

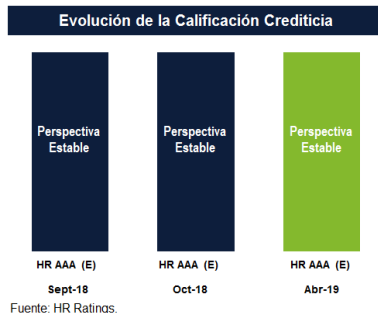
Calificación

CREALCB 18

HR AAA (E)

Perspectiva

Estable



Contactos

Carlo Montoya

Analista Sr.
carlo.montoya@hrratings.com

Angel García

Subdirector Sr. de Instituciones Financieras / ABS
angel.garcia@hrratings.com

Fernando Sandoval

Director Ejecutivo de Instituciones Financieras / ABS
fernando.sandoval@hrratings.com

HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para la Emisión CREALCB 18 por P\$615m.

La ratificación de la calificación para los CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra CREALCB 18¹ se sustenta en la TIM que soporta en un escenario de estrés de 58.2%, lo que comparado contra la TIPPH² de la cartera originada por el Fideicomitente³ del año 2015 de 12.1%, equivale a una VTI⁴ de 4.8x (vs. 58.0%, 12.1% y 4.8x a octubre de 2018). El cambio observado en la TIM se debe a la actualización de los derechos de cobro cedidos el día de la Emisión de los CEBURS Fiduciarios, adicionalmente HR Ratings realizó una actualización de sus las tasas de referencia esperadas bajo sus escenarios base y de estrés, modificando ligeramente la cobranza esperada de la Emisión. Finalmente, durante la fecha de Emisión, los CEBURS Fiduciarios mostraron un aforo de 1.63x, debido a una mayor cartera cedida a la esperada, no obstante, se esperaba que este aforo regresara a niveles de 1.50x conforme se realicen liberaciones de efectivo dentro de la estructura.

Análisis de Flujo de Efectivo

- **Generación de flujo de efectivo de la Estructura por la cartera a ser cedida y los recursos disponibles.** La TIM mostrado por la Emisión corresponde al incumplimiento de 30,400 clientes tomando en consideración el saldo promedio de P\$23,649 actual de la cartera inicialmente analizada.
- **Los primeros 24 periodos del Periodo de Revolvencia se deberá mantener el nivel de aforo requerido de 1.50x para llevar a cabo adquisición de nuevos derechos, así como la liberación de remanentes.** El aforo de la Emisión es calculado como la suma del saldo insoluto de los derechos al cobro elegibles más el efectivo fideicomitido entre el saldo insoluto de principal de los CEBURS Fiduciarios. La contraprestación se realiza al valor del saldo insoluto de los créditos cedidos o al valor requerido para mantener el nivel de aforo en el aforo requerido.
- **Contrato de cobertura de tasa de interés (CAP) a un nivel de 11.0%, el cual fue celebrado con Banamex⁵ cuya calificación de riesgo de crédito sea equivalente a HR AAA en escala local.** Esto prevendría un descalce entre una tasa de interés fija de la cartera a ser cedida y la tasa de interés variable de los CEBURS Fiduciarios, permitiendo que se mantenga un spread mínimo.

Factores Adicionales Considerados

- **Moderada concentración por zona geográfica, con 87.2% de la cartera a ceder en los cinco principales estados del portafolio a ceder.** Se establece en los criterios de elegibilidad un límite máximo de concentración por entidad de 35.0%, por lo que se cumple con lo establecido.

¹ Emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra CREALCB 18 (los CEBURS Fiduciarios y/o la Emisión y/o CREALCB 18).

² Tasa de Incumplimiento Promedio Ponderada Histórica (TIPPH).

³ Crédito Real, S.A.B. de C.V., SOFOM, E.R. (Crédito Real y/o el Fideicomitente y/o el Administrador Primario).

⁴ Veces Tasa de Incumplimiento (VTI).

⁵ Banco Nacional de México, S.A., Integrante de Grupo Financiero Banamex (Banamex y/o el Banco).

- **Falta de criterios de concentración por la dependencia al portafolio a ser cedido.** Actualmente, las principales cinco dependencias representan el 86.7% del saldo insoluto del portafolio a ser cedido y, la principal el 37.0%. La estructura presenta elevadas concentraciones por dependencias, situación que podría afectar la transferencia del flujo proveniente de la cobranza ante cambios políticos o sindicales.
- **Opinión Legal por parte del despacho de abogados externo que estableció que la transmisión de los Derechos de Cobro es válidamente realizada.**

Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Deterioro del análisis de cosechas, llevando a un incremento relevante de la TIPPH.** El incremento de la morosidad, por encima de los niveles históricos promedio en la cosecha del 2018 llevaría a un incremento de la TIPPH. Lo anterior, limitaría la TIM soportada por la emisión lo que impactaría negativamente en la calificación.
- **Niveles de aforo por debajo del Aforo Requerido.** El aforo requerido para la Emisión es de 1.50x. La calificación podría impactarse negativamente en caso de observarse, por más de tres meses consecutivos, niveles de aforo por debajo del mencionado.
- **Índice de Incumplimiento Acumulado por Encima del 11.0%.** Un incremento de la morosidad acumulada por encima del nivel antes mencionado reflejaría un deterioro en los derechos de cobro cedidos y afectaría el flujo generado por la Emisión para el pago del Saldo Insoluto de los CEBURS Fiduciarios.

Características de la Transacción

La emisión de CEBURS Fiduciarios con clave de pizarra CREALCB 18 se realizó el 1 de noviembre de 2018 por un monto de P\$615m a un plazo legal de 60 meses, equivalente aproximadamente a 5.0 años, contando con un Periodo de Revolvencia de 24 fechas de pago y un Periodo de Amortización de 36 fechas de pago. Cabe mencionar que los créditos a ser cedidos son financiamientos otorgados a trabajadores estatales y federales cuya fuente de pago proviene del descuento vía nómina realizado por la TESOFE⁶. En la documentación legal de la Emisión se establece un Aforo Requerido de 1.50 veces medido a través de la división del saldo insoluto de principal de los derechos de cobros cedidos que cumplen con los requisitos de elegibilidad y vencen antes de la fecha de amortización de la Emisión más el efectivo fideicomitado entre el saldo insoluto de la Emisión. Los CEBURS Fiduciarios serán emitidos mediante el Fideicomiso Emisor⁷ y estarán respaldados por operaciones de créditos, originados y administrados por Crédito Real, Banco Invex⁸ en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso, Monex⁹ como Representante Común.

⁶ Tesorería de la Federación (TESOFE).

⁷ Fideicomiso Emisor constituido por Crédito Real como Fideicomitente, Fideicomisario en Segundo lugar y Administrador.

⁸ Banco Invex, S.A., de C.V., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero (Banco Invex y/o el Fiduciario).

⁹ Monex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Monex Grupo Financiero (Monex y/o el Representante Común).

Escenario de Flujo de Efectivo

Para determinar la capacidad de pago de la Emisión, HR Ratings llevó a cabo un análisis de flujo de efectivo bajo un escenario de alto estrés, incorporando supuestos que reflejan las sensibilidades de la Emisión ante distintos factores económicos y de mercado. Entre los principales supuestos considerados, se incluyó una tasa de incumplimiento mensual incremental de 0.0% durante el Periodo de Revolvencia, y de 4.2% en el Periodo de Amortización (vs. 0.0% y 4.2% en el análisis anterior). Asimismo, se incorporó una tasa activa mínima de 35.0%, de acuerdo al mínimo establecido en la documentación legal (vs. 35.0% a octubre de 2018). Adicionalmente, se incorporaron gastos de mantenimiento mensuales por P\$0.3m y anuales por P\$1.8m, con el propósito que éstos alcancen el Monto Máximo de Gastos de P\$4.5m anualmente (vs. P\$0.3m mensuales y P\$1.8m anuales). Finalmente, se incorporó una curva de tasas de interés consistente con un escenario económico de estancamiento. Considerando estos supuestos, los resultados del escenario de estrés son los siguientes:

Tabla 1. Flujo de Efectivo	Periodo de Revolvencia	Periodo de Amortización	Total
Cobranza Esperada	1,486.8	1,360.4	2,847.2
Capital	582.1	895.1	1,477.2
Intereses	904.7	465.3	1,370.0
Cobranza no Realizada por Mora	0.0	721.7	721.7
Capital	0.0	522.4	522.4
Intereses	0.0	199.2	199.2
Cobranza Real	1,486.8	638.7	2,125.5
Capital	582.1	372.6	954.8
Intereses	904.7	266.1	1,170.7
Ingresos por Intereses de Fondos	5.0	1.9	6.9
+ Saldo Inicial Fondo de Mantenimiento	10.3	0.3	10.3
+ Saldo Inicial Fondo de Reserva	27.2	21.7	27.2
+ Saldo Inicial Fondo de Pago Mensuales	5.7	5.4	5.7
+ Saldo Inicial Fondo General	0.0	0.0	0.0
- Saldo Final Fondo de Mantenimiento	0.3	0.0	0.0
- Saldo Final Fondo de Reserva	21.7	0.0	0.0
- Saldo Final Fondo de Pago Mensuales	5.4	0.0	0.0
- Saldo Final Fondo de General	0.0	6.0	6.0
- Gastos de Mantenimiento	16.6	8.4	25.0
- Gastos de Intereses	133.7	38.7	172.4
- Recompra Cartera	517.3	0.0	517.3
- Amortización	0.0	615.0	615.0
- Liberación de Remanentes	840.0	0.0	840.0
TOTAL	0.0	0.0	0.0

Fuente: Análisis realizado por HR Ratings bajo un escenario de estrés.

Los supuestos anteriores resultarían en una TIM de 58.2%, lo que se compara con una TIPPH de 12.1% correspondiente a cosecha originada y administrada por el Fideicomitente durante el año 2015, resultando en una VTI de 4.8x, con ello mostrando una fortaleza por parte de la Emisión (vs. 58.0%, 12.1% y 4.8x a Octubre de 2018).

Glosario

Aforo: (Valor Nominal de los Derechos al Cobro Transmitidos al Patrimonio del Fideicomiso que en dicha fecha sean Derechos al Cobro Elegibles + Efectivo Fideicomitado) / (Saldo Insoluto de Principal de los CEBURS Fiduciarios al cierre del Periodo de Cálculo).

TIM Periodo: (Cobranza No Realizada de Principal Durante el Periodo / Cobranza Esperada de Principal Durante el Periodo).

TIM: Saldo de Capital Vencido del Periodo de Amortización / Saldo Capital Total Esperado.

VTI: TIM / TIMH.

HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Dirección General Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Hatsutaro Takahashi +52 55 1500 3146
hatsutaro.takahashi@hrratings.com

José Luis Cano +52 55 1500 0763
joseluis.cano@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1500 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Rafael Colado +52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Criterios Generales Metodológicos (México), Marzo 2019

Metodología de Calificación para la Emisión de Deuda Respalada por Flujos Generados por un Conjunto de Activos Financieros (México), Abril de 2016.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/es/methodology>

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

Calificación anterior	HR AAA (E) / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	31 de octubre de 2018
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	Enero 2014 – Noviembre 2018
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera proporcionada por el Fideicomitente y por el Agente Estructurador.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	Calificación otorgada a Banamex de LP de 'mxAAA' y de CP 'mx-1+' por S&P el 9 de abril de 2018.
HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso)	La calificación ya incluye dicho factor de riesgo.

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act of 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica 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 las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).