



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe anual

Analista

Antonio Velásquez Herrera

Tel. (56-2) 433 5200

antonio.velasquez@humphreys.cl

Transa Securitizadora S.A.

Tercer Patrimonio Separado

Mayo 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados:	
Serie B	C
Tendencia	Estable
Estados Financieros	Diciembre de 2011

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	Acfín 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	112.157	420	10,08%	28,69%	909
* 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.					

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	169.782	7,4%	Ene-18
* Corresponde al valor nominal más los intereses devengados y no pagados al 31 de diciembre de 2011.					

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 -dentro del período de vigencia de los títulos de deuda- 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 son 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+*”.

El cambio de clasificación de “*Categoría B-*” a “*Categoría C*” se debe principalmente a la disminución de la razón entre el valor de los activos del patrimonio y el saldo insoluto de los bonos, que pasó de 96,04% en marzo de 2010 a 94,61% en diciembre de 2011; a que el patrimonio cuenta con menos tiempo para capturar el diferencial de tasas entre activos y pasivos (10,08% y 7,40% anual, respectivamente), 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 alrededor del 10% 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 diciembre de 2011, el patrimonio separado tenía un disponible de UF 34.426, activos recuperados por UF 2.427, mutuos hipotecarios como valores negociables por UF 12.342 y mutuos hipotecarios como respaldo por UF 112.157. En tanto, el saldo insoluto de los instrumentos de deuda, más los intereses devengados a esa fecha, ascendía a UF 169.782.

A la misma fecha, el nivel de *default*, representado por todos los créditos liquidados y con mora superior a 90 días, llegaba al 12,29% del saldo insoluto existente al inicio de la transacción. Dada la antigüedad de la cartera -aproximadamente 170 meses para los activos de respaldo- no se esperan cambios significativos en este aspecto.

En términos de prepagos, a diciembre de 2011 la cartera de activos presentaba niveles del orden del 31,50% del saldo insoluto original de la cartera, cifra que se considera dentro de los rangos superiores 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 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.

Perspectivas de la clasificación

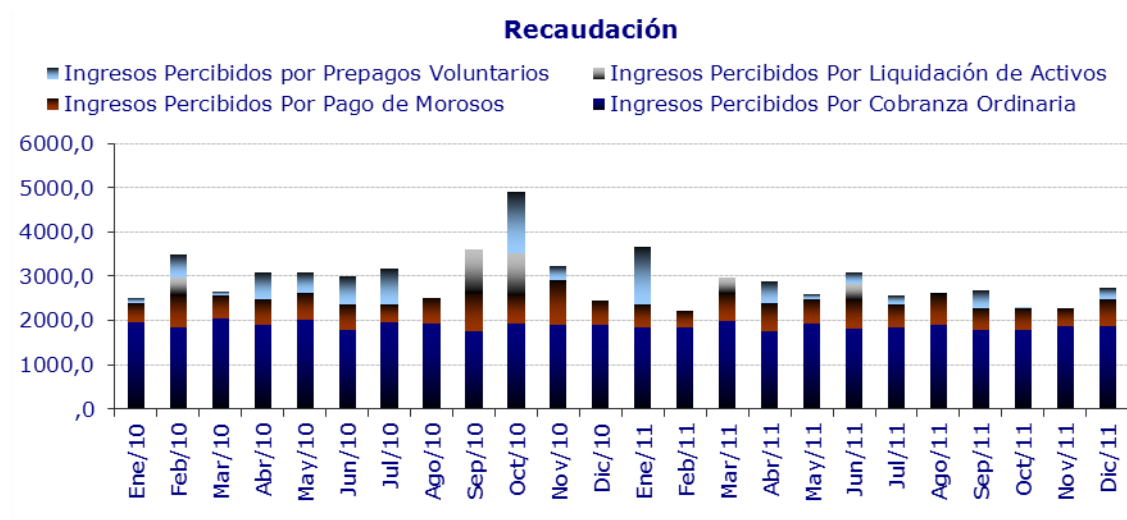
Estable

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

Análisis del Patrimonio

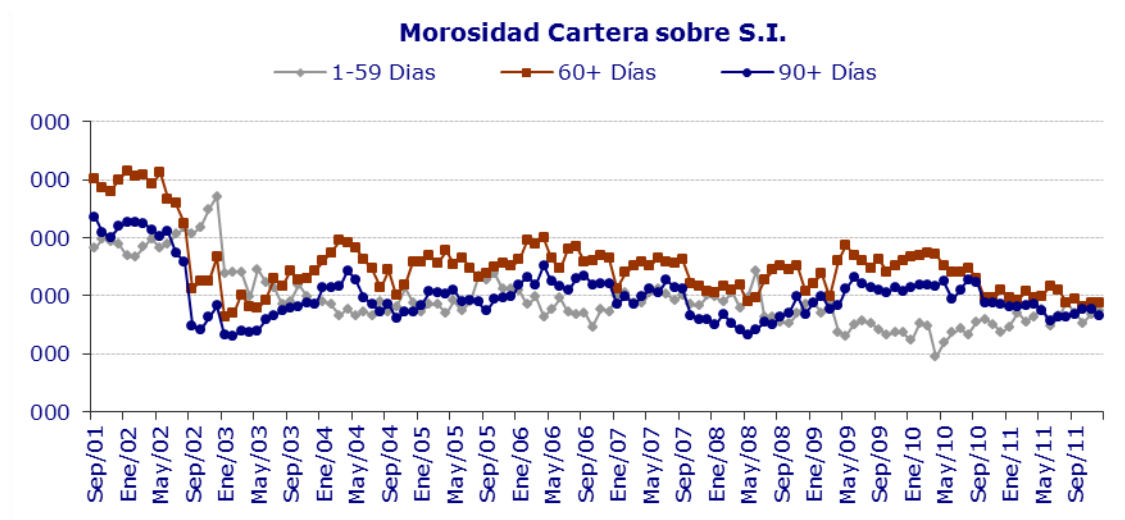
Recaudación de cuentas por cobrar

De acuerdo con las cifras de los últimos dos años, correspondientes al periodo comprendido entre enero de 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 2.468 mensuales, registrándose la mayor recaudación en noviembre de 2010 (UF 2.897) y la menor en febrero de 2011 (UF 2.212); a su vez, la desviación estándar de esta variable fue de aproximadamente UF 156. Se debe tener en cuenta que los cupones sólo pueden ser pagados con los flujos derivados de la recaudación ordinaria, en tanto que los ingresos producto de prepagos y liquidaciones de activos únicamente pueden ser destinados al pago de los bonos, la sustitución de activos y la compra de valores negociables.



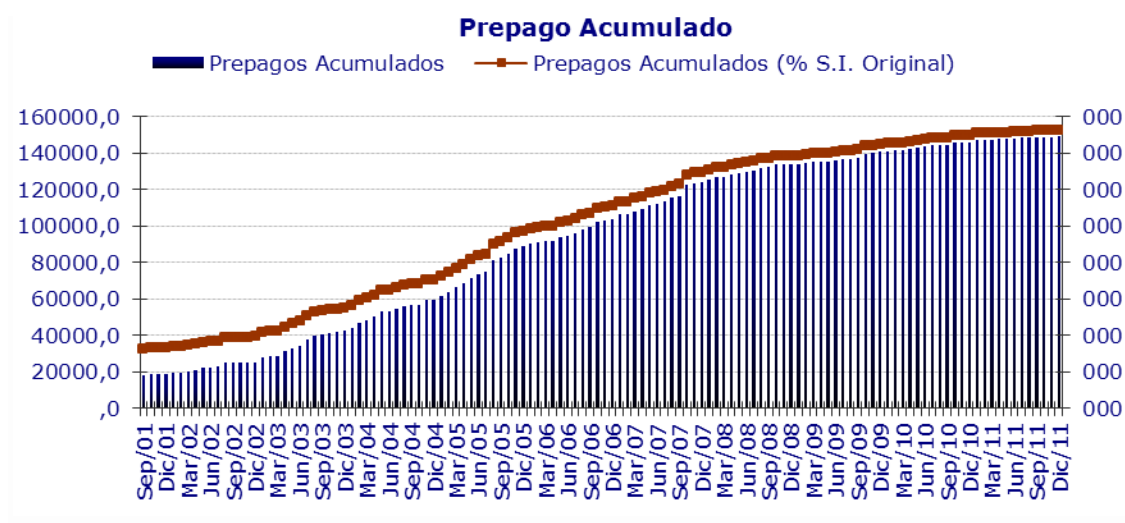
Morosidad de la cartera de activos

Si bien el comportamiento de la cartera mostraba una alta volatilidad en la morosidad hasta 2010, en 2011 tuvo un comportamiento más estable. A diciembre de 2011, la mora a 90 días (considerada mora dura por **Humphreys**) alcanzaba el 8,30% del saldo insoluto vigente y, en promedio, este tramo de mora se mantuvo en un 8,65% durante el 2011. Por su parte, la morosidad entre uno y 59 días y la mora mayor a 60 días también exhibieron relativa estabilidad en 2011, llegando a diciembre de ese año a niveles de 8,70% y 9,34% del saldo insoluto vigente, respectivamente.



Prepagos voluntarios

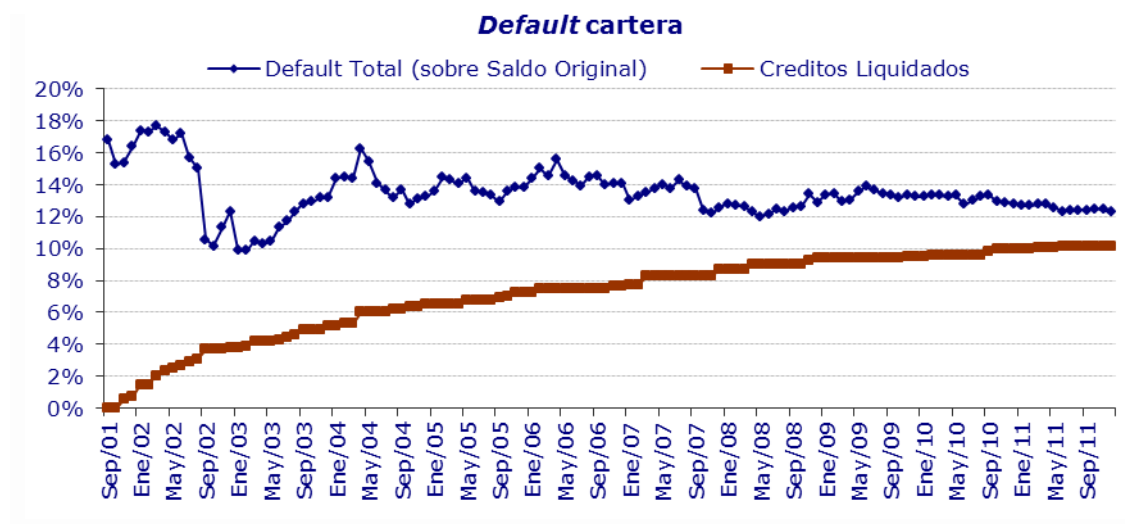
Durante toda la vida del patrimonio separado, hasta diciembre de 2011, se han producido prepagos de activos por un monto equivalente a UF 149.195, considerando tanto aquellos totales como los parciales, representando el 31,50% del saldo insoluto original de la cartera.



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, ya sea que se encuentren sin cobranza judicial o en proceso judicial. El *default* de la cartera, a diciembre de 2011, representaba un 12,29% del saldo insoluto original, compuesto principalmente por activos liquidados que llegaban a un 10.16% del saldo insoluto al inicio del patrimonio separado.



Otros antecedentes

Tasación original, tasa de interés y LTV

Fecha	LTV ¹	Tasación	Tasa de Interés	Seasoning
Dic - 11	28,69%	UF 909	10,08%	170 meses
Inicial (Sep-01)	58,49%	UF 950	10,01%	47 meses

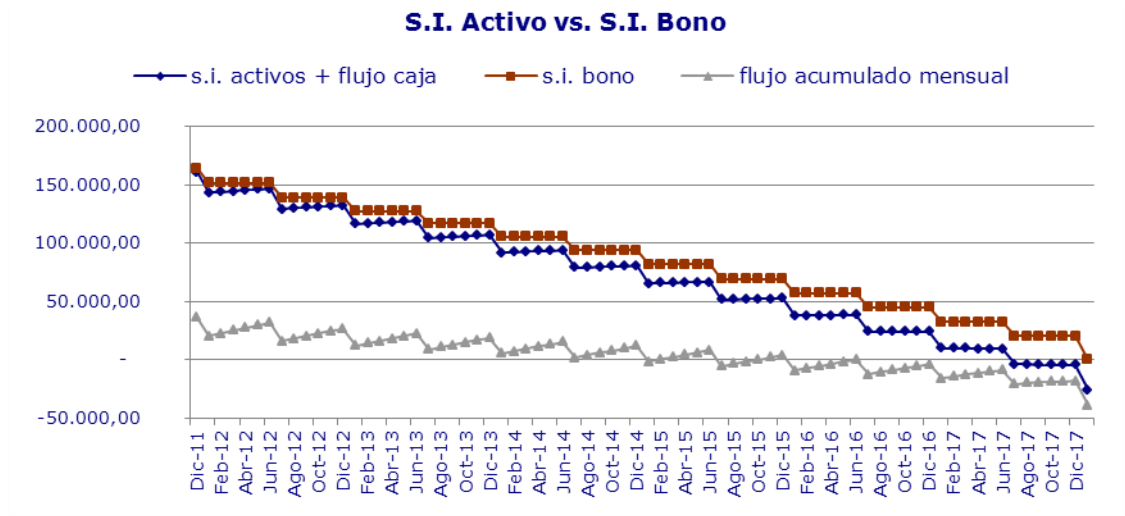
Otros activos

El patrimonio tiene la posibilidad de invertir sus excedentes de caja en mutuos hipotecarios. A diciembre de 2011, tenía en el ítem valores negociables 40 contratos con un saldo insoluto de UF 12.342, a una tasa de interés promedio de 9,82% y un LTV (relación deuda sobre garantía) promedio de alrededor de 43,67%. La antigüedad de la cartera llegaba a los 147 meses y su mora mayor a 90 días alcanzaba a 24,62%, 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 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 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 asumiendo que el patrimonio incurre en gastos 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 agranda 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; sin embargo, para cumplir con sus obligaciones, los activos tendrían que ser vendidos a precios a los que **Humphreys** asigna una muy baja probabilidad de ocurrencia.

¹ LTV: Relación existente entre la adeudado y la tasación.



"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 auditoria 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."