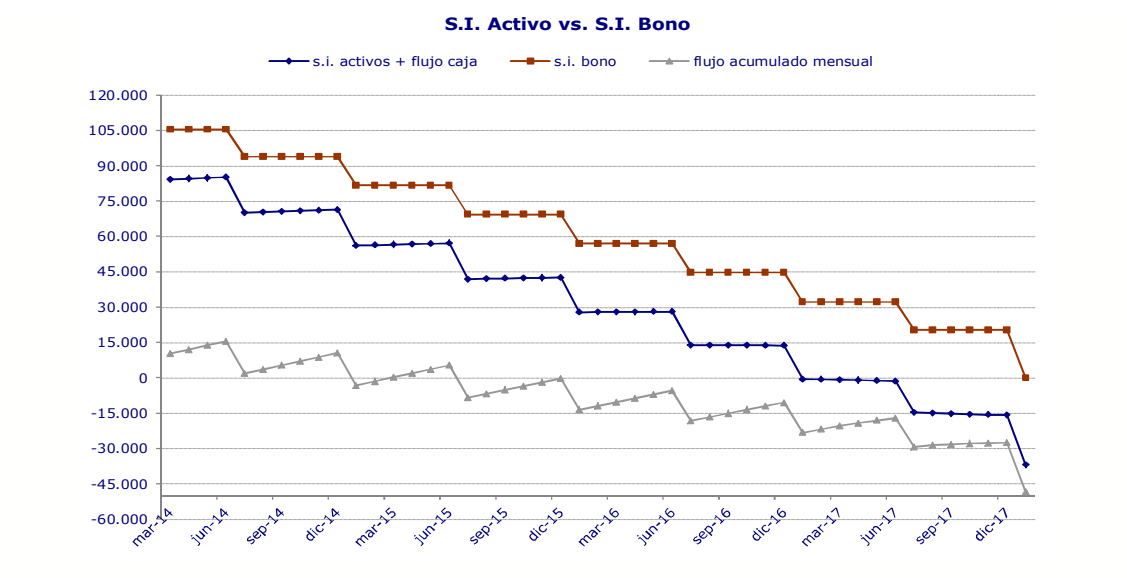
Otros activos

El patrimonio tiene la posibilidad de invertir sus excedentes de caja en mutuos hipotecarios. Según lo reportado por la securitizadora, a marzo de 2014 tenía en el ítem valores negociables 29 contratos con un saldo insoluto de UF 6.609 a una tasa de interés promedio de 9,68% y un LTV (relación deuda sobre garantía) promedio de alrededor de 24,03%. Por su parte, la antigüedad de la cartera promediaba aproximadamente los 168 meses. 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.

⁴ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.

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, así como el saldo insoluto de los bonos y el flujo acumulado desde marzo de 2014 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.



"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."