

Contactos

Felix Boni
Director de Análisis
E-mail: felix.boni@hrratings.com

Francisco Guzmán
Director de Deuda Corporativa
E-mail: francisco.guzman@hrratings.com

Paulina Dehesa
Analista Junior
E-mail: paulina.dehesa@hrratings.com

Calificaciones

ELEKTRA
Perspectiva

HR AA
Estable

La calificación que determina HR Ratings de México S.A. de C.V., para Grupo Elektra de HR AA con perspectiva estable significa que el emisor o emisión con esta calificación se considera con alta calidad crediticia, y ofrecen gran seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen muy bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos.

HR Ratings de México, S.A. de C.V., asignó la calificación corporativa a Grupo Elektra, S.A. de C.V. (ELEKTRA) de HR AA con perspectiva Estable.

La calificación está basada en la capacidad estimada de pago de ELEKTRA, la cual medimos en función a nuestra proyección de su flujo de efectivo bajo dos escenarios. Asimismo, nuestro análisis incluye la evaluación de factores cuantitativos y macroeconómicos.

Entre los factores que fundamentan nuestra calificación, se encuentran los siguientes:

- La sinergia que se genera a través de combinar la plataforma financiera y comercial para la originación de negocio de crédito y otros servicios, fortalece la estructura del Grupo.
- Gran capacidad de pago, inclusive bajo un escenario de estrés. Al final del periodo, se puede observar una notable disminución de la deuda neta en ambos escenarios.
- Alta capacidad para generar recursos a partir de operar dos fuentes, el negocio comercial y financiero, además de que cuenta con la capacidad de captar recursos a través de la red de sucursales de su subsidiaria Banco Azteca, lo que le aporta seguridad para afrontar sus obligaciones financieras.
- Presencia en ocho países de Latinoamérica y, en su conjunto, operan más de 2,000 puntos de venta.
- Diversidad de productos y servicios ofrecidos al consumidor.
- Banco Azteca cuenta con una tasa de recuperación de activos incobrables cercana al 50%, lo que implica que la empresa maneja una cobranza eficiente.
- Otras fortalezas que identificamos son: una sofisticada tecnología de sistemas y comunicaciones; una alta calidad en la administración de riesgos y altos estándares administrativos a través de su gobierno corporativo.

Algunos supuestos importantes en la elaboración de los escenarios son:

- Nuestro escenario base mantiene un moderado nivel de estrés y, a pesar de ello, la empresa cuenta con una evolución favorable. Tal es el caso del margen EBITDA, el cual aumenta de 12.3% a 14.2% durante el periodo proyectado, 2009 a 2011.
- Dentro de nuestro escenario base, podemos observar que la proyección para la deuda neta disminuye hacia el término del periodo proyectado. Al segundo trimestre del 2009, la deuda neta asciende a \$5.8mm (miles de millones). Esperamos que al cuarto trimestre del 2011 se coloque en \$2.7mm.
- Estimamos que la razón de Deuda Neta a EBITDA en el escenario base para el 2010 se ubique en 0.7x y en el 2011 en 0.43x.
- En referencia al escenario de estrés, la empresa muestra una adecuada capacidad de pago. Podemos notar que la deuda neta disminuye al término del 2011 a quedar en \$3.7mm, lo que representa 0.73x de la razón de Deuda Neta a EBITDA.
- La proyección para la generación de flujo de efectivo en el escenario base se coloca en 2010 en \$2.8mm y en el 2011 aumenta a \$3.6mm.

Los cambios en la Ley de Impuestos Sobre la Renta relativos a la consolidación fiscal para el 2010 pueden llegar a tener un efecto sobre Grupo Elektra. Aún no se puede determinar el impacto de éste y por el momento pensamos que el efecto no será significativo en el corto y mediano plazo. Sin embargo, representa un riesgo potencial hasta que se defina la reforma fiscal, donde se evaluará el efecto tanto en monto como en plazo.

Descripción del Emisor

Grupo Elektra es una sociedad anónima de capital variable que se dedica a proveer servicios financieros y de comercio especializado. Con casi 60 años de experiencia, han logrado posicionarse en el mercado como líderes de los principales productos y servicios que ofrecen.

La compañía cuenta con diversas empresas para satisfacer las necesidades de sus clientes, así como una sofisticada y moderna red de distribución de productos y servicios, enfocada al mercado masivo.

Historia de la Compañía

Grupo Elektra se fundó en 1950 con la finalidad de fabricar transmisores de radio, pero fue en 1957 cuando comenzó a operar como una comercializadora de productos abriendo la primera tienda de Elektra. Cuatro décadas después, iniciaron sus operaciones de venta electrónica, enseres menores y muebles en Centroamérica.

En 1999, Grupo Elektra adquirió Grupo SyR, empresa controladora cuya principal subsidiaria era Salinas y Rocha. Posteriormente, inició una reestructuración corporativa para mejorar su eficiencia. Ese mismo año, Salinas y Rocha escindió tres compañías en operación: Salinas y Rocha, Elektra Comercial y Elektrafin Comercial. Meses más tarde, Corporación Diprofin, y Artículos Domésticos al Mayoreo, subsidiarias de Grupo Elektra, se fusionaron con Grupo SyR. A finales del 1999, Elektra y Elektrafin, subsidiarias de Grupo Elektra, se fusionaron con Elektra Comercial y Elektrafin Comercial respectivamente.

Grupo Elektra tenía el 99.9% de Grupo SyR, el cual tenía en ese momento como sus principales compañías en operaciones a Elektra Comercial, Elektrafin Comercial, Salinas y Rocha, y The One. A finales del 2000, Grupo Elektra se fusionó con Grupo SyR, quien cambió su denominación a Grupo Elektra, convirtiendo todas sus compañías en operación en subsidiarias del Grupo.

En 2001, Elektra Comercial se fusionó con Elektra del Milenio, anteriormente, Grupo Hecali. Un año más tarde, Grupo Elektra obtuvo la autorización para organizar y operar una institución de banca múltiple, denominada Banco Azteca, donde comenzó a prestar servicios de crédito al consumo en la forma de venta en abonos, a ofrecer cuentas de ahorro y otorgar créditos a los clientes para financiar la compra de bienes de consumo en las tiendas, además de ofrecer otros productos y servicios bancarios.

En 2003, Grupo Elektra recibió la aprobación para operar una Administración de Fondos para el Retiro en México, Afore Azteca, y una Sociedad de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro, Siefore Azteca, mismas que comenzaron sus operaciones a meses de su

aprobación. Ese año, realizó una reestructura donde The One se fusionó con Elektra del Milenio, mientras que Elektra del Milenio escindió una nueva compañía Elektra Trading & Consulting Group. Asimismo, Grupo Elektra comenzó a administrar y operar los Centros de Ventas y Servicios al Cliente de Grupo Iusacell como una prueba piloto bajo la marca Elektricity y más tarde se convirtió en parte de los formatos de tienda de Grupo Elektra. Por otro lado, obtuvo la aprobación para comprar Cigna Seguros, una empresa de seguros de vida, accidentes y enfermedades, la cual se denominó Seguros Azteca, iniciando sus operaciones hasta el año del 2004. A finales del 2003, Elektrafin Comercial se fusionó con Elektra del Milenio.

En 2004, les otorgaron autorización para operar Banco Azteca Panamá, el cual inició operaciones un año más tarde.

En 2005, se constituyó Seguros Azteca Daños y como parte de la expansión en esta rama de su negocio, creó alianzas estratégicas con aseguradoras locales en los países donde tiene operaciones. Además, lanzó su primera línea de motocicletas ITALIKA.

En 2006, descontinuaron las operaciones de los formatos de Elektricity y Bodega de Remates. Ese mismo año, obtuvieron la aprobación para operar Banco Azteca Guatemala.

En 2007, recibieron la autorización para realizar operaciones bancarias en Honduras, El Salvador y Brasil. Asimismo, iniciaron operaciones comerciales en Argentina. También realizó una alianza estratégica con First Automobile Works Group (FAW Group), el mayor grupo automotriz de China, para comercializar en México sus autos.

En 2008, iniciaron operaciones de Banco Azteca del Perú, Banco Azteca do Brasil y de su nueva ensambladora de motocicletas ITALIKA, Ensamblika.

Diversificación de la empresa

Grupo Elektra ofrece productos y servicios a todos los niveles socioeconómicos de la población mexicana, sin embargo, se enfoca principalmente a los sectores de clase media, los cuales abarcan alrededor del 70% de la población mexicana.

Grupo Elektra está conformado por más de 35,000 personas, de las cuales cerca del 80% se ubican en México y el resto en Centro y Sudamérica.

La empresa tiene presencia en ocho países de Latinoamérica, México, Guatemala, Honduras, Perú, Panamá, Brasil, Argentina y El Salvador, y en su conjunto operan más de 2,000 puntos de venta.

Los principales puntos de venta son las tiendas del formato de Elektra, Salinas y Rocha, y las sucursales de Banco Azteca.

La información del número de tiendas y sucursales a continuación se encuentra a diciembre de 2008.

Elektra:

Su mercado objetivo es la clase media latinoamericana. Opera en México, Guatemala, Honduras, Perú, Panamá, Brasil y Argentina. Cada tienda cuenta con una sucursal de Banco Azteca. En total, tiene 827 tiendas en México.

Salinas y Rocha:

El mercado objetivo de este formato es la clase media latinoamericana; sin embargo, opera únicamente en México. Al igual que Elektra, cada tienda cuenta con una sucursal de Banco Azteca.

Actualmente, tienen 55 tiendas en México.

Banco Azteca:

Su mercado objetivo es la clase media latinoamericana. Opera en los países de México, Guatemala, Honduras, Perú, Panamá y Brasil.

Sus operaciones se llevan a cabo en tiendas propias y de manera independiente. En total, posee 1,961 sucursales en Latinoamérica, de las cuales, 1,580 son puntos de venta en México (882 tiendas propias y 698 sucursales independientes); y 381 puntos de ventas se encuentra en Centro y Sudamérica (153 tiendas propias y 228 sucursales independientes).

Expansión

Para 2009, Grupo Elektra pronostica, con un comportamiento conservador, un crecimiento cercano a los 50 puntos de venta en formato tradicional con una capacidad entre 400 y 800m².

Productos y Servicios

Los productos y servicios que ofrece Grupo Elektra en sus puntos de venta son muy variados.

A continuación nombramos los productos y servicios por tipo de negocio.

Comercial		Financiero
Productos	Servicios	
Electrónica	Western Union	Crédito al Consumo
Línea Blanca	Dinero Express	Préstamos Personales
Muebles	Envíos Vigo	Depósitos de Ahorro
Electrodomésticos	Envíos Orlandi Valuta	Depósitos de Plazo
Telefonía	Milenia	Tarjeta de Débito
Motocicletas	Tiempo Aire	Tarjeta de Crédito
Llantas	Larga Distancia	Seguros
Acumuladoras	Boletos de Avión	Afore
Cómputo	Boletos de Autobús	Información Crediticia
Automóviles		

Canales de Distribución

La distribución de los productos a los puntos de ventas se realiza por medio de 19 centros de distribución ubicados estratégicamente a lo largo de la República Mexicana y en cada uno de los países donde tienen operaciones en Centro y Sudamérica, a excepción de El Salvador.

Canales de Distribución a lo largo de la República Mexicana



Canales de Distribución a lo largo de Sudamérica



Política de Dividendos

Grupo Elektra cuenta con una política de dividendos, donde el pago y monto de los mismos está sujeto a la recomendación del Consejo de Administración y a la aprobación de los accionistas.

Los dividendos se decretan durante el primer trimestre de cada ejercicio fiscal, con base en los estados financieros consolidados auditados del ejercicio fiscal inmediato anterior. El monto de los dividendos depende en gran parte de los resultados operativos, situación financiera y requerimientos de capital, así como de las condiciones generales del negocio.

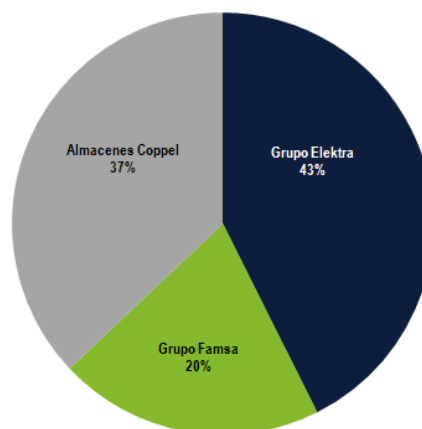
En los últimos años, Grupo Elektra ha pagado entre 6% y 8% de su utilidad operativa en dividendos.

Competencia dentro de la Industria

En México, Grupo Elektra se enfrenta con grandes competidores de los que podemos destacar Almacenes Coppel y Grupo Famsa, así como tiendas detallistas locales independientes.

A finales de 2008, Grupo Elektra tenía 882 tiendas en los formatos Elektra y Salinas y Rocha a lo largo de la República Mexicana. La siguiente gráfica muestra el comparativo al mismo periodo con sus dos más fuertes competidores.

Participación en número de tiendas al 31 de diciembre de 2008 a nivel Nacional



Fuente: HR Ratings de México con información de los reportes de las empresas

En cuanto a la competencia en Centro y Sudamérica, también enfrentan un gran número de competidores en todas las categorías de productos, además los consumidores son atendidos por una gran diversidad de formatos, tales como tiendas detallistas independientes, cadenas comerciales, tiendas departamentales, establecimientos informales y mercados ambulantes.

La siguiente tabla muestra a los principales competidores en los países de Centro y Sudamérica.

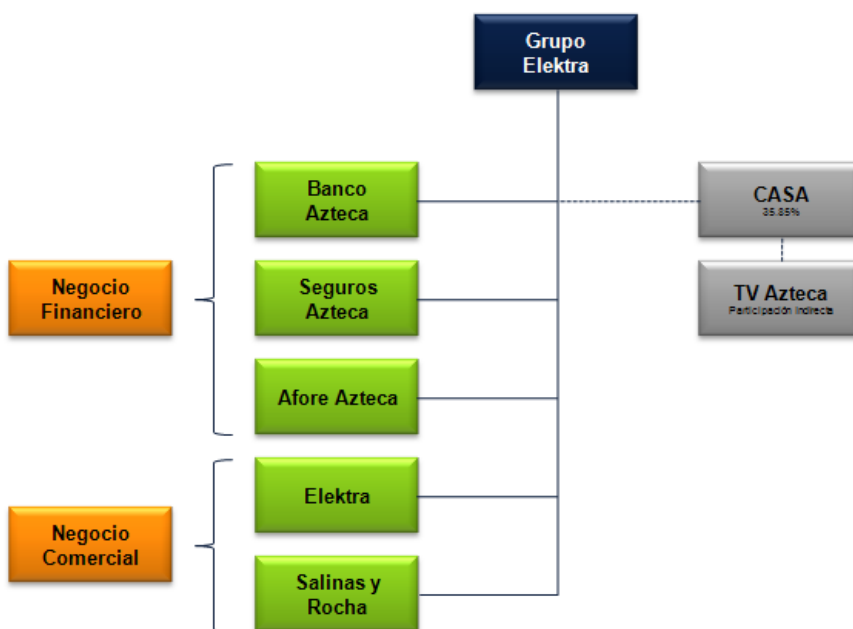
Argentina	Brasil	Guatemala	Honduras	Panamá	Perú
Garbarino	Lojas Maia	La Curacao	La Curacao	Panafoto	Carsa
Megatone	Lojas Eletro Shopping	Agencia Way	El Gallo más Gallo	Audiofoto	La Curacao
Fravega	Lojas Laser Eletro	Almacenes Tropigas	Almacenes Tropigas	Rodelag	Tiendas EFE
	Lojas Insinuante	Japón Almacenes		Casa Confort	Plaza Vea
		Distelsa - Max Supertiendas		Casa Gala	Saga Falabella
		El Gallo más Gallo		Multimax	Tottus
				Créditos Mundiales	Ripley

Fuente: HR Ratings de México con información con base en los estimados de la empresa

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Estructura Corporativa

La estructura corporativa de Grupo Elektra está conformada por el negocio financiero y comercial como se nombra a continuación. Se distingue la participación indirecta de TV Azteca por medio de Comunicaciones Avanzadas, S.A. de C.V. (CASA).



Tanto el negocio financiero como el comercial cuentan con varias subsidiarias a su cargo. A continuación nombramos a las más importantes, cuyo porcentaje de participación es del 100%, a excepción de Banco Azteca El Salvador, cuyo porcentaje es del 91%.



*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Consejo de Administración

El Consejo de Administración de Grupo Elektra está conformado por diez miembros, de los cuales, cuatro son consejeros independientes.

Todos los consejeros tienen el carácter de propietarios y son elegidos para ejercer el cargo durante periodos de un año en la Asamblea General Ordinaria de Accionistas.



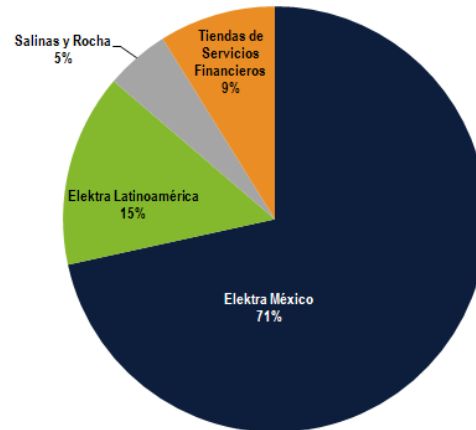
Entorno de la Industria

El entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la empresa en su totalidad es importante para identificar factores cualitativos que pudieran afectar de manera positiva y/o negativa nuestras proyecciones.

Asimismo, se pueden utilizar indicadores de la economía para tratar de determinar las expectativas para el negocio comercial y financiero. De manera general se pueden consultar las estadísticas del empleo, la confianza del consumidor, crédito al consumidor y, adicionalmente, se pueden utilizar las estadísticas de la Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales (ANTAD).

El análisis de la industria que se detalla a continuación involucra únicamente factores económicos referentes a México, debido a que más del 70% de los recursos generados por el Grupo se originan en la República Mexicana y cerca del 15% de los recursos se generan en los siete países restantes donde tiene presencia Grupo Elektra, lo anterior medido en términos de piso de ventas. La siguiente gráfica muestra los porcentajes en que se divide la superficie exhibición.

División porcentual de la superficie de exhibición de Grupo Elektra (m2)

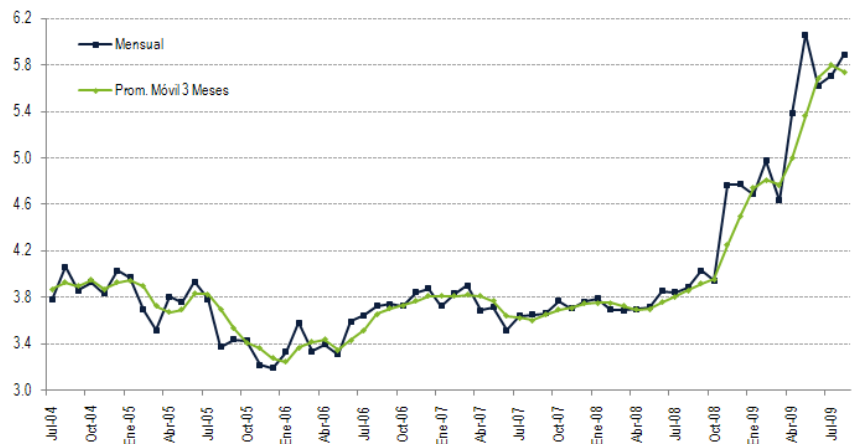


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

Empleo

La Tasa de Desocupación Nacional de la población económicamente activa, en términos desestacionalizados, a nivel nacional se situó en 5.90%, lo cual muestra que en el mes de agosto, la tasa aumentó 19 puntos base en comparación con el mes anterior, donde se situó en 5.71%. Sin embargo, cabe señalar que la mayor estacionalidad en la tasa de desocupación se presenta en los meses de julio y agosto como resultado del incremento en la presión que ejercen los jóvenes al buscar trabajo temporal en el periodo de vacaciones. Con estas cifras, la tasa aún se ubica en altos rangos, lo que significa que la situación de desempleo en México sigue siendo un tema de gran preocupación.

Tasa de Desempleo Nacional: Ajustada por la Estacionalidad



HR Ratings de México con información de INEGI

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

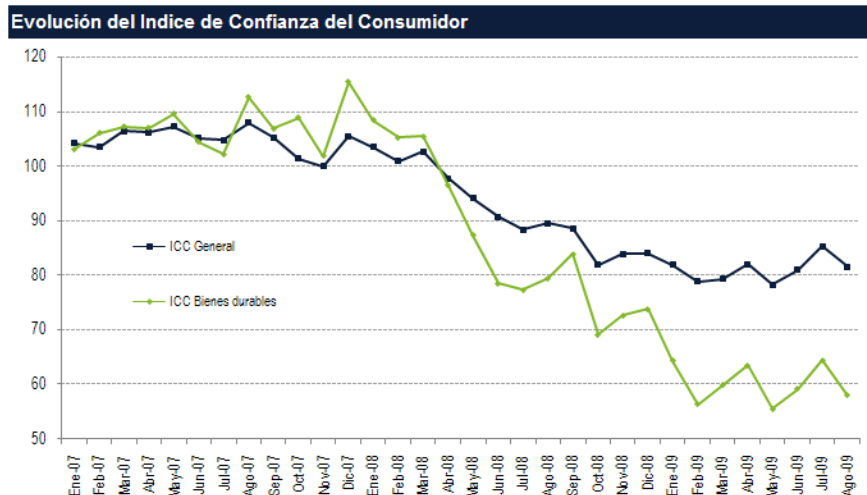
Confianza del Consumidor

Un elemento que consideramos importante para el sector comercial es el Índice de Confianza del Consumidor (ICC General), que de alguna manera refleja la percepción de la gente sobre la economía general y sobre su situación personal o familiar en referencia a la adquisición de bienes duraderos.

Al mes de agosto 2009, estos indicadores presentan un cambio en la tendencia descendente, lo que se puede traducir en un signo de percepción de consolidación y, posteriormente, esperar un crecimiento económico. De hecho, podemos hablar específicamente sobre el indicador del ICC de bienes duraderos, donde los encuestadores consultan lo siguiente:

“Comparando la situación económica actual con la de hace un año ¿Cómo considera en el momento actual las posibilidades de que usted o alguno de los integrantes de este hogar realice compras tales como muebles, televisor, lavadora, otros aparatos electrodomésticos, etcétera?”

A continuación presentamos la evolución de ambos indicadores, se puede observar una posible estabilidad en la evolución de la confianza al moverse lateralmente dentro de un rango que se ubica entre los 55 y 65 puntos.



Fuente: HR Ratings de México con información de INEGI y Banxico

Evolución del Comercio

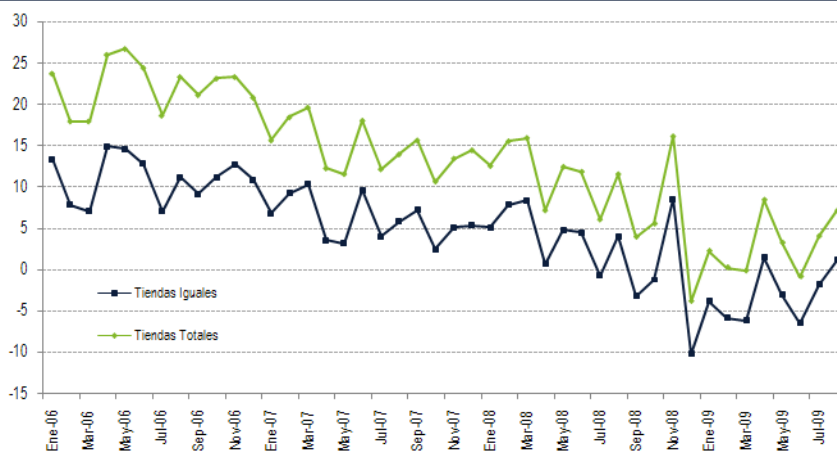
De acuerdo con las estadísticas de la ANTAD, la evolución del segmento de mercancías generales para tiendas de autoservicio, tales como aparatos electrodomésticos, muebles, electrónica, video, celulares, línea blanca, etc., se puede apreciar en la siguiente gráfica, donde se muestra una tendencia descendente en la tasa de crecimiento anual tanto en las ventas en tiendas iguales así como en tiendas totales.

Se entiende por ventas a tiendas iguales aquellas que tienen más de un año de operación, excluyendo las ventas de las nuevas tiendas (menores a un año de operación) y que son comparables con periodos anteriores. Las ventas a tiendas totales se refieren a todas las tiendas, es decir, ya incorporan las aperturas de tiendas cuya operación es menor a un año.

Este indicador reaccionó de manera similar a la confianza del consumidor, donde se perciben caídas fuertes desde diciembre de 2008, donde se colocó en un crecimiento negativo de 10.2% a tiendas iguales y un decremento de 3.8% a tiendas totales, para repuntar a partir del mes de junio.

En agosto, el crecimiento nominal de las mercancías generales fue de 1.2% a tiendas iguales y de 7.2% a tiendas totales, a raíz de un crecimiento general en sus componentes.

Evolución de la tasa de crecimiento de Mercancías Generales para Autoservicio



Fuente: HR Ratings de México con información de ANTAD

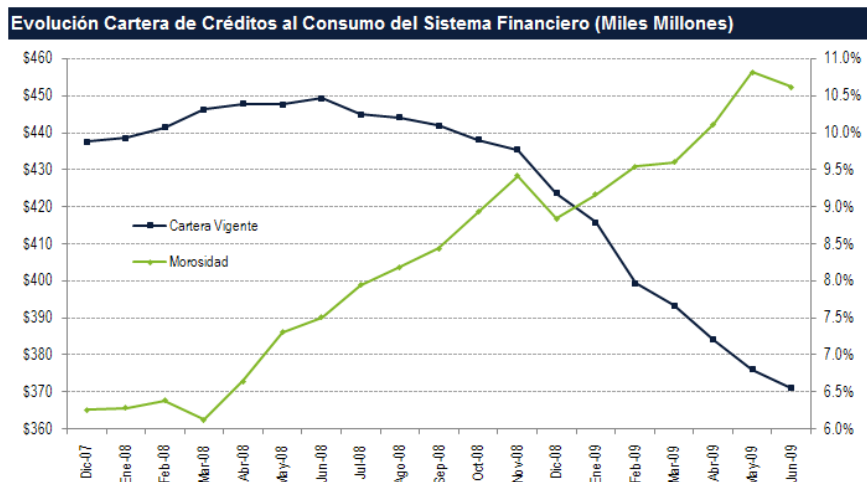
Crédito al Consumo

El vínculo tan estrecho que existe entre el negocio comercial y el negocio financiero, nos incita a analizar la evolución del crédito al consumo en el sistema financiero mexicano. Dentro de este elemento, podemos señalar la importante participación de los Bancos Vinculados a Cadenas Comerciales, "BVCM", tales como Banco Azteca, Banco Ahorro Famsa, Bancoppel y Banco Wal-Mart.

A continuación, mostramos dos gráficas donde presentamos la evolución de cartera de créditos al consumo. En una de ellas, presentamos la evolución del sistema financiero de créditos al consumo (tarjetas de crédito, créditos personales y para Adquisición de Bienes de Consumo Duradero "ABCD"). En la segunda gráfica, presentamos la evolución de los bancos vinculados a cadenas comerciales.

Asimismo, en ambos gráficos se incluye la evolución de la relación de créditos vencidos sobre la cartera vigente.

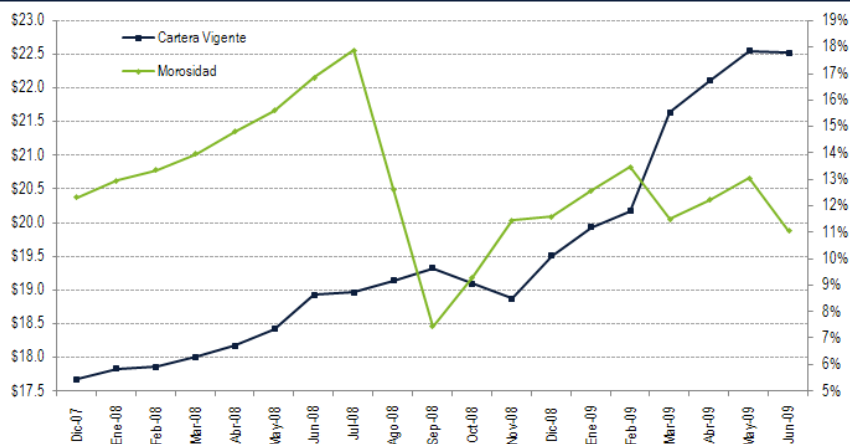
Es importante señalar que los BVCM muestran un incremento en el crédito, mientras que la banca comercial tiene una reducción en su cartera de crédito.



Fuente: HR Ratings de México con información de la CNBV

Nota: Crédito al consumo incluye Tarjeta de Crédito, Créditos Personales y ABCD.

Evolución Cartera de Créditos al Consumo de Bancos Vinculados CM (Miles de millones)

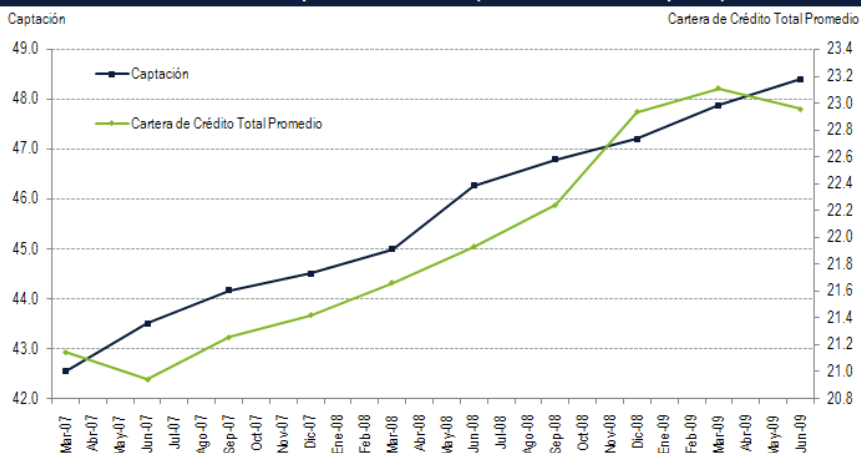


Fuente: HR Ratings de México con información de la CNBV

Nota: Crédito al consumo incluye Tarjeta de Crédito, Créditos Personales y ABCD.

Hablando propiamente de Banco Azteca, la siguiente gráfica muestra la evolución de su cartera de crédito total contra la captación de la misma. Podemos observar que la captación de BAZ es notablemente más alta que la cartera de crédito, lo cual que significa que las operaciones bancarias tienen un superávit de recursos debido a la falta de colocación proporcional a la captación. Sin embargo, podemos decir que se consideran menos riesgosas ya que se encuentran invertidas en instrumentos gubernamentales.

Cartera de Crédito Total contra Captación Tradicional (Miles de millones de pesos)



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

Conclusión General

La estructura corporativa de Grupo Elektra se puede clasificar como una estructura híbrida, dada la combinación de una actividad financiera y una comercial, tanto en México como en diversos países de América Latina. Por tal motivo, ha requerido de la elaboración de métricas especiales para su análisis.

La combinación de la plataforma financiera y comercial, producen una sinergia a través de la relación de originación de créditos para el banco mediante el negocio comercial, lo cual fortalece la estructura del Grupo y lo colocan como una empresa integrada horizontalmente y líder en su sector, así como en un nicho de mercado.

Nuestra calificación de Grupo Elektra está basada en su alto nivel de liquidez, en la pulverización de la gran mayoría de su deuda y en su capacidad de generación de flujo libre de efectivo.

En referencia a la rentabilidad de la empresa, consideramos que su nivel permanece aceptable, a pesar de que tuvo una reducción en 2008 y se espera lo mismo para todo 2009. Sin embargo, se ha dado una compensación en la forma de un incremento importante en la liquidez de la empresa. Para 2010, nuestro escenario base indica que la rentabilidad podría disminuir más, mientras que la liquidez se mantendría alta en términos históricos.

Nuestro escenario base supone un incremento gradual en la rentabilidad del Grupo para los años posteriores al 2010, a pesar de que todavía se encuentra por debajo en términos históricos, al mismo tiempo que la liquidez y la generación de flujo llevarían a la empresa a una disminución en la deuda neta.

Es importante recalcar que el negocio comercial cuenta con un especial alto nivel de efectivo. Sin embargo, gran parte de éste es restringido debido a una operación de derivados que, tomando en cuenta su naturaleza, podemos considerarla como una ventaja potencial muy importante para la empresa.

Nuestro análisis involucra dos escenarios que contemplan las mismas variables macroeconómicas y las modificaciones entre cada escenario se deben al desempeño esperado de la empresa ante un escenario base y uno de estrés. En el escenario base mantenemos un moderado nivel de estrés por el lado del negocio comercial y en mayor medida en el negocio financiero; mientras que en el escenario de estrés, ambos negocios cuentan con un mayor grado de estrés.

Consideramos importante referenciarlos a algunos elementos propios de Banco Azteca para otorgar un mayor contexto a nuestro análisis. Sin embargo, cabe destacar que el análisis de Banco Azteca será calificado en particular en otro reporte, por lo que su detalle en éste será acotado.

Características del Banco

En referencia a la parte financiera, es importante observar para el análisis algunas características de Banco Azteca (BAZ), tales como la estructura de sus costos, los gastos de administración, su balance y su reciente evolución, aspectos que comentamos a continuación.

Estructura de Costos y Gastos

En lo que refiere a sus costos, BAZ muestra un margen financiero envidiable (ingresos por intereses menos gastos por intereses). En 2008, el margen financiero, antes de estimaciones preventivas para riesgos crediticios, llegó a \$14.6mm (miles de millones) con ingresos de \$17.8mm. Después de incluir estas estimaciones por un monto aproximado de \$3mm, el margen financiero se coloca en \$11.6mm, monto que continúa mostrando fortaleza. Este gran margen se debe al bajo costo de captación y a los altos rendimientos que el Banco recibe en sus créditos, los cuales provienen en alguna medida de ventas a crédito por la parte comercial de Elektra. Otro factor importante es la rentabilidad de los recursos captados en los depósitos, pero que no son prestados para el financiamiento de compras.

Sin embargo, también encontramos factores negativos, tanto en la estructura de costos como en la reciente evolución. Primero, podemos mencionar que el deterioro de la economía ha ocasionado el aumento de las estimaciones preventivas para riesgos crediticios, producto del incremento en la cartera vencida y castigos de créditos. En 2006, estas estimaciones representaron el 17.2% del margen financiero no ajustado por el riesgo crediticio. En 2007, llegaron a 18.0%, para avanzar en 2008 a 20.5%. En el primer semestre del 2009 (1S09), esta métrica se colocó en 18.0%, situación que representa un elemento positivo.

Un factor importante que reduce el beneficio de tener un alto margen financiero antes de las estimaciones preventivas, son los altos gastos de administración y promoción. En 2006, éstos representaron el 91.7% de los ingresos de la operación, bajando posteriormente a 87% en 2007, para incrementarse nuevamente a 101% en 2008. Para el primer semestre de 2009, la situación mejoró ligeramente con los gastos, alcanzando el 96% de los ingresos de operación. Sin embargo, esta mejora se debe a una importante ganancia neta en factores no recurrentes. Por ejemplo, hubo un incremento en comisiones y tarifas cobradas en el primer semestre del 2009 por un monto de \$474m (millones) contra \$303m en el mismo periodo del año anterior. Lo mismo ocurre con el resultado por intermediación, cuyos montos comparan \$407m del 1S09 contra una pérdida de \$3.1m del primer semestre del año anterior. Como porcentaje del margen financiero ajustado por riesgos crediticios, los gastos de administración y promoción representaron 109% en el primer semestre del 2009 contra 103% del mismo semestre del año anterior.

Rentabilidad y Liquidez

Como consecuencia de la estructura y la evolución de costos, la rentabilidad de BAZ puede considerarse baja. El resultado neto entre el promedio de activos llegó a 1.37% en 2007, lo cual puede considerarse un año con buenos resultados. Sin embargo, en 2008, esta métrica de rentabilidad cayó a 0.06%, mientras que en el primer semestre de 2009, el ROA subió a 0.34%, en términos anualizados.

Aunque vemos un bajo nivel de rentabilidad en BAZ, hay dos factores que deben tomarse en consideración para un análisis más completo. Primero, tenemos el alto nivel de liquidez que goza la institución financiera; y segundo, la relación que existe entre BAZ y Elektra.

Debido a la fuerte penetración en el mercado, BAZ ha tenido mucho éxito en captar recursos, sin embargo, la colocación de éstos no se ha dado de manera proporcional ya que se mantiene un alto porcentaje de recursos sin ser colocado. En 2007, por ejemplo, la cartera de crédito total de BAZ representaba el 49.5% de la captación tradicional. En 2008, esta métrica cerró en 54.8%. A junio de 2009, la cartera total bajó a 44.7%, debido a que se implementaron políticas más conservadoras de colocación al encontrarnos en un entorno económico difícil.

Los recursos captados no colocados se reflejan básicamente en inversiones en valores y disponibilidades. Aunque éstos no tienen riesgo, su nivel de rentabilidad es comparativamente bajo. Las recientes caídas en la tasa de referencia del Banco de México, han reducido más la rentabilidad de estos activos. Si bien el costo de captación para BAZ es muy bajo, alrededor del 4.3% en el segundo trimestre de 2009 y similar al año pasado, ya no ofrece mucho retorno con la tasa de referencia en 4.5% contra el 7.5% ubicado hace un año. El costo de no colocar es todavía mayor en vista del alto nivel de gastos de administración y promoción. En el primer semestre de 2009, los gastos de administración subieron 6.4% contra el mismo periodo del 2008, al mismo tiempo que la cartera de crédito total ha bajado 2.9%.

Gastos de Operación en el Contexto del Negocio Total

En el modelo de negocio de Elektra, BAZ forma parte integral del Grupo y, por lo tanto, se tiene que evaluar en conjunto, de tal modo que sería incorrecto enfocarnos únicamente a los gastos de administración y promoción por parte del Banco, en vez de tomarlos en el contexto de Elektra.

En 2008, los gastos de administración de BAZ representaban el 83% de los gastos de administración consolidados de Elektra, mientras que, en contraste, los ingresos de BAZ representaban únicamente el 42% de los ingresos consolidados.

Los gastos de administración, vistos en forma consolidada, representan aproximadamente entre el 33% y 35% de los ingresos del Grupo, por lo que observamos que la contabilidad individual no refleja las sinergias que existen entre el negocio financiero y el comercial. Por ejemplo, la fuerza de cobranza beneficia a ambas partes.

Elektra Consolidado

Consolidando el análisis de Grupo Elektra, podemos observar lo siguiente:

Rentabilidad

Tomando en conjunto ambos negocios, incluyendo las operaciones en Latinoamérica, observamos un nivel de rentabilidad aceptable, aunque moderado y, con base en nuestras proyecciones, con cierta tendencia a la baja para el periodo 2009-2010.

Nuestra métrica de retorno sobre el capital empleado (ROCE), muestra un nivel de rentabilidad de 12.9% en 2006 y de 16.5% en 2007. Sin embargo, para 2008 la métrica cae a 9.9% y proyectamos una reducción a niveles de 6.9% para 2009 y 6.8% para 2010. Para 2011 vemos una recuperación en los niveles de ROCE para ubicarse en 8.1%.

A pesar de los menores niveles de flujo libre y rentabilidad que observamos para 2009 y 2010, también percibimos fortaleza en el balance de la empresa, incluyendo menores niveles de deuda neta. De hecho, nuestra proyección de largo plazo, hasta 2011, indica que la empresa podría tener una deuda neta considerablemente inferior a la actual. Además, contemplamos excelentes niveles de cobertura de deuda, lo cual, combinado con proyecciones moderadas, apoya nuestra calificación.

Flujo Libre de Efectivo

Respecto a los niveles de generación de flujo libre de efectivo (FLE), estimamos que llegaría únicamente \$1.7mm durante un difícil 2009 contra \$3.4mm en 2008. Sin embargo, pensamos que esta métrica rebotará a \$2.8mm en 2010 y llegará a \$3.6mm en 2011. Aunque 2009 sea un año difícil, en términos de generación de flujo libre de efectivo, la liquidez que goza Elektra y cada uno de sus negocios, implica que no debería tener problemas en cumplir con un puntual servicio de su deuda.

En 2010, estimamos que el FLE más intereses ganados sea de 1.99x la suma de la amortización de la deuda e intereses pagados, excluyendo la captación tradicional y los intereses que ésta genere. Para 2011 estimamos que esta métrica alcance un nivel de 2.94x. Este indicador en

el escenario de estrés alcanza niveles de 1.61x y 2.27x para 2010 y 2011, respectivamente.

Elementos en las Proyecciones

En términos generales, percibimos un difícil 2010, sin una recuperación fuerte hasta 2011. El entorno complicado que hemos visto extenderse desde 2009, se debe a factores macroeconómicos derivados de la crisis económica sustentada a finales de 2008; mientras que a nivel microeconómico, podemos señalar un estancamiento en la colocación de cartera por parte del banco.

La cartera vigente de BAZ llegó \$23.4mm al cierre de 2008. Al cierre del 2T09, ésta había bajado a \$20.1mm y suponemos que va a continuar reduciéndose hasta al primer trimestre del 2010, llegando a un nivel proyectado de \$19.8mm para terminar ese año en \$20.8mm. Al mismo tiempo, estamos suponiendo que los gastos de administración consolidados estarían en promedio para 2009 y 2010, ligeramente menores a los niveles alcanzados en 2008, alrededor de los \$14.3mm.

Análisis de Deuda

Debido a la naturaleza híbrida de la empresa, es importante detallar como percibimos su riesgo de crédito.

Análisis de Deuda: Negocio Financiero

En referencia a Banco Azteca, observamos niveles de riesgo muy manejables debido, por un lado, al alto nivel de liquidez reflejado en su bajo nivel de colocación de cartera y altos niveles de inversiones en valores; mientras que por el otro lado, tenemos el grado de pulverización de su captación, lo cual, en su mayoría, proviene de un gran número de pequeños cuentahabientes.

Excluyendo la captación tradicional, la única deuda de BAZ es una obligación subordinada de largo plazo por \$1.0mm, lo cual es de baja importancia frente al efectivo e inversiones en valores de \$29.4mm al cierre de junio 2009.

Análisis de Deuda: Negocio Comercial

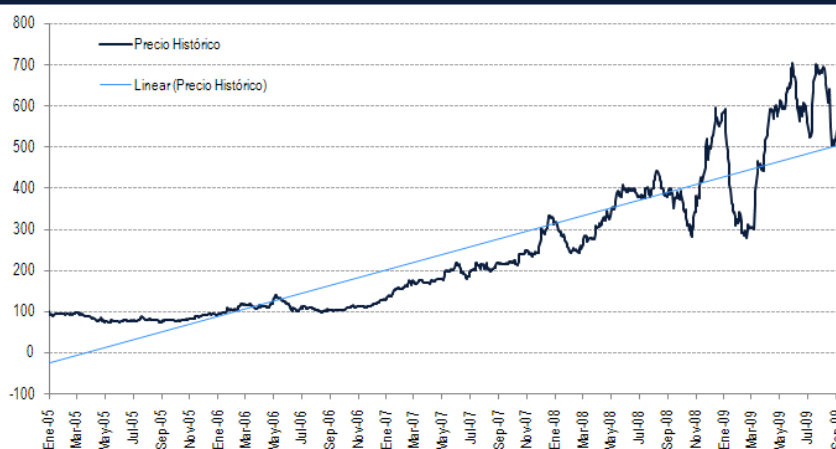
En cuanto al negocio comercial, a junio 2009, la deuda asciende a \$6.9mm y cuenta con efectivo por un monto de \$1.1mm, dando como resultado una deuda neta de \$5.8mm. Adicionalmente, el sector comercial reportaba valores en junio por \$20mm, de los cuales, casi \$14mm estaban restringidos por una operación de derivados, involucrando “equity swaps”.

Suponiendo que en el presente, el valor de la acción de Elektra cayera a cero, los \$14mm restringidos representarían la pérdida máxima que sufriría el negocio comercial. Al tomarlo en contexto, tendríamos como resultado \$6mm no restringidos pertenecientes únicamente al sector comercial, por lo tanto, la deuda neta sería ligeramente negativa, es decir, que la parte comercial contaría con \$200m de valores.

Consideramos que el dinero que está actualmente restringido, más el dinero que posiblemente podría obtener al liquidar los contratos de la operación de equity swap, representa una posición financiera muy fuerte por parte de la empresa, especialmente en su negocio comercial. De acuerdo con información de la empresa, los valores ya acumulados por parte del negocio comercial por \$20mm contra \$13mm en junio 2008, provienen de flujo interno y no provienen de ningún traspaso de recursos del negocio financiero.

En la siguiente gráfica mostramos la evolución del precio de la acción de Elektra desde enero 2005, así como una línea de tendencia. Podemos notar que en el segundo trimestre del 2009, el precio alcanzó sus máximos históricos llegando aproximadamente a \$750. En la actualidad, el precio se encuentra por arriba de los \$500.

Precio Histórico de la acción de Grupo Elektra



Fuente: HR Ratings de México con información de Infosesl

Análisis de Deuda: Consolidado

De manera más amplia, la deuda consolidada de Grupo Elektra llegó en el 2T09 a \$60.6mm, incluyendo la captación tradicional, contra un monto de efectivo e inversiones en valores por \$54.9mm, incluyendo \$22.7mm y \$20.1mm en valores por parte del negocio financiero y comercial, respectivamente. En consecuencia, la deuda neta a junio fue por \$5.7mm.

Al cierre de 2008, la deuda neta había alcanzado \$9.8mm comparada con el cierre de 2007 en \$10.5mm. De tal manera que, a pesar del difícil entorno macroeconómico en el que nos encontramos al cierre del 2008, con una afectación importante en la rentabilidad de la empresa, Elektra muestra una buena capacidad para reducir su deuda neta. En nuestro escenario base suponemos que la deuda neta disminuiría más al término de este año en \$4.7mm y en 2010 en \$3.7mm.

Escenario de Estrés

Nuestro análisis también incorpora un escenario de estrés, que conserva las mismas variables macroeconómicas. Sin embargo, considera un menor desempeño tanto en la parte comercial como en la financiera durante el periodo proyectado.

Por lo que se refiere a los ingresos, para los años 2010 y 2011, castigamos con un promedio de 2.3 puntos porcentuales conforme al escenario base. Para el resto del 2009 se consideró una reducción de 70 puntos base.

En cuanto al margen EBITDA se castigaron en 58, 139 y 195 puntos base contra el escenario base para el periodo de 2009 a 2011 para ubicarse en niveles entre 11% y 12%, que se comparan con los niveles alcanzados en 2006 y 2007 alrededor de 16% y 17%.

Tomando en cuenta lo anterior y teniendo menores márgenes de operación, la cobertura de intereses netos sigue siendo alta. Para 2010 se espera 9.77x, mientras que para 2011 sube notablemente hasta posicionarse en niveles de 14.39x.

Otro elemento que se debe considerar es la cobertura de la relación de la deuda neta entre el margen EBITDA del periodo de 2009 a 2011, donde en el escenario de estrés evoluciona de 0.95x a 0.79x, lo que nos indica que, a pesar de una evolución más estresada, la empresa puede sostener su deuda. Esta métrica se compara con el escenario base donde se coloca entre 0.91x a 0.43x en el mismo periodo.

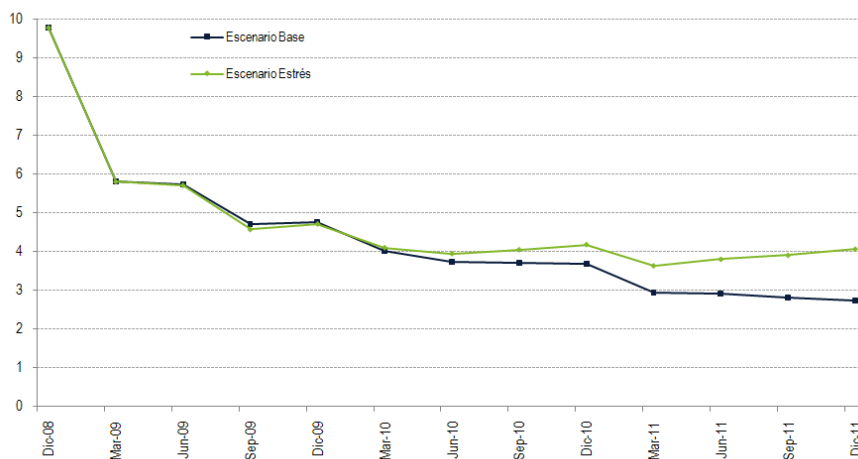
El retorno sobre el capital empleado bajo este escenario, muestra menores niveles en el periodo proyectado que los observados en 2008,

donde se espera que se encuentre en niveles entre 5.3% a 6.4% en los años 2010 y 2011, respectivamente.

Después de analizar a la empresa bajo un escenario de estrés, concluimos que Grupo Elektra mantiene una aceptable capacidad de pago, lo que puede representar un bajo riesgo crediticio.

A continuación presentamos la evolución de la deuda neta de Grupo Elektra, donde muestra la comparación entre el escenario base y el escenario de estrés. En ambos escenarios podemos observar que la empresa cuenta con una aceptable capacidad para disminuir su deuda.

Evolución de la Deuda Neta en miles de millones de pesos



Fuente: HR Ratings de México con base en información de la empresa

Medición de la Métrica del Flujo Libre de Efectivo

Dada la naturaleza híbrida de Elektra, hemos desarrollado una métrica especial para determinar el flujo libre de efectivo (FLE) de la empresa. Normalmente definimos el FLE como el flujo de neto de efectivo generado por actividades de operación, más diferencias en cambios en el efectivo y equivalentes, menos una estimación de gasto de inversión por mantenimiento, más un ajuste por eventos extraordinarios (Favor de observar nuestro estado de flujo de efectivo en los anexos). El flujo generado por actividades de inversión, a su vez, es la suma del flujo derivado a resultados antes de impuestos y del flujo generado en la operación.

Empezamos con el flujo generado por resultados antes de impuestos a la utilidad. A este rubro, le eliminamos la "entrada" de recursos asignados a las cuentas de depreciación y estimación por riesgos crediticios. Al quitar

estas dos cuentas del estado de flujo de efectivo, las estamos considerando como salidas de recursos, a pesar de su naturaleza como partidas virtuales. En el caso de la depreciación, lo justificamos como un gasto de inversión por mantenimiento. En el caso de las estimaciones, suponemos que la estimación representa un castigo, y que un castigo representa una salida por el crédito que no sería recuperado. Si hay recuperaciones, éstas serían reflejadas en otros ingresos y compensarían la salida incorporada en la medición de FLE.

Por otro lado, el flujo generado en la operación es la suma de las cuentas que normalmente podrían considerarse como parte del capital de trabajo y de los impuestos pagados. Normalmente observamos que las cuentas que forman parte del capital de trabajo representan recursos necesarios en la generación del FLE del periodo en cuestión. Sin embargo, en el caso de un banco, hemos concluido la exclusión de las cuentas por cobrar y otros pasivos. Estas cuentas representan nuevos créditos y nueva captación tradicional, por lo que el flujo derivado por nuevos créditos tendría su impacto en el flujo a través de ventas en trimestres futuros. En cuanto a otros pasivos, en caso de entidades financieras, ésta representa una forma de financiamiento externo y, por lo tanto, no es tan relevante para medir flujo interno generado. Por lo tanto, estas dos cuentas las hemos excluido del cálculo del FLE.

La suma de las cuentas de estimaciones del ejercicio, cuentas por cobrar y otros pasivos se ve reflejada en el renglón de “Ajustes al flujo libre de efectivo” en nuestro estado de flujo de efectivo.

Nuestra métrica de FLE puede concluirse en la suma del flujo neto generado por actividades de operación, más diferencias en cambio en el efectivo y equivalentes, más diferencia en cambios, menos gasto de inversión por mantenimiento, más la cuenta de ajustes.

En este análisis, para propósitos del cálculo de indicadores como cobertura de intereses y deuda a EBITDA, la deuda excluye la captación tradicional y los gastos de intereses sobre ella. Estos gastos de interés forman parte de los costos financieros y el margen financiero o utilidad de operación. Los intereses utilizados para el cálculo de estas métricas se registran en el resultado integral de financiamiento.

Anexos

Grupo Elektra Base: Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)					
	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Ventas Netas	38,347	42,248	42,393	41,521	44,118
Costo de bienes vendidos (efectivo)	19,066	22,509	22,623	22,146	23,336
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	19,281	19,739	19,770	19,375	20,782
Gastos de Operación	13,120	14,570	14,557	14,087	14,518
UOPADA (EBITDA)	6,161	5,169	5,213	5,289	6,264
Depreciación y Amortización	1,526	1,757	1,961	1,973	2,038
Utilidad Operativa	4,635	3,413	3,252	3,316	4,226
Otros Ingresos y (gastos) netos	105	-838	-39	-20	-20
Otros ingresos generales y (gastos) netos	106	-828	-39	-20	-20
PTU Causado	2	10	0	0	0
Utilidad de Operaciones Normales	4,739	2,574	3,213	3,296	4,206
Resultado Integral de Financiamiento	4,091	9,779	18	-321	-214
Intereses Pagados	915	1,078	999	841	766
Otros Gastos Financieros	0	1,275	4,359	0	0
Ingresos por Intereses	440	150	420	398	429
Otros Productos Financieros	4,493	11,293	5,040	0	0
Ingreso Financiero Neto	4,017	9,090	101	-443	-337
Resultado Cambiario	154	689	-83	122	123
Resultado por posición monetaria	-80	0	0	0	0
Utilidad después del RIF	8,830	12,353	3,231	2,975	3,992
Participación en Subsid. no Consolidadas	53	-31	3	59	59
Utilidad antes de Impuestos	8,882	12,323	3,234	3,034	4,052
Impuestos sobre la Utilidad	2,434	2,946	907	849	1,134
Impuestos Causados	2,022	2,234	485	680	908
Impuestos Diferidos	413	711	422	170	227
Resultado antes de operaciones discontinuadas	6,448	9,377	2,327	2,184	2,917
Utilidad Neta Consolidada	6,448	9,377	2,327	2,184	2,917
Utilidad Mayoritaria	6,448	9,377	2,327	2,184	2,917
Margen Bruto	50.28	46.72	46.64	46.66	47.11
Margen EBITDA	16.07	12.24	12.30	12.74	14.20
Margen de Operación	12.09	8.08	7.67	7.99	9.58
Tasa de Impuestos (%)	27.41	23.91	28.05	28.00	28.00
Cobertura de Intereses Netos	12.96	5.57	9.00	11.94	18.60

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la empresa

Grupo Elektra Base: Balance en Ps Nominales (m)					
	2007	2008	2009P	2010P	2011P
ACTIVO TOTAL	82,555	102,675	108,927	113,041	118,649
Activo Circulante	72,911	92,391	99,208	103,173	108,519
Efectivo e Inversiones Temporales	39,826	45,307	55,772	58,757	62,223
Efectivo	6,559	12,609	12,291	12,948	13,712
Inversiones Temporales	33,267	32,698	43,481	45,809	48,511
Cuentas y Documentos x Cobrar	22,063	26,363	22,093	22,995	24,799
Otras Cuentas Y Docs. Por Cobrar (Neto)	3,791	4,870	4,153	4,153	4,153
Inventarios	3,671	4,314	3,951	3,811	3,679
Otros Activos Circulantes	3,560	11,537	13,238	13,457	13,665
Activo a Largo Plazo	1,971	1,703	1,707	1,766	1,825
Invers. Subs. N.C.	1,971	1,703	1,707	1,766	1,825
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,253	7,070	6,601	6,841	7,183
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	1,420	1,512	1,412	1,261	1,121
Gastos Amortizables	169	261	250	250	250
Credito Mercantil	848	848	760	609	469
Otros Activos	402	402	402	402	402
PASIVO TOTAL	63,043	69,727	74,288	76,477	79,428
Pasivo Circulante	55,870	61,570	66,597	68,937	71,662
Proveedores	4,289	3,613	3,509	3,609	3,827
Pasivo con Costo de C.P.	46,402	50,955	57,292	59,532	62,039
Impuestos por Pagar	638	660	277	277	277
Otros Pas. Circ. sin costo	4,541	6,342	5,519	5,519	5,519
Pasivo con Costo a Largo Plazo	3,965	4,119	3,224	2,902	2,902
Créditos Diferidos	194	126	77	77	77
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	3,015	3,912	4,390	4,560	4,787
Impuestos Diferidos	2,558	3,408	3,835	4,005	4,232
Otros	457	504	555	555	555
CAPITAL CONTABLE	19,511	32,948	34,639	36,565	39,221
Mayoritario	19,511	32,948	34,639	36,565	39,221
Otros	19,020	23,571	32,248	34,210	36,030
Excess (Insufic) Act.	-6,048	0	64	171	275
Utilidad del Ejercicio	6,539	9,377	2,327	2,184	2,917
Deuda Total	50,367	55,074	60,516	62,434	64,941
Deuda Neta	10,541	9,767	4,745	3,677	2,717
Deuda Neta / EBITDA	1.71	1.89	0.91	0.70	0.43
Retorno sobre Capital empleado (ROCE)	16.5%	9.9%	6.9%	6.8%	8.1%

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la empresa

Grupo Elektra Base: Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)					
	2007	2008	2009P	2010P	2011P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	8,882	12,323	3,234	3,034	4,052
+Estimación del Ejercicio	3,261	3,834	3,419	2,388	2,432
+Provisión del Ejercicio	37	0	0	0	0
+(-) Otras Partidas no Realizadas	-1,292	-9,909	58	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	2,006	-6,075	3,477	2,388	2,432
Depreciación y Amortización	1,526	1,757	1,961	1,973	2,038
Partic. Subsidiarios non Consolid.	-53	31	-3	-59	-59
Intereses a Favor	-440	-150	-420	-398	-429
(-)+ Utiliz. Pérd. en Venta de Inmb. y Neg. Conj.	0	28	1	0	0
+ Pérdida por Deterioro	0	229	0	0	0
+(-)Otras Partidas	0	673	-680	0	0
Otras Partidas Rel. Con Act. De Inversión	0	929	-680	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	1,034	2,567	859	1,516	1,550
Intereses Devengados	915	1,078	999	841	766
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	915	1,078	999	841	766
Flujo Derivado a Resul. antes de Imp. a la Util.	12,837	9,892	8,568	7,778	8,799
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	-5,259	-8,134	850	-3,290	-4,235
Decremento (Incremento) en Inventarios	8	-643	363	141	131
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	562	1,020	-1,182	-219	-208
Incremento (Decremento) en Proveedores	169	-676	-105	101	218
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	5,314	3,167	6,814	2,663	3,101
Movimientos en Capital de Trabajo	794	-5,266	6,740	-605	-993
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-2,022	-622	-572	-680	-908
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-1,227	-5,888	6,168	-1,284	-1,901
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.	11,610	4,004	14,737	6,494	6,898
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-2,013	-2,950	-1,338	-1,961	-2,141
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	0	33	7	0	0
Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo	-2,013	-2,917	-1,331	-1,961	-2,141
Inv. Neta en Acc. con Carácter Perm.	-267	-333	0	0	0
Inver. Neta en Act. Intang. y Otras Perm.	-11,295	0	0	0	0
Intereses Cobrados	440	782	251	398	429
Otras Partidas	0	0	-15	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1,841	-2,468	-1,095	-1,563	-1,712
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	9,769	1,536	13,642	4,931	5,186
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Financiamientos Bancarios	1,138	1,587	3,000	0	0
Financiamientos Bursátiles	-841	2,000	0	0	0
Otros Financiamientos	-356	4	0	0	0
Financiamientos Bancarios, Burst. y Otros	-59	3,592	3,000	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	0	-1,616	-4,013	-751	-594
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	-325	-361	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	-2,375	-296	-144	0	0
Amortizaciones Bancarios, Burst. Y Otros	0	-2,237	-4,518	-751	-594
Intereses Pagados	-915	-1,052	-988	-841	-766
Financiamiento "Ajeno"	-974	302	-2,506	-1,592	-1,360
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-371	-302	-365	-365	-365
Recompra de Acciones	-1,890	2,170	-320	0	0
Prima en Vena de Acciones	485	1,775	0	0	0
Otras Partidas	485	1,775	0	0	0
Financiamiento "Propio"	-1,776	3,643	-684	-365	-365
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-2,751	3,945	-3,190	-1,957	-1,725
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	7,019	5,481	10,452	2,974	3,461
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	830	-0	13	11	5
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	31,977	39,826	45,307	55,772	58,757
Efectivo y equiv. al final del Periodo	39,826	45,307	55,772	58,757	62,223
Gasto de Inversión por Mantenimiento	1,526	1,757	1,961	1,973	2,038
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	-3,317	1,132	-11,083	-1,761	-1,298
Flujo Libre de Efectivo (con ajustes especiales)	7,597	3,380	1,706	2,772	3,567

HR Ratings Proyecciones basados en los reportes de la compañía

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Grupo Elektra Estrés: Estado de Resultados en Pesos Nominales (m)					
	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Ventas Netas	38,347	42,248	42,097	39,864	41,795
Costo de bienes vendidos (efectivo)	19,066	22,509	22,596	21,350	22,124
Utilidad Operativa bruta (antes de depreciar)	19,281	19,739	19,501	18,515	19,671
Gastos de Operación	13,120	14,570	14,567	13,992	14,554
UOPADA (EBITDA)	6,161	5,169	4,934	4,523	5,118
Depreciación y Amortización	1,526	1,757	1,961	1,965	2,012
Utilidad Operativa	4,635	3,413	2,973	2,557	3,106
Otros Ingresos y (gastos) netos	105	-838	-39	-20	-20
Otros ingresos generales y (gastos) netos	106	-828	-39	-20	-20
PTU Causado	2	10	0	0	0
Utilidad de Operaciones Normales	4,739	2,574	2,934	2,537	3,086
Resultado Integral de Financiamiento	4,091	9,779	10	-341	-233
Intereses Pagados	915	1,078	1,004	849	773
Otros Gastos Financieros	0	1,275	4,359	0	0
Ingresos por Intereses	440	150	417	387	417
Otros Productos Financieros	4,493	11,293	5,040	0	0
Ingreso Financiero Neto	4,017	9,090	93	-463	-356
Resultado Cambiario	154	689	-83	122	123
Resultado por posición monetaria	-80	0	0	0	0
Utilidad después del RIF	8,830	12,353	2,944	2,197	2,853
Participación en Subsid. no Consolidadas	53	-31	3	59	59
Utilidad antes de Impuestos	8,882	12,323	2,947	2,256	2,912
Impuestos sobre la Utilidad	2,434	2,946	827	632	815
Impuestos Causados	2,022	2,234	421	505	652
Impuestos Diferidos	413	711	406	126	163
Resultado antes de operaciones discontinuadas	6,448	9,377	2,120	1,624	2,097
Utilidad Neta Consolidada	6,448	9,377	2,120	1,624	2,097
Utilidad Mayoritaria	6,448	9,377	2,120	1,624	2,097
Margen Bruto	50.28	46.72	46.32	46.44	47.07
Margen EBITDA	16.07	12.24	11.72	11.35	12.24
Margen de Operación	12.09	8.08	7.06	6.41	7.43
Tasa de Impuestos (%)	27.41	23.91	28.06	28.00	28.00
Cobertura de Intereses Netos	12.96	5.57	8.41	9.77	14.39

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la empresa

Grupo Elektra Estrés: Balance en Ps Nominales (m)					
	2007	2008	2009P	2010P	2011P
ACTIVO TOTAL	82,555	102,675	108,679	111,958	116,597
Activo Circulante	72,911	92,391	98,960	102,161	106,601
Efectivo e Inversiones Temporales	39,826	45,307	55,806	58,255	60,878
Efectivo	6,559	12,609	12,298	12,838	13,416
Inversiones Temporales	33,267	32,698	43,508	45,417	47,462
Cuentas y Documentos x Cobrar	22,063	26,363	22,093	22,995	24,799
Otras Cuentas Y Docs. Por Cobrar (Neto)	3,791	4,870	4,153	4,153	4,153
Inventarios	3,671	4,314	3,669	3,301	3,106
Otros Activos Circulantes	3,560	11,537	13,238	13,457	13,665
Activo a Largo Plazo	1,971	1,703	1,707	1,766	1,825
Invers. Subs. N.C.	1,971	1,703	1,707	1,766	1,825
Inmuebles, Plantas y Equipo (Neto)	6,253	7,070	6,601	6,770	7,050
Activos Intangibles y Cargos Diferidos	1,420	1,512	1,412	1,261	1,121
Gastos Amortizables	169	261	250	250	250
Credito Mercantil	848	848	760	609	469
Otros Activos	402	402	402	402	402
PASIVO TOTAL	63,043	69,727	74,247	76,160	78,965
Pasivo Circulante	55,870	61,570	66,571	68,681	71,322
Proveedores	4,289	3,613	3,483	3,352	3,487
Pasivo con Costo de C.P.	46,402	50,955	57,292	59,532	62,039
Impuestos por Pagar	638	660	277	277	277
Otros Pas. Circ. sin costo	4,541	6,342	5,519	5,519	5,519
Pasivo con Costo a Largo Plazo	3,965	4,119	3,224	2,902	2,902
Créditos Diferidos	194	126	77	77	77
Otros Pasivos Largo Plazo sin Costo	3,015	3,912	4,374	4,501	4,664
Impuestos Diferidos	2,558	3,408	3,819	3,945	4,108
Otros	457	504	555	555	555
CAPITAL CONTABLE	19,511	32,948	34,433	35,798	37,633
Mayoritario	19,511	32,948	34,433	35,798	37,633
Otros	19,020	23,571	32,248	34,004	35,263
Excess (Insufic) Act.	-6,048	0	64	170	273
Utilidad del Ejercicio	6,539	9,377	2,120	1,624	2,097
Deuda Total	50,367	55,074	60,516	62,434	64,941
Deuda Neta	10,541	9,767	4,711	4,179	4,063
Deuda Neta / EBITDA	1.71	1.89	0.95	0.92	0.79
Retorno sobre Capital empleado (ROCE)	16.5%	9.9%	6.4%	5.3%	6.2%

Fuente: HR Ratings proyecciones y de la empresa

Grupo Elektra Estrés: Flujo de Efectivo en PS Nominales (m)					
	2007	2008	2009P	2010P	2011P
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
Utilidad o Pérdida antes de Impuestos	8,882	12,323	2,947	2,256	2,912
+Estimación del Ejercicio	3,261	3,834	3,419	2,388	2,432
+Provisión del Ejercicio	37	0	0	0	0
+(-) Otras Partidas no Realizadas	-1,292	-9,909	58	0	0
Partidas sin Impacto en el Efectivo	2,006	-6,075	3,477	2,388	2,432
Depreciación y Amortización	1,526	1,757	1,961	1,965	2,012
Partic. Subsidiarios non Consolid.	-53	31	-3	-59	-59
Intereses a Favor	-440	-150	-417	-387	-417
(-)+ Utiliz. Pérd. en Venta de Inmb. y Neg. Conj.	0	28	1	0	0
+ Pérdida por Deterioro	0	229	0	0	0
+(-)Otras Partidas	0	673	-680	0	0
Otras Partidas Rel. Con Act. De Inversión	0	929	-680	0	0
Partidas Relacionadas con Actividades de Inversion	1,034	2,567	861	1,520	1,535
Intereses Devengados	915	1,078	1,004	849	773
Partidas Relac. con Activ. de Financ.	915	1,078	1,004	849	773
Flujo Derivado a Resul. antes de Imp. a la Util.	12,837	9,892	8,290	7,013	7,652
Decremento (Incremento) en Cuentas por Cobrar	-5,259	-8,134	850	-3,290	-4,235
Decremento (Incremento) en Inventarios	8	-643	645	369	194
Decr. (Incr.) en Otras Cuentas por Cobrar y Otros Activos	562	1,020	-1,182	-219	-208
Incremento (Decremento) en Proveedores	169	-676	-130	-131	135
Incremento (Decremento) en Otros Pasivos	5,314	3,167	6,814	2,663	3,101
Movimientos en Capital de Trabajo	794	-5,266	6,997	-608	-1,013
Impuestos a la Utilidad Pagados o Devueltos	-2,022	-622	-507	-505	-652
Flujos Generados o Utilizados en la Operación	-1,227	-5,888	6,489	-1,113	-1,665
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Oper.	11,610	4,004	14,779	5,899	5,987
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN					
Inversión en Inmuebles, Planta y Equipo	-2,013	-2,950	-1,338	-1,883	-2,054
Venta de Inmuebles, Planta y Equipo	0	33	7	0	0
Inversión Neta en Inmuebles, Planta y Equipo	-2,013	-2,917	-1,331	-1,883	-2,054
Inv. Neta en Acc. con Carácter Perm.	-267	-333	0	0	0
Inver. Neta en Act. Intang. y Otras Perm.	-11,295	0	0	0	0
Intereses Cobrados	440	782	249	387	417
Otras Partidas	0	0	-15	0	0
Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión	-1,841	-2,468	-1,098	-1,496	-1,636
Efectivo Exced.(Req.) para aplicar en Activid.de Financ.	9,769	1,536	13,681	4,403	4,350
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Financiamientos Bancarios	1,138	1,587	3,000	0	0
Financiamientos Bursátiles	-841	2,000	0	0	0
Otros Financiamientos	-356	4	0	0	0
Financiamientos Bancarios, Burst. y Otros	-59	3,592	3,000	0	0
Amortización de Financiamientos Bancarios	0	-1,616	-4,013	-751	-594
Amortización de Financiamientos Bursátiles	0	-325	-361	0	0
Amortización de Otros Financiamientos	-2,375	-296	-144	0	0
Amortizaciones Bancarios, Burst. Y Otros	0	-2,237	-4,518	-751	-594
Intereses Pagados	-915	-1,052	-993	-849	-773
Financiamiento "Ajeno"	-974	302	-2,511	-1,600	-1,367
Incrementos (Decremento) en el Capital Social	0	0	0	0	0
Dividendos Pagados	-371	-302	-365	-365	-365
Recompra de Acciones	-1,890	2,170	-320	0	0
Prima en Vena de Acciones	485	1,775	0	0	0
Otras Partidas	485	1,775	0	0	0
Financiamiento "Propio"	-1,776	3,643	-684	-365	-365
Flujos Netos de Efectivo de Activ. de Finan.	-2,751	3,945	-3,195	-1,965	-1,732
Incre.(Dismin.) neto de Efectivo y Equiv.	7,019	5,481	10,486	2,438	2,618
Difer. en Cambios en el Efectivo y Equiv.	830	-0	13	11	5
Efectivo y equiv. al principio del Periodo	31,977	39,826	45,307	55,806	58,255
Efectivo y equiv. al final del Periodo	39,826	45,307	55,806	58,255	60,878
Gasto de Inversión por Mantenimiento	1,526	1,757	1,961	1,965	2,012
Ajustes al Flujo Libre de Efectivo	-3,317	1,132	-11,083	-1,761	-1,298
Flujo Libre de Efectivo (con ajustes especiales)	7,597	3,380	1,748	2,185	2,682

HR Ratings Proyecciones basados en los reportes de la compañía

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.



Grupo Elektra, S.A. de C.V.

Calificación de Largo Plazo

13 de noviembre de 2009

Calificación Corporativa

HR AA

La nueva alternativa en calificación de valores.

Las calificaciones de HR Ratings de México S.A. de C.V. son opiniones de calidad crediticia y no son recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento. HR Ratings basa sus calificaciones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables. HR Ratings, sin embargo, no garantiza, la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de los emisores de instrumentos de deuda calificados por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en la cantidad y tipo emitida por cada instrumento. La bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso a la alza o a la baja, la calificación, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings de México, S.A de C.V. La calificación que otorga HR Ratings de México es de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y en cumplimiento de la normativa aplicable que se encuentran en la página de la calificadoradora www.hrratings.com, donde se puede consultar documentos como el código y políticas de conducta, normas para el uso de información confidencial, metodologías, criterios y calificaciones vigentes.

*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.