

La nueva alternativa en calificación de valores.

Contactos

Fernando Montes de Oca
Analista
E-mail: fernando.montesdeoca@hrratings.com

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

Luis Márquez
Analista Jr.
E-mail: luis.marquez@hrratings.com

C+ (52-55) 1500 3130

Calificaciones

Crédito Real
Perspectiva

La calificación que determina HR Ratings de México S.A. de C.V., para Crédito Real S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R. es "HR A-", lo cual significa que el emisor o emisión con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantienen bajo riesgo crediticio bajo escenarios económicos adversos. El signo "-" es una posición de debilidad relativa dentro de la escala de capitalización.

Indicadores Principales	Marzo 2009
Índice de Cobertura	1.00x
Índice de Morosidad	0.78%
Índice de Capitalización	20.75%
Razón de Apalancamiento	4.99x
Cartera de Crédito Vigente (P\$millones)	3,063.24
Pasivos Bursátiles y Bancarios (P\$millones)	2,869.23

Fuente: HR Ratings con Información de Crédito Real

HR Ratings de México, S.A. de C.V., asigna la calificación crediticia de "HR A-" a Crédito Real S.A. de C.V., SOFOM, E.N.R (Crédito Real). Dicha calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda y mantiene bajo riesgo crediticio bajo un escenario económico adverso. El análisis realizado por HR Ratings incluye la evaluación de factores cualitativos y cuantitativos, así como la proyección de estados financieros bajo un escenario económico de alto estrés.

Los factores positivos que influyeron en la calificación son:

- Naturaleza del negocio con gran estabilidad debido a que alrededor del 77% de la cartera se descuenta directamente de la nómina de trabajadores del gobierno.
 - Crecimiento sostenido en las proyecciones de cartera de crédito vigente bajo un alto escenario de estrés y nivel de morosidad controlado hasta 2010.
 - Alta calidad administrativa derivada de la administración de riesgos operativos, alta calidad y experiencia gerencial y sistema de control interno integral.
 - Alto nivel de capitalización gracias a la acumulación de utilidades y sano crecimiento de cartera de crédito.
 - Estricto proceso de origenación de créditos, ajustando la metodología de otorgación dependiendo de las condiciones de mercado.
 - Buena capacidad generadora de efectivo hasta 2010, a pesar de realizar las proyecciones bajo un escenario de alto estrés.
 - Mejor diversificación de cartera en sus tres segmentos de negocio, con bajo nivel de morosidad y alta rentabilidad.

Factores negativos que afectaron la calificación de la empresa:

- Gran concentración en la fuente de fondeo vía el mercado bursátil.
 - El costo de fondeo tiene gran sensibilidad a las condiciones de mercado.
 - La mayor parte del financiamiento es de corto plazo, con alto costo y vencimientos consecutivos.
 - Vencimiento de pasivos menor a vencimiento de activos en el corto plazo.
 - Bajo nivel de eficiencia operativa en términos relativos.

Supuestos importantes en la elaboración de escenarios de estrés:

- En el escenario de estrés aplicado por HR Ratings se espera un crecimiento promedio de 28% y 23% durante 2009 y 2010 en la cartera de crédito bruta, año contra año. (vs. 77% registrada al tercer trimestre de 2008).
 - Reducción en el spread de tasas de interés a 8.0% y 9.4% al finalizar 2009 y 2010, de 14.2% registrado al primer trimestre del 2009.
 - HR Ratings supone en el escenario de estrés que Crédito Real mantendrá su política de cobertura de 1x en relación a la cartera de crédito vencida.
 - El escenario de HR Ratings supone que el vencimiento de pasivos bursátiles de corto plazo son financiados de manera inmediata, impactando el costo de la deuda. En este sentido, HR Ratings supone fondeo por alrededor de P\$3,700 millones y P\$4,500 millones al cierre de 2009 y 2010.
 - Bajo el escenario de estrés al que Crédito Real fue afectada, esperamos un índice de capitalización mínimo de 15.8% al tercer trimestre del 2010.

El análisis realizado por HR Ratings refleja gran solidez en la operación de Crédito Real y buena sustentabilidad del negocio; no obstante, el nivel de liquidez (revolvencia de activos y pasivos) y la eficiencia operativa son los principales riesgos a tomar en cuenta por el inversionista.

La nueva alternativa en calificación de valores.

Perfil de Crédito Real

Descripción de la Compañía

Crédito Real, S.A. de C.V. se constituyó como una empresa de factoraje en el año de 1993, celebrando una asociación de participación entre el accionista mayoritario y GE Capital. La institución surge al detectar una necesidad creciente en el mercado nacional; satisfacer la demanda de crédito al consumo para personas físicas con el atractivo de ofrecerles pagos fijos y un mecanismo flexible para tener acceso al crédito.

Crédito Real, S.A. de C.V. se convierte en Sociedad Financiera de Objeto Múltiple, Entidad no Regulada, a partir del 2006, brindándole la oportunidad de otorgar crédito directo y continuar con sus operaciones de factoraje de crédito al consumo.

A lo largo de su historia, Crédito Real ha contado con diversos socios entre los que destacan el consorcio chileno de empresas industriales y financieras Cruz Blanca, y la sociedad anónima promotora de inversión que permanece actualmente, Futu-lem.

Actualmente los nichos de negocio de Crédito Real son tres:

- Tomar en factoraje cuentas por cobrar en parcialidades, derivadas de ventas al menudeo de enseres domésticos mayores. (Cartera Tradicional)
- Tomar en factoraje cartera originada por Distribuidores que otorgan financiamiento al consumo a empleados gubernamentales, los cuales son recuperados a través del descuento vía nomina. (Cartera de Descuento vía Nómina)
- Otorgar créditos directos a grupos mediante el esquema de obligado solidario cruzado. (Cartera de Crediequipos)

Crédito Real cuenta con una cartera de 398 Distribuidores, contando así con alrededor de 1,100 puntos de venta en todo el país. La operación cuenta con una cobertura nacional agrupada en 7 regiones geográficas contando con una mayor presencia en el norte y centro del país.

La empresa originalmente se enfocó en un segmento joven, con un nivel socio económico bajo, casados, con vivienda propia. Sin embargo, conforme ha ido expandiendo sus formatos de crédito, han ido expandiendo sus nichos de mercado; enfocándose principalmente al sector público y el sector femenino.

Actualmente Crédito Real cuenta con el compromiso de continuar con un sustentado crecimiento mediante el establecimiento de mecanismos, tanto para incursionar en nuevos nichos de mercado como para mantener los ya existentes.

Control Accionario

La empresa Futu-lem, accionista mayoritario de Crédito Real, es una sociedad anónima promotora de inversión bursátil cuyo objeto social consiste en ser tenedora de acciones de empresas, participando en todas ellas con el respectivo capital social de forma mayoritaria.

La nueva alternativa en calificación de valores.

Los accionistas mayoritarios de Futu-lem son la familia Berrondo, la familia Esteve y la familia Saiz, empresarios con gran experiencia en negocio de crédito al consumo.

Nexxus Capital Private Equity Fund III, L.P. es otro de los accionistas con una participación importante en Crédito Real. Nexxus Capital es una sociedad de nacionalidad canadiense fundada en 1995 con oficinas en México y es el administrador de fondos de capital privado mexicano más grande del país.

Nexxus Capital se especializa en hacer inversiones en empresas medianas familiares en México con un alto potencial de crecimiento que se enfoquen en la creciente clase media.

A continuación presentamos la tenencia accionaria de Crédito Real:

Tipo de Capital	No. de Acciones Clase I	No. de Acciones Clase II	Total de acciones
Capital fijo Acciones serie "A" sin expresión de valor nominal	8,111,651.00	2,721,886.00	10,833,537.00
Capital variable Acciones serie "B" y "C" Sin expresión de valor nominal		4,195,021.00	4,195,021.00
TOTAL	8,111,651.00	6,916,907.00	15,028,558.00

(*) Acciones que, en tanto sean pagadoras, no confieren derecho de voto alguno.

Comités de Administración, Organigrama y Directivos

Comités de Administración

Los comités realizados por Crédito Real tienen como finalidad el adecuado planteamiento y resolución de temas de suma importancia para el buen funcionamiento de la organización. Los comités buscan el establecimiento de nuevas políticas o modificación de las ya existentes.

La nueva alternativa en calificación de valores.

De acuerdo a su función, los comités se han formado de la manera siguiente:

Comités de Administración	Funciones Principales
Comité Ejecutivo	<ul style="list-style-type: none"> Revisar y aprobar los asuntos relacionados con conclusiones y problemas de los demás Comités. Revisar el presupuesto anual por negocio, así como las estrategias generales del negocio.
Comité de Auditoría	<ul style="list-style-type: none"> Revisar y discutir los estados financieros con las áreas responsables, identificar oportunidades y fungir de manera general como un órgano de control interno. Es fundamental que el Comité revise los procesos que realiza Crédito Real con el objetivo de que la operación se mantenga con un funcionamiento adecuado.
Comité de Crédito, Riesgos y Tesorería	<ul style="list-style-type: none"> Revisar el comportamiento de las carteras y formular propuestas para provisiones y reservas por negocio. El Comité analiza los mecanismos de fondeo y propone políticas de operación de manera general para reducir el riesgo operativo y crediticio.
Comité de Compensaciones	<ul style="list-style-type: none"> Revisar y aprobar políticas de sueldos y compensaciones generales. Revisar el mercado de sueldos y compensaciones de los primeros niveles directivos. Revisar los perfiles para los sueldos de los dos primeros niveles directivos de la sociedad.

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

Organigrama

Crédito Real presenta una estructura directiva horizontal facilitando la comunicación entre las diferentes áreas y por ende logrando una mayor eficiencia operativa. A continuación se presenta una representación de su estructura organizacional:



Directivos

Una de las ventajas en la evaluación de riesgos de Crédito Real es la experiencia de sus directivos y la preparación de los mismos. A continuación se mencionan los principales directivos de la empresa:

Nombre	Puesto	Antigüedad en el Puesto	Años de Experiencia en su Área de Especialidad
Angel Francisco Romanos Berrondo	Director General	15	18
Lorena Margarita Cárdenas Costas	Director Finanzas	1	15
Carlos Enrique Ochoa Valdés	Director Operaciones	12	12
Adalberto Robles Rábago	Director Recursos Humanos	1	9
Lizeth Meneses Mares	Director Comercial	1	8
Luis Calixto López Lozano	Director Jurídico	4	11
Luis Carlos Aguilar Castillo	Director descuento por nómina	14	20
Jacobo Stern Levin	Director Crediequipos	1	8

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

Fusión con Crediplus

Con el fin estratégico de ampliar su oferta de productos otorgando créditos directos a individuos y obtener un crecimiento acelerado aprovechando la infraestructura y procesos de Crédito Real, los accionistas acuerdan en marzo del 2007 la Fusión entre Crédito Real y su afiliada Crediplus, siendo esta última la entidad fusionada, y asumiendo así los activos, pasivos y capital contable de Crediplus.

Durante esa etapa se abren 122 sucursales propias denominadas "Crediplus" que eran las encargadas de promover la colocación del crédito, así como recabar la información requerida para su procesamiento y aprobación. Esta estrategia de colocación agresiva no funciona en términos de cobranza esperada y como resultado se decide cambiar a un modelo de negocios que se adecuara a la situación de mercado local.

Después de evaluar diferentes alternativas para un nuevo modelo de negocio, Crédito Real cierra la mayoría de las tiendas de Crediplus y mantiene abiertas únicamente las sucursales rentables. Dichas sucursales empiezan a operar bajo una nueva marca llamada Crediequipos, otorgando créditos en efectivo a individuos que son parte de un grupo y que son obligados solidarios entre sí. Dicho modelo de negocios ha probado ser exitoso tanto a nivel internacional como local, por lo que Crédito Real ha establecido como una de sus prioridades tener una importante expansión en el mismo.

La nueva alternativa en calificación de valores.

Enfoque de Negocio por Tipo de Cartera

Cartera de Crédito Tradicional

Especializada en el otorgamiento de créditos para bienes de consumo duradero y servicios, principalmente línea blanca, mueble, electrónica entre otros, que le son cedidas por varios Distribuidores con quienes la compañía ha celebrado contratos con ese fin.

Con catorce años de experiencia en el mercado, Crédito Real tiene una participación en el mercado de 25% en el financiamiento de muebles, electrónica, cocinas, recubrimientos cerámicos y se cuenta con 330 socios comerciales con más de 1500 puntos de venta. Al cierre de 2008, la Cartera de Crédito Tradicional representa alrededor del 20% de la cartera total de Crédito Real.

Cartera de Descuento por Nómina

Su objetivo principal es otorgar préstamos personales a empleados de gobierno, teniendo como fuente de pago automática la remuneración de la entidad al trabajador.

Los préstamos de esta cartera son otorgados por distribuidores que celebran "convenios de colaboración" con las dependencias, que les permiten hacer la promoción y otorgamiento del crédito y presentar a cobro el descuento que la dependencia le realiza al trabajador por el crédito otorgado. Una vez celebrado el convenio Crédito Real adquiere los derechos de crédito mediante un descuento en factoraje financiero con el distribuidor, delegando la cobranza a este último. Al cierre del 2008 la Cartera de Descuento por Nómina representa alrededor del 78% de la cartera total de Crédito Real.

Cartera de Crediequipos

El negocio de esta cartera es el otorgamiento de créditos en efectivo, a través de sucursales posicionadas en diversos estados de la República Mexicana a individuos que son parte de un grupo denominado "crediequipos". Dicho grupo está integrado por personas que no tienen acceso al sistema bancario tradicional y que desean obtener un préstamo de dinero grupal para mejorar las condiciones de sus negocios.

Los equipos están conformados por entre 12 y 15 personas de nacionalidad mexicana con una mayoría femenina en la formación y cuyos créditos deberán ser utilizados únicamente como capital de trabajo de actividades comerciales. Todos los miembros de cada grupo constituyen un aval del resto de los integrantes a través de una garantía prendería solidaria para el pago total del préstamo grupal hasta por el 100%.

Al primer trimestre del 2009 la cartera de Crediequipos representa alrededor del 2% de la cartera total de Crédito Real con 40 sucursales; no obstante, la compañía tiene una estrategia de expansión muy agresiva en los próximos meses, por lo que esperamos que su peso dentro de la cartera incremente gradualmente.

La nueva alternativa en calificación de valores.

Programa de Certificados Bursátiles

El Programa de Certificados Bursátiles tiene como finalidad proveer de liquidez suficiente a Crédito Real, siendo esta la principal fuente de financiamiento para la empresa. Actualmente la Comisión Nacional Bancaria y de Valores ha autorizado a Crédito Real, mediante oficio 153/17059/2008 con fecha de 7 de abril de 2008, la ampliación del monto total de certificados bursátiles de corto plazo y largo plazo a emitirse bajo el Programa Dual Revolvente de Certificados Bursátiles.

El monto máximo e certificados bursátiles de Crédito Real en circulación pasó de P\$2,000 millones a P\$4,000 millones o su equivalente en Unidades de Inversión, con un máximo de P\$2,000 millones de los mismos de corto plazo.

Competencia

Entre la principal competencia a la que Crédito Real se enfrenta en la Cartera de Descuento por Nómina actualmente se encuentran:

Competencia	
Grupo Chedraui	Cadena líder en el sector de tiendas de autoservicio. Cuenta con un modelo de préstamos llamados CONSUPAGO, teniendo como principal fortaleza su localización dentro de las tiendas Chedraui. Al día de hoy tiene mas de mil millones en cartera con crecimientos anuales por arriba del 200% buscando nuevos canales y formas novedosas de atender a sus clientes
Etesa	Empresa que ofrece a los trabajadores de sectores gubernamentales, maestros y empleados públicos de todo el país, sus servicios mediante descuentos vía nómina. Dedicada a proveer y llevar hasta la puerta de los hogares de sus clientes los artículos adquiridos. Cuenta con más de 500 puntos de venta móviles teniendo así como principal fortaleza una disponibilidad total y accesibilidad.
Cetelem	Filial de BNP Paribas; empresa multinacional especializada en el otorgamiento de créditos al consumo. Cuenta con innovadores esquemas de créditos al consumo convirtiéndolos en una opción muy competitiva en el mercado. Se enfoca en elevar el nivel de vida y bienestar de las familias mexicanas, dándoles soluciones de crédito adaptadas a sus necesidades de consumo, ya sea en comercios afiliados o por internet.
Fonacot	Organismo público descentralizado de interés social que tiene como objeto promover el ahorro de los trabajadores, otorgarles financiamiento y garantizar su acceso a créditos para la adquisición de bienes y pagos de servicios. Herramienta de compra enfocada en ayudar a elevar el nivel de vida de los trabajadores ofreciendo la mejor tasa de interés sin requerir de enganche, aval o fiador.

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

Análisis de Riesgos Cualitativos

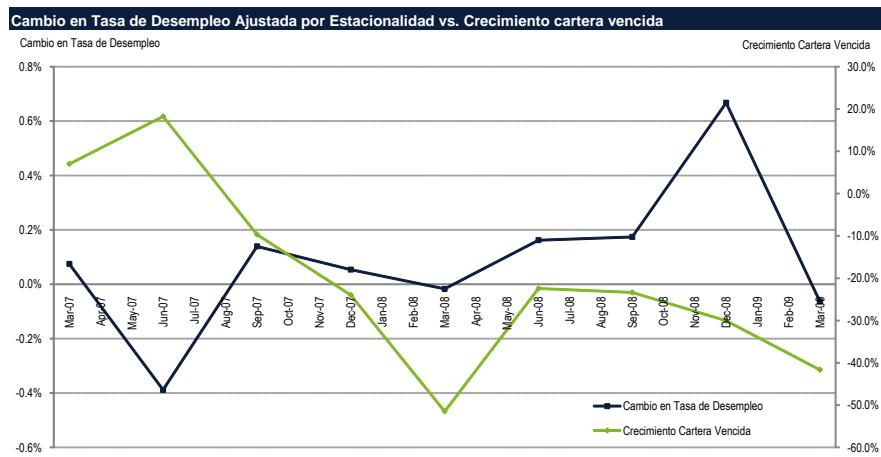
Riesgo de la Industria

Durante los últimos años la industria de las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple tuvo un sólido crecimiento, impulsado principalmente por el gobierno y el financiamiento otorgado por la banca comercial, de desarrollo y el mercado bursátil en general. No obstante, el deterioro económico de los últimos doce meses en México ha generado menor tasa de crecimiento en las carteras de las Sofomes, un incremento en el índice de morosidad y por lo tanto menor rentabilidad de los negocios.

En relación a Crédito Real, el crédito otorgado por la empresa se especializa en bienes de consumo, principalmente, vía los diferentes distribuidores contratados y crédito directo, por lo que una caída en el empleo a nivel nacional, incrementaría el riesgo de la empresa. Las condiciones económicas de los últimos meses han generado una caída en el desempleo a nivel nacional, alcanzando niveles de 5.3% en febrero del 2009, y un importante deterioro en las ventas al menudeo.

La cartera de Crédito Real hasta ahora no ha reflejado un efecto negativo sustancial en su morosidad derivado de condiciones económicas adversas. No obstante la perspectiva de crecimiento de la industria podría modificar dicha situación, incrementando ligeramente el índice de morosidad, que actualmente se encuentra en 0.78% al cierre del primer trimestre del 2009.

En este sentido, a pesar de la ligera recuperación en el primer trimestre del 2009, esperamos que la tasa de desempleo registre algunas alzas en lo que resta del 2009 y por lo tanto afecte la morosidad de la cartera de Crédito Real. A continuación podemos ver dicha relación.



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

En relación a las ventas al menudeo, sirven como referencia en la medición de la demanda por bienes de consumo y que afectarían el desempeño de la cartera de Crédito Real, especialmente la cartera de Crédito Tradicional. A continuación observamos el desempeño de las ventas al menudeo en México desde el 2006.

*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.

La nueva alternativa en calificación de valores.



Las perspectivas de la industria no dejan de ser un riesgo para el desempeño de Crédito Real durante los próximos años (observado el efecto en las proyecciones realizadas); sin embargo, existen factores positivos como la calidad de su cartera, la exposición de la cartera a la Cartera de Descuento Vía Nómica, posicionamiento de mercado, representado por la recurrencia de sus clientes al pedir créditos adicionales, y las tendencias tecnológicas, que contrarrestarían parcialmente un posible deterioro en empleo y ventas al menudeo.

Mantenerse a la vanguardia en relación a las tendencias tecnológicas ha sido una de las fortalezas de Crédito Real, mejorando los sistemas de originación, cobranza y flujo de información interna por medio de la aplicación de un sistema de información integral y con excelente cobertura dentro de la entidad.

Evaluación de la Administración

La calidad de la administración es uno de los factores que da solidez al análisis cualitativo de Crédito Real. La experiencia de los directivos, su reacción ante situaciones de estrés, toma de decisiones en comités con integrantes altamente calificados, un sistema de control interno integral y el esfuerzo por mantener un gobierno corporativo eficaz son las bases de dicha solidez.

La estructura organizacional de la entidad es muy clara, incluyendo la descripción de puestos y la asignación de responsabilidades. En este sentido, Crédito Real cuenta con políticas de incentivos y personal altamente calificado que beneficia la operación en general e incrementa la calidad de la administración. La toma de decisiones relacionadas a presupuesto anual, auditoría de estados financieros, revisión del desempeño de carteras y políticas de originación y políticas de sueldos y compensaciones, entre otras, se realizan en base a comités integrados por personal especializado en el tema.

En cuanto al capital humano, Crédito Real se ha esforzado por mantener personal altamente calificado, con una experiencia conjunta a nivel directivo de más de 100

La nueva alternativa en calificación de valores.

años. Asimismo, la fuerza laboral mantiene buen nivel de especialización en sus respectivas áreas, con sistemas de control interno y tecnología adaptada a sus necesidades que reducen el riesgo operativo e incrementan la eficiencia de labores.

Con el objetivo de reducir riesgos operativos y dar certidumbre a las transacciones que realiza la compañía, Crédito Real mantiene estrategias de administración de riesgos claras y un sistema de control integral en donde se delimitan responsabilidades y se asegura que las diferentes áreas lleve a cabo los procesos de acuerdo con las políticas internas. A nivel operativo, dicho control incluye historial sobre los fraudes cometidos en la operación, supervisión del personal y aplicación de filtros para la identificación de riesgos operativos y procesos detallados en la otorgación, servicio y cobranza de créditos.

En cuanto a la administración de cartera, el proceso de originación, administración y cobranza de Crédito Real es evaluado día a día para incluir nuevos parámetros de conducta y adaptarse a las necesidades de financiamiento de los clientes. Con el uso de herramientas tecnológicas, políticas internas y personal con años de experiencia en su ramo, la institución se enfoca en reducir la morosidad de la cartera e incrementar la calidad en la administración para mejorar los márgenes de la empresa.

Riesgo Contable, Regulatorio y Competitivo

Crédito Real publicó sus resultados al cuarto trimestre del 2008 en conformidad con las normas de información financiera establecidas en México (NIF). La preparación de los mismos requirió que la empresa utilizara algunos supuestos y estimaciones; sin embargo dichos supuestos fueron evaluados por la firma de auditores externos y no encontraron cambios fundamentales.

A partir de enero del 2009 Crédito Real deberá cambiar sus bases contables, de las NIF a los criterios contables establecidos en las disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones de crédito. En consecuencia, la entidad continuará con el proceso de adecuación e implementación a las nuevas políticas contables y el análisis de HR Ratings se realizó de acuerdo a dichas políticas contables.

Crédito Real opera bajo los criterios de una SOFOM, E.N.R. por lo que no está sujeta a la reglamentación establecida por la CNBV para las Sofomes o que forman parte de un grupo financiero. Ante dicha situación, la entidad ha integrado procesos, que si bien no son normas oficiales establecidas por la autoridad, representan una auto-regulación que reduce el riesgo de no pago de la empresa y es visto de manera positiva para la calificación de HR Ratings.

La competencia de Crédito Real viene de empresas tanto de capital privado (Grupo Chedrahui, Etesa y Cetelem), como apoyadas por el gobierno federal (Fonacot). La competencia principal viene sobre la cartera de crédito de descuento vía nómina; no obstante, consideramos que la capacidad de los Distribuidores de Crédito Real para traer nuevas carteras en factoraje y el crecimiento de Crediequipos será capaz de contrarrestar el efecto negativo de la competencia.

La nueva alternativa en calificación de valores.

Análisis de Riesgos Cuantitativos

El análisis cuantitativo se basa en una serie de métricas financieras primarias (ver Anexo) obtenidas de proyecciones y supuestos establecidos por HR Ratings. La calificación obtenida supone un escenario con nivel de estrés importante y refleja la capacidad de pago de Crédito Real bajo condiciones económicas adversas. Los supuestos realizados en el escenario de estrés fueron los siguientes:

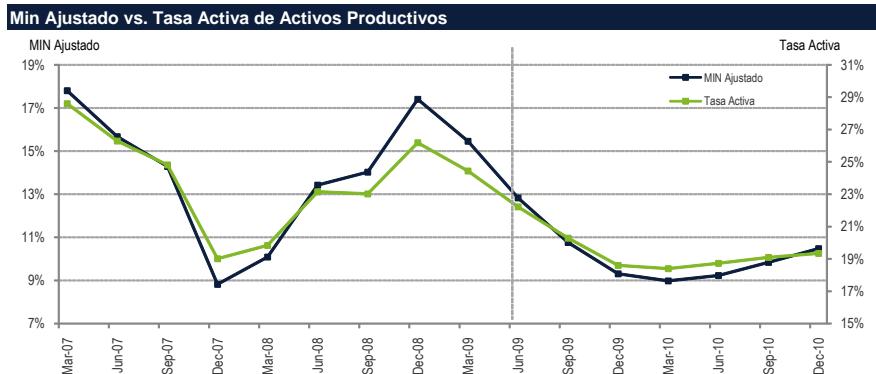
- Crecimiento promedio de 28% y 23% durante 2009 y 2010 en la cartera de crédito bruta, año contra año. (vs. 77% registrada al tercer trimestre de 2008).
- Reducción en el spread de tasas de interés a 8.0% y 9.4% al finalizar 2009 y 2010, comparado con 14.2% registrado al cierre de 2008.
- Mantener la política de cobertura de 1.00x en relación a la cartera de crédito vencida.
- Vencimiento de pasivos bursátiles de corto plazo son financiados de manera inmediata, impactando el costo de la deuda.
- Ligeras mejoras en eficiencia y crecimiento en gastos similar a tendencia histórica.

Rentabilidad

Los altos niveles de rentabilidad de Crédito Real son como resultado de un alto nivel de margen financiero, incremento en la tasa activa cobrada, uso eficiente de recursos, mejor diversificación en su cartera de crédito y mayor control de gastos y costos por la empresa.

El margen financiero como porcentaje de activos productivos (MIN ajustado) ha tenido una tendencia ascendente durante el último año, pasando de 10.1% durante el primer trimestre del año a 17.41% en diciembre del 2008 y después a 15.46% en el primer trimestre del 2009. Dicho efecto se explica por un incremento de alrededor de 800 puntos base en la tasa activa de activos productivos, mayor participación del negocio de Crediequipos sobre la cartera total y gran esfuerzo de la compañía por mantener el costo de la deuda relativamente bajo control. Desde nuestro punto de vista el MIN ajustado podría sufrir cierto deterioro en el corto plazo debido a las condiciones económicas y mayor costo de endeudamiento; no obstante, creemos que a partir del 2010 dicha tendencia tendría que revertirse. En la siguiente gráfica observamos el nivel de rentabilidad de acuerdo al MIN ajustado y nuestras expectativas de dicho factor:

La nueva alternativa en calificación de valores.

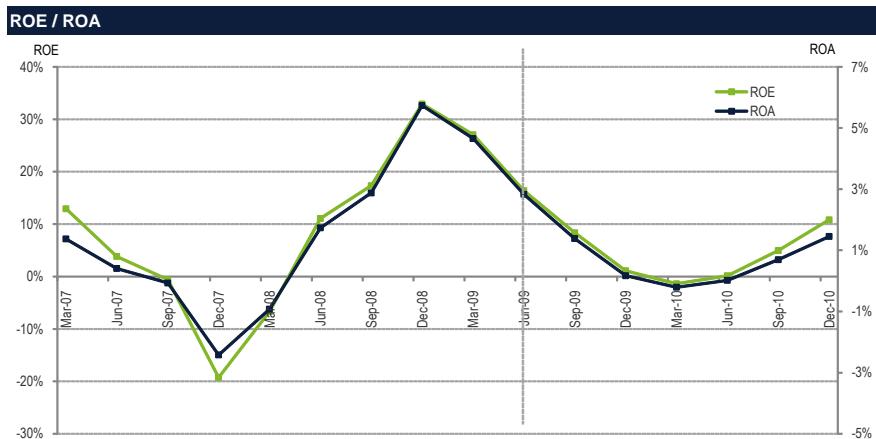


La generación de efectivo de la empresa ha sido bastante sólido durante los últimos meses y a pesar de que los resultados en 2007 se vieron afectados por las estimaciones preventivas absorbidas de la cartera de Crediplus, durante los últimos doce meses vimos una importante recuperación. Las condiciones económicas actuales han afectado la rentabilidad de la empresa, principalmente por un incremento en los gastos por intereses; sin embargo el retorno operativo bruto y neto se mantienen sobre niveles aceptables, en 13.8% y 5.4%, respectivamente, mientras que el ROA y ROE alcanzaron 4.7% y 27.1% al primer trimestre del 2009.

Como era de esperarse debido a las condiciones económicas actuales y a que nuestro análisis se basa en un escenario de alto nivel de estrés, esperamos que durante los próximos dos años la rentabilidad de la empresa demuestre algunas presiones, principalmente por un crecimiento no tan acelerado en la cartera de crédito y mayor nivel de gastos por intereses a los observados recientemente; no obstante, creemos que el retorno de la empresa registrará su mínimo en el primer semestre del 2010, para después continuar con cierta recuperación.

A pesar de las presiones antes mencionadas, la calidad de la cartera de Crédito Real (que se analizará más adelante), el eficiente control de gastos de administración, recuperación en la tasa activa y mejor diversificación de su cartera, serán factores que apoyarán la rentabilidad de la empresa y paulatina recuperación en los indicadores descritos. En la siguiente gráfica observamos la expectativa de desempeño del ROA y ROE:

La nueva alternativa en calificación de valores.



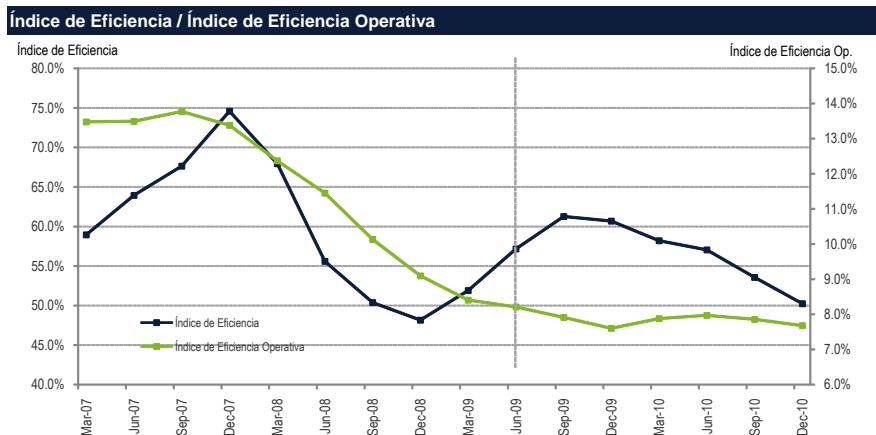
Eficiencia Operativa

La eficiencia operativa está altamente relacionada con la rentabilidad de la empresa. Cómo se mencionó en el apartado anterior, uno de los factores positivos de Crédito Real ha sido el manejo de costos y gastos de administración, los cuales han tenido una tendencia a disminuir como porcentaje de los ingresos y resultado operativo.

El índice de eficiencia, que representa los gastos de administración como porcentaje de ingresos de la operación más estimaciones preventivas cayó de 67.9% el primer trimestre del 2008 a 51.9% en el primer trimestre del 2009, beneficiado por buen uso en sistemas de información y buen manejo de costos. Por otro lado, los gastos de administración como porcentaje del activo total también ha registrado algunos avances, alcanzando un 8.4% en el primer trimestre del año y demostrando que el manejo de la cartera se ha vuelto más eficiente. A pesar de que durante los últimos meses la eficiencia de la empresa ha mejorado, en términos relativos con empresas de características similares, Crédito Real aún demuestra riesgos importantes en la eficiencia operativa.

Desde nuestro punto de vista los gastos de administración como porcentaje de ingresos de operación y activo total registrarán ciertas alzas en los próximos trimestres debido a la agresiva estrategia de expansión en Crediequipos y ligeras presiones en la rentabilidad de la cartera de crédito. Dicha situación presionará el riesgo de eficiencia a la alza durante 2009, por lo que es uno de los factores que monitorear en el corto plazo. Esperamos que los índices de eficiencia tengan el siguiente desempeño:

La nueva alternativa en calificación de valores.



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

* Proyecciones realizadas a partir del 2T09

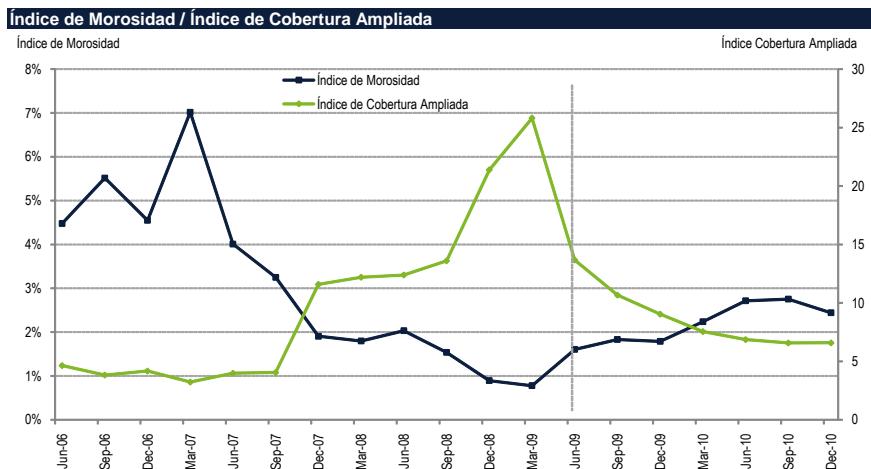
Calidad de los Activos con Riesgo Crediticio

La calidad de la cartera de Crédito Real ha mejorado durante los últimos años. Por un lado el índice de cobertura subió de 0.46x en el tercer trimestre del 2007, a 1.00x a partir del cuarto trimestre del 2007 a la fecha. La compañía ha establecido una estrategia en la que cubre la totalidad de la cartera vencida con estimaciones preventivas ante riesgos crediticios, disminuyendo el riesgo por pérdidas futuras en la cartera. Las pérdidas derivadas de dicha estrategia se han visto más que compensadas por el nivel de rentabilidad de las carteras e incremento en la tasa activa. El índice de cobertura amplia (que incluye al capital contable como parte de la cobertura) reflejó una situación similar, casi triplicando su nivel durante el cuarto trimestre del 2007, llegando hasta 11.49x. Al cierre del primer trimestre del 2009 el índice de cobertura amplia cerró en 25.82x, mostrando la preocupación de la empresa por disminuir el riesgo ante posibles pérdidas crediticias.

Además de la sana cobertura de Crédito Real, la originación de créditos por parte de la empresa ha mostrado importantes mejorías, incrementando la calidad de la cartera crediticia. El índice de morosidad pasó de 7.02% en el primer trimestre del 2007 a 0.78% durante el primer trimestre del 2009, reflejando estándares más estrictos en la originación de créditos y constantes actualizaciones en bases de datos y procesos de otorgamiento de créditos para así evitar fraudes.

En las proyecciones realizadas por HR Ratings suponemos que la empresa mantendrá su política de cobertura en la cartera vencida, manteniendo el Índice de Cobertura en 1.00x. No obstante, para el índice de cobertura amplia e índice de morosidad, debido a condiciones económicas adversas y a un escenario con alto nivel de estrés, suponemos que la mora de Crédito Real podría subir hasta 2.44% a final de 2010, con un índice de cobertura amplia de 9.65x. La gráfica siguiente demuestra el desempeño del índice de cobertura amplia e índice de morosidad.

La nueva alternativa en calificación de valores.



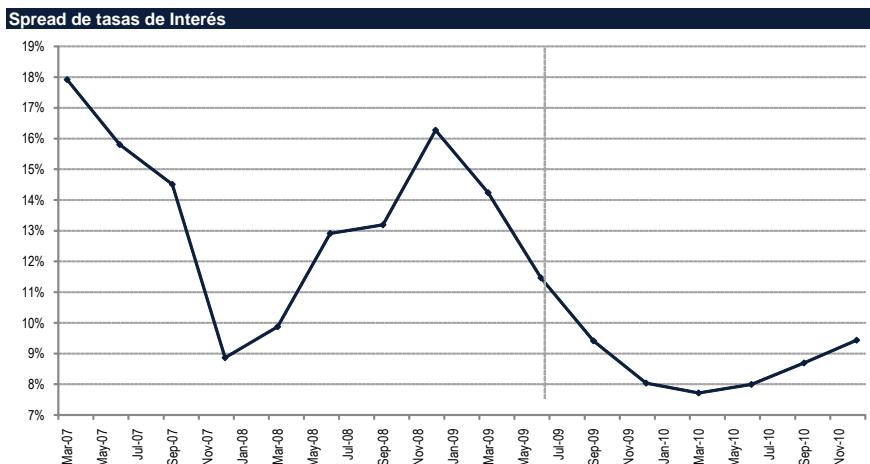
A pesar de la aplicación de un escenario de estrés en donde la calidad de la cartera podría deteriorarse, la solidez en el negocio de Crédito Real, el nivel de rentabilidad e índice de capitalización, serán de gran importancia para contrarrestar este tipo de riesgo.

Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado se define como la sensibilidad de Crédito Real ante posibles cambios en tasas de interés. HR Ratings analiza este factor de riesgo desde dos perspectivas, la volatilidad en el Spread de tasas de interés y la capitalización de activos sujetos a riesgo de mercado.

Crédito real mantiene sensibilidad al riesgo de mercado desde el punto de vista del costo de la deuda y la aversión al riesgo por parte de los inversionistas (tomando en cuenta que la mayor parte de su fondeo es vía emisiones de corto plazo). Al analizar el desempeño del Spread de Tasas de interés y el nivel de tasa activa cobrada a los clientes, consideramos que dicho riesgo está compensado en su mayoría. Al primer trimestre del 2009 el Spread de Tasas alcanzó 16.3%, viniendo de 9.9% en el primer trimestre del 2008. En el escenario de estrés aplicado por HR Ratings consideramos que el spread de tasas podría sufrir ciertas presiones debido a mayor costo de endeudamiento y menor rentabilidad de las carteras; no obstante, la empresa refleja niveles sanos de riesgo de mercado. A continuación observamos la tendencia en el spread de tasas de Crédito Real:

La nueva alternativa en calificación de valores.



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

* Proyecciones realizadas a partir del 2T09

En cuanto al índice de capitalización de riesgo de mercado, la empresa mantiene niveles sanos y por lo tanto el riesgo ante posibles cambios en tasas de interés es controlable. Durante los últimos doce meses Crédito Real registró un mínimo de capitalización a riesgo de mercado de 229.0%, lo que se mantiene superior a los estándares de la industria. En las proyecciones realizadas para la capitalización de mercado, esta métrica alcanza niveles cercanos a 40% durante los próximos dos años.

Índice de Solvencia

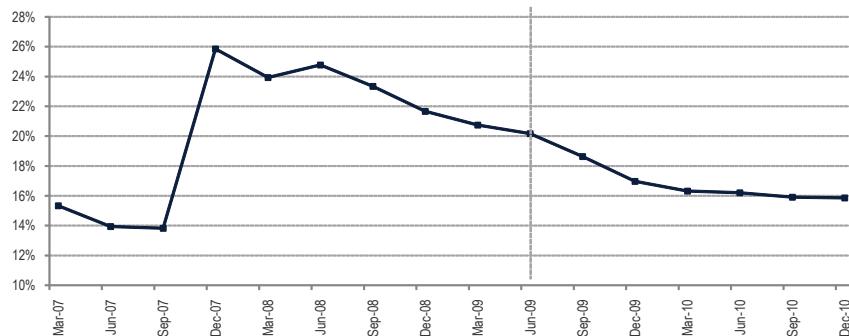
La solvencia de Crédito Real se evaluó en base a la capitalización de la empresa y su capacidad para, en base a las utilidades generadas y calidad de la cartera de crédito, mantener un índice de capitalización superior al mínimo establecido por las autoridades en México.

En términos generales la capacidad de generación de efectivo de la empresa y su rentabilidad han mantenido el índice de capitalización bastante sólido a lo largo de los últimos dos años. El nivel mínimo registrado en los últimos 24 meses fue de 13.82% en el tercer trimestre del 2007, afectado también por la fusión con Crediplus; no obstante, a partir de dicha fecha la capitalización ha ido creciendo, cerrando el primer trimestre del 2009 en 20.75% y por arriba del mínimo requerido para la banca de 8%.

En cuanto a las proyecciones realizadas por HR Ratings, el escenario de estrés al que fueron sometidos los estados financieros demostró que la empresa es capaz de mantener un índice de capitalización por arriba de los estándares de la industria y, aunque reflejan niveles inferiores a los actuales, superiores a instituciones de características similares. Al cierre del 2009 y 2010 el índice de capitalización de Crédito Real estuvo en 16.9% y 15.9%, reflejando un escenario de mayor estrés económico pero con buena solidez financiera. A continuación presentamos el desempeño del Índice de Capitalización:

La nueva alternativa en calificación de valores.

Índice de Capitalización



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

* Proyecciones realizadas a partir del 2T09

Al hablar específicamente el índice de Capitalización a Riesgos Crediticios encontramos una tendencia similar pero con métricas ligeramente superiores debido a la exclusión de los activos sujetos a riesgo de mercado, que en este caso son marginales en relación a los activos sujetos a riesgo crediticio. Al primer trimestre del 2009 este indicador cerró en 22.1%, mostrando solidez durante los próximos dos años de acuerdo a nuestras proyecciones y cerrando en 17.7% y 16.5% en 2009 y 2010.

Dada la naturaleza del negocio y que el otorgamiento de créditos depende de su capacidad de captación de recursos, vía mercado bursátil o préstamos bancarios, la razón de apalancamiento está cercana a 5.00x al primer trimestre del 2009. Durante los próximos 24 meses esperamos que el apalancamiento de la empresa registre algunas presiones debido a mayor endeudamiento para poder cumplir con las necesidades de fondeo de la cartera de crédito. Dicha situación llevaría la razón de apalancamiento, de acuerdo a nuestro escenario de estrés, a niveles de 6.6x y 6.9x a finales de 2009 y 2010.

Liquidez

La liquidez de Crédito Real es uno de los factores preocupantes en el análisis de riesgos. El fondeo de la empresa se obtiene casi en su totalidad del Programa de Certificados Bursátiles antes descrito (96.8% en el primer trimestre del 2009), el cual se ha enfocado casi en su totalidad en emisiones de corto y mediano plazo debido a las condiciones de mercado.

Las condiciones de financiamiento se han deteriorado durante los últimos meses gracias a mayor aversión al riesgo de los inversionistas. Durante 2009 los días promedio de las emisiones fueron de alrededor de 106 días, inferior a los 261 registrados durante 2008. Adicionalmente, la tasa de fondeo llegó a un máximo de TIIE + 500 puntos base en diciembre de 2008, señalando este punto como el de máxima desconfianza de los inversionistas y mayor aversión al riesgo.

Los pasivos bursátiles en circulación al cierre del tercer trimestre del 2008 alcanzaron alrededor de P\$2,730m, financiando buena parte de los P\$3,063m en cartera vigente. A pesar de que por la naturaleza del negocio es aceptable tener revolvencia en pasivos menor a la revolvencia en activos, en este caso buena parte de la cartera tiene vencimiento superior a un año, mientras que alrededor de

*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.

Supported by know how provided by CARE®

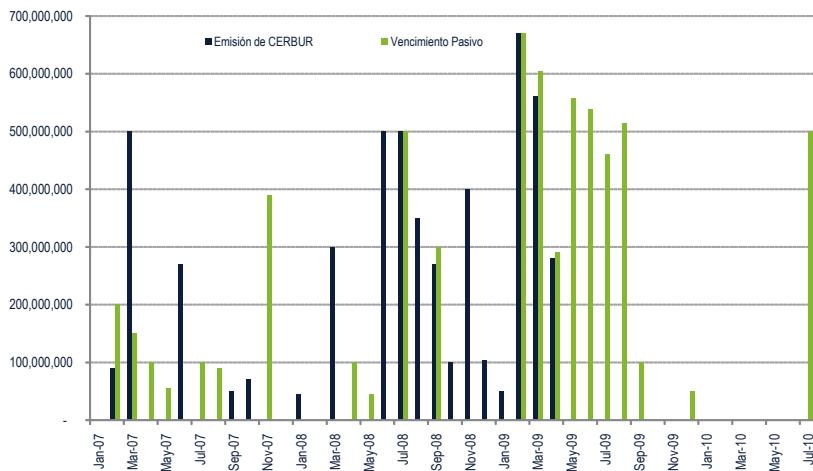
La nueva alternativa en calificación de valores.

P\$2,280m de los pasivos bursátiles tendrán que ser cubiertos por la empresa en lo que resta de 2009.

Dado el historial de pago de Crédito Real y el éxito que ha tenido en la emisión de Certificados Bursátiles hasta ahora, suponemos que la empresa será capaz de refinanciar el vencimiento de pasivos bursátiles. No obstante, consideramos que el riesgo de liquidez existe debido a la dependencia en las condiciones económicas y la aversión al riesgo de los inversionistas para realizar emisiones de mayor plazo y con vencimientos más escalonados.

En la gráfica siguiente observamos las emisiones y vencimientos de Crédito Real durante los últimos meses:

Emisiones / Vencimientos al 31 de Abril de 2009



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

* Proyecciones realizadas a partir del 2T09

Cabe resaltar en este sentido que la empresa continúa evaluando otras fuentes de financiamiento como la bursatilización de cartera y emisiones de deuda bursátil con garantía parcial, lo cual sería un gran aliciente en el riesgo de liquidez y mejorarían la posición financiera de la empresa en general.

La nueva alternativa en calificación de valores.

Conclusión

De acuerdo al análisis de riesgos realizado por HR Ratings asignamos una calificación de "HR A-" a Crédito Real S.A. de C.V. SOFOM, E.N.R., la cual ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda y mantiene bajo nivel de riesgo crediticio bajo un escenario de estrés alto.

Crédito Real refleja importantes fortalezas desde el punto de vista de la administración, rentabilidad, bajo riesgo de mercado y solvencia, lo cual beneficia la calificación final y ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de su deuda. No obstante, dentro de los factores de riesgo más preocupantes para HR Ratings encontramos el riesgo de la industria (debido a las condiciones de mercado), eficiencia operativa y riesgo de liquidez. Este último es de gran importancia dado que la concentración en las fuentes de financiamiento provoca gran sensibilidad de Crédito Real a las condiciones económicas y que por lo tanto los plazos de fondeo sean cortos.

ANEXOS

Balance: Crédito Real, SOFOM E.N.R. (P\$ miles)	Mar-07	Mar-08	Mar-09	Dec-09	Dec-10
I. Activo	1,844,443	2,704,978	3,558,510	4,449,742	5,311,494
I.1 Disponibilidades	6,923	25,636	85,105	62,842	90,110
I.2 Inversiones en valores	484,421	228,512	157,393	157,393	165,263
I.4 Total Cartera de Credito Neto	1,130,244	2,235,050	3,063,243	3,976,740	4,803,353
I.4.a Cartera de credito neta	1,130,244	2,235,050	3,063,243	3,976,740	4,803,353
I.4.a.1 Cartera de credito vigente	1,120,890	2,235,050	3,063,243	3,976,740	4,803,353
I.4.a.2 Cartera de credito vencida	84,597	41,039	23,953	72,400	120,182
I.4.a.3 Estimacion preventiva para riesgos crediticios	(75,243)	(41,039)	(23,953)	(72,400)	(120,182)
I.5 Otros Activos	222,855	215,780	252,768	252,768	252,768
I.5.a Otras cuentas por cobrar	31,051	22,334	64,332	64,332	64,332
I.5.b Bienes adjudicados	120	269	235	235	235
I.5.c Inmuebles, mobiliario y equipo	24,137	20,731	21,910	21,910	21,910
I.5.e Impuestos diferidos (a favor)	23,905	61,532	39,347	39,347	39,347
I.5.f Otros activos misc.	139,132	110,914	126,944	126,944	126,944
II. Pasivo	1,646,551	2,245,482	2,964,055	3,867,952	4,663,253
II.1 Pasivos Bursátiles	1,597,578	2,159,103	2,869,234	3,698,368	4,563,186
II.5 Otras cuentas por pagar	0	9,991	81,438	81,438	81,438
II.7 Impuestos diferidos (a cargo)	8,048	2,426	13,382	12,146	18,629
III. Capital contable	197,892	459,496	594,455	581,789	671,274
III.1 Capital mayoritario	197,892	459,496	594,455	581,789	648,240
III.1.a Capital contribuido	104,582	450,733	450,733	450,733	450,733
III.1.b Capital ganado	93,310	8,763	143,722	131,056	197,507
III.1.b.15 Resultado neto mayoritario	13,381	32,657	19,038	6,372	72,823

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

* Proyecciones realizadas a partir del 2T09

La nueva alternativa en calificación de valores.

Edo. De Resultados: Crédito Real, SOFOM E.N.R. (P\$ miles)	Mar-07	Mar-08	Mar-09	Dec-09	Dec-10
I.1 Ingresos por intereses	500,958	566,046	787,298	832,025	1,096,383
I.2 Gastos por intereses (menos)	144,313	183,721	260,560	326,629	383,272
I.4 Margen financiero (igual a)	350,529	376,430	526,739	505,397	713,110
I.5 Estimacion preventiva para riesgos crediticios (menos)	102,365	187,455	70,466	178,608	260,112
I.6 Margen financiero ajustado por riesgos crediticios (igual a)	248,164	188,975	456,273	326,789	452,999
Comisiones Netas	(31,895)	(29,517)	(49,346)	(65,344)	(52,275)
I.7 Ingresos (egresos) totales de la operacion	216,269	159,458	406,927	261,445	400,723
I.7.a Gastos de administracion y promocion (menos)	187,841	240,617	243,987	267,134	331,898
I.8 Resultado de la operacion (igual a)	28,428	(81,159)	162,940	(5,689)	68,826
I.8.a Otros productos (mas)	17,452	27,442	15,570	12,505	12,789
I.8.b Otros gastos (menos)	4,051	1,902	1,805	1,548	600
I.9 Resultado antes de ISR y PTU (igual a)	41,829	(55,619)	176,706	5,267	81,014
I.9.a ISR y PTU Causado (menos)	8,202	(36,159)	3,797	(473)	5,671
I.9.b ISR y PTU Diferidos (menos)	12,172	(2,286)	21,781	(37)	6,481
I.9.c IETU (menos)	-	9,991	(2,003)	(468)	2,430
I.13 Resultado neto mayoritario (igual a)	21,455	(27,165)	153,130	6,245	66,432

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

* Proyecciones realizadas a partir del 2T09

** Información 12 meses Acumulada

La nueva alternativa en calificación de valores.

METRICAS PRIMARIAS	Mar-07	Mar-08	Mar-09	Dec-09	Dec-10
Nivel de Rentabilidad					
MIN Ajustado	17.81%	10.09%	15.46%	9.30%	10.47%
ROA	1.37%	-0.93%	4.66%	0.17%	1.45%
ROE	12.93%	-6.70%	27.08%	1.08%	10.83%
Retorno Operativo Bruto	15.52%	8.57%	13.76%	7.44%	9.27%
Retorno Operativo Neto	2.04%	-3.80%	5.36%	-0.16%	1.59%
Margen de Ingreso No Financiero	1.25%	1.41%	0.54%	0.38%	0.30%
Eficiencia Operativa					
Índice de Eficiencia	58.95%	67.94%	51.90%	60.68%	50.22%
Índice de Eficiencia Operativa	13.48%	12.37%	8.40%	7.60%	7.67%
Calidad de Activos de Riesgo Crediticio					
Índice de Cobertura	0.89	1.00	1.00	1.00	1.00
Índice de Morosidad	7.02%	1.79%	0.78%	1.79%	2.44%
Índice de Cobertura Ampliada	3.23	12.20	25.82	9.04	6.59
Riesgo de Mercado					
Spread de Tasas	17.92%	9.88%	14.23%	8.04%	9.44%
Índice de Solvencia					
Índice de Capitalización a Riesgos Crediticios	18.71%	26.72%	22.13%	17.74%	16.50%
Índice de Capitalización	15.33%	23.93%	20.75%	16.97%	15.86%
Cobertura de Interés después de Estimaciones Preventivas	1.33	0.77	1.65	1.02	1.21
Razón de Apalancamiento	8.32	4.89	4.99	6.65	6.95

* Métricas obtenidas con información histórica y proyecciones propias de HR Ratings a partir del 2T09

Fuente. Sitio electrónico de la CNBV y proyecciones propias de HR Ratings

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 calificadora 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.

Supported by know how provided by 