

## Calificación

Masari CB LP  
Masari CB CP

HR BBB-  
HR3

## Revisión Especial

### Contactos

#### Helene Campech

Asociado  
helene.campech@hrratings.com

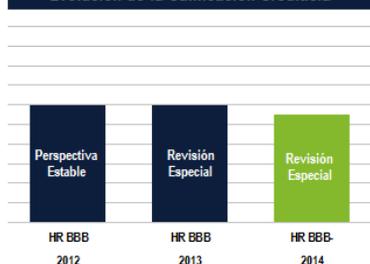
#### Fernando Sandoval

Asociado  
fernando.sandoval@hrratings.com

#### Pedro Latapí, CFA

Director Adjunto de Operaciones  
pedro.latapi@hrratings.com

### Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

## Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es HR BBB-, en Revisión Especial. La calificación asignada, en escala local, significa que el emisor o emisión ofrece moderada seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene moderado riesgo crediticio, con debilidad en la capacidad de pago ante cambios económicos adversos. El signo "-" indica una posición de debilidad relativa dentro de la misma escala de calificación.

La calificación de corto plazo que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es HR3. La calificación asignada, en escala local, significa que el emisor o emisión ofrece moderada capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene mayor riesgo crediticio comparado con instrumentos de mayor calificación crediticia.

## HR Ratings revisó a la baja la calificación de largo plazo a HR BBB- de HR BBB, ratificó la calificación de corto plazo de HR3 y mantuvo la Revisión Especial a Masari Casa de Bolsa.

La revisión a la baja en la calificación se debe a las constantes pérdidas en las que ha incurrido Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o MCB y/o la Casa de Bolsa) en los últimos años, al mismo tiempo de observar un mayor deterioro en los últimos periodos, obteniendo una utilidad (acumulada 12m) de -P\$10.9m al 3T14 (vs. -P\$2.3m al 3T13). Lo anterior ha llevado a que el Capital Contable se debilite y menoscabe las métricas de solvencia. De igual manera, se observa un elevado deterioro en las métricas de rentabilidad y eficiencias debido a las condiciones de los mercados, mismas que han incidido en una mínima operación. Lo anterior se debe a una elevada competencia, situación que provoca que MCB cuente con una baja capacidad de generar ingresos, y la dificultad de restringir sustancialmente los gastos de administración para contrarrestar la disminución en los ingresos. Por su parte, la Revisión Especial se mantiene debido a que aún no se ha concretado el incremento en el Capital, lo cual podría impactar directamente la estrategia de operación de la Casa de Bolsa y a su vez en la situación financiera. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés son:

Supuestos y Resultados: MCB	Escenario Base						Escenario de Estrés		
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	2014P*	2015P	2016P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-5.3%	-5.3%	-4.2%	-3.4%	-2.5%	-1.9%	-2.4%	-6.0%	-4.4%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	95.2%	102.4%	94.0%	92.3%	91.4%	90.2%	90.3%	105.7%	94.0%
Gastos de Administración	-62.0	-61.6	-57.9	-60.7	-64.8	-68.8	-60.8	-64.3	-68.9
Valores en Custodia / Activos Totales	1.3	1.2	1.6	2.9	4.0	5.2	2.5	2.1	2.2
Resultado Neto	-0.9	-11.2	-6.1	-11.5	-6.8	-4.2	-13.6	-17.1	-5.4
Margen Operativo	-0.9%	-11.8%	-7.1%	-14.3%	-7.1%	-3.9%	-17.4%	-23.0%	-5.7%
Margen Neto	-0.9%	-11.8%	-7.1%	-14.3%	-7.1%	-3.9%	-17.4%	-23.0%	-5.7%
Índice de Eficiencia a Ingresos	64.5%	64.8%	67.1%	75.9%	67.6%	64.7%	77.9%	86.5%	71.7%
Índice de Eficiencia a Activos	10.1%	7.9%	7.1%	8.1%	8.7%	9.2%	8.1%	8.8%	9.4%
ROA Promedio	-0.1%	-1.4%	-0.8%	-1.5%	-0.9%	-0.6%	-1.8%	-2.3%	-0.7%
ROE Promedio	-1.2%	-16.7%	-10.1%	-22.4%	-17.1%	-11.7%	-26.8%	-53.3%	-22.9%
Índice de Consumo de Capital	28.0%	28.3%	28.6%	44.7%	54.3%	56.9%	46.1%	78.9%	84.1%
Índice de Capitalización	28.5%	28.3%	28.0%	17.9%	14.7%	14.1%	17.3%	10.1%	9.5%
VaR a Capital Global	1.1%	1.0%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%	1.5%	2.4%	2.8%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

Algunos de los aspectos más importantes sobre los que se basa la calificación son:

- **Índice de capitalización y consumo de capital mostraron una presión para ubicarse en 19.9% y 40.2% al 3T14 (va. 27.4% y 29.2% al 3T13).** A pesar del perfil conservador de MCB y el bajo requerimiento de capital, el debilitamiento del capital al absorber las pérdidas presentadas han llevado a que la solvencia de la Casa de Bolsa se presione y, aunque al 3T14 se mantienen en un rango aceptable, se considera que en caso de continuar con pérdidas, estos se podrían ver fuertemente comprometidos, siendo una de las principales preocupaciones.
- **Dificultad de la Casa de Bolsa para generar utilidades derivado de los bajos niveles de operación, obteniendo una pérdida (acumulada 12m) de -P\$10.9m al 3T14 (vs. -P\$2.3m al 3T13).** Esto ha llevado a que las rentabilidades se vean afectadas, colocando el ROA y ROE Promedio en -1.5% y -20.2% al 3T14 (vs. -0.3% y -3.7% al 3T13).
- **Razón de VaR a capital global se mantienen en un rango de fortaleza al cerrar en 1.1% al 3T14 (vs. 0.9% al 3T13).** Esto refleja la posición conservadora que mantiene MCB en cuanto a la toma de riesgo. Asimismo, el 41.2% de la posición propia de MCB se encuentra colocada en BONDES.
- **Dificultad para restringir los gastos de administración ante la mínima generación de ingresos.** A pesar de mostrar una disminución en los ingresos, principalmente por la utilidad por compraventa, los gastos de administración se mantienen en el mismo nivel, ubicando el índice de eficiencia a ingreso y el índice de eficiencia a activos en 76.9% y 8.0% al 3T14 (vs. 61.4% y 7.1% al 3T13).
- **Elevada competencia en el sector en donde operan.** Derivado de la elevada competencia, Masari Casa de Bolsa se ha enfrentado a la dificultad de atraer a nuevos clientes que le permitan generar mayores ingresos y así poder generar utilidades positivas.
- **Amplia experiencia de los directivos en el mercado de divisas.** Lo anterior fortalece la toma de decisiones y operaciones de la Casa de Bolsa.

## Principales Factores Considerados

Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o MCB y/o la Casa de Bolsa) se enfoca en ofrecer a sus clientes operaciones en el mercado de divisas y dinero, manteniéndose el mercado de divisas como su principal área de negocio. Sin embargo, desde 2010 incursionó en el mercado de capitales con el objetivo de ofrecer un mayor número de productos. Por otra parte, desde su creación Masari Casa de Bolsa se ha identificado como una casa de bolsa de perfil conservador en cuanto al riesgo.

Dentro de los principales factores considerados, se puede ver que Masari Casa de Bolsa no ha concretado el incremento en el Capital, situación que podría impactar directamente en la estrategia de operación de la Casa de Bolsa y a su vez en la situación financiera, por lo que se mantiene la Revisión Especial. Asimismo, durante los últimos periodos Masari Casa de Bolsa se ha enfrentado a la dificultad de incrementar su base de clientes derivado de la fuerte competencia en el sector. Esto ha llevado a una baja operación de la Casa de Bolsa, por lo que los ingresos por comisiones se mantienen en un nivel bajo. Asimismo, esto se puede ver reflejado en el margen operativo y el margen neto, los cuales históricamente se han ubicado en niveles deteriorados. De esta manera, en el último año se observó una menor utilidad por compraventa a causa de un menor volumen de operaciones de divisas y un menor spread por operación y un menor ingreso neto por intereses derivado principalmente de la disminución en la tasa de intereses. Esto llevó a que en el último año el margen operativo y el margen neto mostraran un mayor deterioro al ubicarse en -14.2% y -14.2% al 3T14 (vs. -2.7% y -2.5% al 3T13).

Por otra parte, debido a los costos fijos de operación, Masari Casa de Bolsa se ha visto imposibilitado a reducir sustancialmente sus gastos de administración y así poder contrarrestar la mínima generación de ingresos, lo cual se ve reflejado en el índice de eficiencia a ingresos e índice de eficiencia a activos al ubicarlos en 76.9% y 8.0% al 3T14 (vs. 61.4% y 7.1% al 3T13). A su vez, todo lo anterior llevó a que la pérdida presentada por Masari (acumulada 12m) mostrara un incremento para ubicarse en -P\$10.9m al 3T14 en comparación con -P\$2.3m al 3T13, colocando el ROA Promedio y ROE Promedio en -1.5% y -20.2% al 3T14 (vs. -0.3% y -3.7% al 3T13). Dado las pérdidas presentadas, el capital de la Casa de Bolsa se ha ido presionando año con año, además de que no han realizado aportaciones de capital que compensen las utilidades negativas. Lo anterior ha resultado en un deterioro en la solvencia de Masari Casa de Bolsa al colocar el índice de capitalización y al índice de consumo de capital en 19.9% y 40.2% al 3T14 (vs. 27.4% y 29.2% al 3T13). HR Ratings considera que a pesar de la disminución, estos indicadores permanecen en un nivel aceptable. Sin embargo, se considera que en caso de que MCB continúe presentando pérdidas, estos indicadores se colocarían en un rango deteriorado, siendo una de las principales preocupaciones de HR Ratings.

Por otra parte, Masari Casa de Bolsa mantiene un perfil conservador en cuanto al riesgo, lo que se puede observar en los niveles históricos de VaR al capital global, el cual al 3T14 se colocó en 1.1% (vs. 0.9% al 3T13). Por su parte, la liquidez se ubicó en 1.0x al 3T14 (vs. 1.1x al 3T13), manteniéndose en un nivel adecuado. De igual manera, el perfil conservador se puede ver reflejado en la posición propia de Masari Casa de Bolsa, la cual mantiene una posición de P\$787.6m, colocada únicamente en la mesa de dinero y está distribuida en 19 emisiones diferentes. Dentro de esta posición, los BONDES son los papeles más importante con un saldo de P\$323.9m, equivalente al 41.2% de la

---

posición total. HR Ratings considera que la posición de la Casa de Bolsa representa un bajo riesgo.

Por otro lado, derivado del cambio en la Circular de Servicios de Inversión, Masari Casa de Bolsa se vio en la necesidad de elaborar un programa para adaptar su operación a las disposiciones emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Lo anterior llevó a que la Casa de Bolsa impartiera diversas sesiones de capacitación a los promotores, se monitoreen las llamadas de los clientes a los promotores, verificando el desempeño de estos. Con esto, HR Ratings considera que cuenta con las herramientas necesarias para cumplir con las disposiciones emitidas por la CNBV en materia de servicios de inversión.

## **Perfil de la Casa de Bolsa**

Masari Casa de Bolsa inició operaciones el 3 de noviembre de 2008, teniendo una sólida trayectoria en el sistema financiero anteriormente operando como Masari Casa de Cambio (MCC), constituida en 1986. La migración hacia la Casa de Bolsa se da con la finalidad de complementar los productos ofrecidos a sus clientes, buscando incrementar el retorno de sus inversiones y otorgar mayores alternativas de inversión. Inicialmente MCB enfocaba sus operaciones en el mercado de divisas y dinero, siendo el mercado de divisas su principal área de negocio. Sin embargo, en 2010 incursiona en el mercado de capitales con el fin de incrementar su línea de productos. Masari Casa de Bolsa tiene un perfil conservador en la toma de riesgos, buscando establecer una relación de largo plazo con sus clientes y ofrecer soluciones personalizadas e innovadoras para maximizar el entorno de los mismos. Actualmente, todas las operaciones de la Casa de Bolsa se encuentran centralizadas en las oficinas del Distrito Federal.

## **Evolución de la Calificación**

El presente reporte de seguimiento de calificación se enfoca en el análisis y la evaluación de los eventos relevantes sucedidos durante los últimos meses que influyen sobre la calidad crediticia de Masari Casa de Bolsa. Para mayor información sobre las calificaciones iniciales asignadas por HR Ratings a Masari Casa de Bolsa, se puede revisar el reporte publicado por HR Ratings el 12 de octubre de 2009, así como los reportes de revisión anual con fecha del 9 de diciembre de 2010, 16 de noviembre de 2011, 14 de noviembre de 2012 y 13 de noviembre de 2013. Los reportes pueden ser consultado en la página web: <http://www.hrratings.com>.

## **Eventos Relevantes**

### **Cambios en la Circular de Servicios de Inversión**

Derivado de las disposiciones que emitió la CNBV en materia de Servicios de Inversión, Masari Casa de Bolsa elaboró un Programa de modificaciones, tocando los siguientes temas:

1. La Casa de Bolsa impartió diversas sesiones de capacitación a la Mesa de Promotores durante 2013 y 2014 con el objetivo de sensibilizar al personal sobre los servicios de inversión el lenguaje que deben adoptar en las conversaciones con sus clientes, validando que cubran los puntos requeridos por la normativa.
2. Se han estado revisando las llamadas telefónicas de los cliente a los promotores, con el fin de Monitorear:
  - Tipo se Servicio Contratado
  - Perfil de Inversión;
  - Perfil del Producto;
  - Comprobar la existencia de Congruencia del Perfil del Producto con el Perfil de Cliente;
  - Proceso para emitir una Recomendación y que esta haya sido Razonable.
3. Asimismo, en forma aleatoria en la Mesa de Promoción, se validará la forma en como:
  - Acceso al Sistema para consultar la Tabla de Productos Financieros, por Perfil de cliente
  - En un servicio de asesoría, como envían una Justificación, que corresponda a la Recomendación efectuada;
  - Proceso, en su caso, usado en casos de transferencia de valores de otra Entidad;
4. Se comprobaron la totalidad de los reportes emitidos por el SOAB (listados de órdenes, asignación, hechos en BMV y Cancelaciones), considerando como puntos de mejora:
  - Ajustes al reporte de "Clientes con Tenencia fuera de Perfil".
  - Ajustes a las tablas del "Catálogo de Instrumentos" y el de "Emisoras por Tipo de Instrumento".
  - Seguimiento a posibles diferencias entre el reporte de "Clientes con Tenencia fuera de su Perfil" y Base de Datos del área de Contratos.
  - Elaboración y envío de Cédulas de Acciones Correctivas, a diversas áreas.

### Otros puntos de mejora:

1. Actualización en la formalización de escenarios del Sistema de Remuneración (Apoderados y Operadores), para el pago de Comisiones específicas (bonos).
2. Seguimiento permanente a la actualización del Modelo de Riesgo Operacional, integrando un equipo de trabajo con la UAIR, el área de Sistemas y el Auditor Externo de Tecnologías.
3. Actualización anual de los manuales internos, por parte de los responsables de cada área, atendiendo en su caso, a nuevas disposiciones emitidas por las autoridades financieras, así como procedimientos que se hubieren implementado o mejorado durante 2014

HR Ratings considera que conforme a todo lo anterior Masari Casa de Bolsa cuenta con la estructura necesaria para operar de acuerdo a las nuevas disposiciones emitidas por la CNBV.

### Posición de la Casa de Bolsa

Actualmente Masari Casa de Bolsa mantiene una posición propia de P\$787.6m, la cual se encuentra únicamente colocada en la mesa de dinero y está distribuida en 19 emisiones diferentes. Por su parte la posición más importante está en los títulos BONDESD 150312 con 2 millones de títulos y un saldo de P\$200.0m, equivalente al 25.4% de la posición total de Masari Casa de Bolsa. Asimismo, MCB cuenta con papel de 3 emisiones más de BONDESD, por lo que el 41.2% de la posición se encuentra en dicho instrumentos. Asimismo, el 76.4% se encuentra invertido en instrumentos que cuentan con una calificación equivalente a HR AAA. HR Ratings considera que lo anterior refleja la posición conservadora que mantiene Masari Casa de Bolsa en cuanto al riesgo.

**Tabla 1. Posición de Masari Casa de Bolsa**

Emisión	Número de Títulos	Importe*	Calificación Equivalente
BONDESD 150312	2,000,000.0	199,957.2	HR AAA
PEMEX 12	1,027,115.0	103,240.4	HR AAA
BONDESD 141113	800,000.0	79,995.7	HR AAA
PEMEX 13	541,711.0	54,284.4	HR AAA
BMIFEL 14011	500,000.0	50,000.4	HR2
BINBUR 14	400,000.0	40,094.5	HR AAA
PEMEX 11	400,000.0	40,109.4	HR AAA
BAINVEX 14411	39,107,283.0	39,063.6	HR1
BMIFEL 14491	30,236,250.0	30,056.6	HR2
BMIFEL 14002	300,000.0	30,000.3	HR2
BONDESD 160630	220,814.0	22,028.1	HR AAA
BONDESD 160505	219,815.0	21,943.3	HR AAA
BINBUR 12-2	186,718.0	18,701.7	HR AAA
BINVEX 13022	183,016.0	18,301.6	HR1
BINVEX 13024	180,057.0	18,005.9	HR1
SCOTIAB 12	126,249.0	12,640.8	HR AAA
BANOB 11	57,291.0	5,733.0	HR AAA
BINBUR 10	24,844.0	2,488.7	HR AAA
MONTPIO 13	728.0	72.8	HR AA
<b>Total</b>	<b>76,511,891.0</b>	<b>786,718.4</b>	

Fuente: HR Rating con información de la Casa de Bolsa.

\*Cifras en miles de pesos.

---

## Plan de Negocios

Para los siguientes periodos Masari Casa de Bolsa tiene contemplado continuar incrementando las operaciones, principalmente en el mercado de capitales. Esto a través de la contratación de nuevos promotores que permitan atraer a nuevos clientes. Sin embargo, se tiene considerado que las operaciones de divisas continuarían siendo la principal línea de negocios de la Casa de Bolsa. De igual manera, Masari Casa de Bolsa tiene considerado mantener el perfil conservador que ha mostrado históricamente. Por otra parte, se esperaría que la Casa de Bolsa obtenga la autorización por parte de la CNBV para realizar el incremento en el Capital de Masari Casa de Bolsa, llevando a que la estructura accionaria muestre importantes cambios y pudiendo impactar directamente en la estrategia de operación de la Casa de Bolsa y a su vez en la situación financiera.

## Análisis de Riesgos Cuantitativos

El análisis de riesgos cuantitativos realizado por HR Ratings incluye el análisis de métricas financieras y efectivo disponible por Masari Casa de Bolsa para determinar su capacidad de pago.

Para el análisis de la capacidad de pago de MCB, HR Ratings realizó un análisis financiero bajo un escenario económico base y un escenario económico de alto estrés. Ambos escenarios determinan la capacidad de pago de la Empresa y su capacidad para hacer frente a las obligaciones crediticias en tiempo y forma. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés se muestran a continuación:

Tabla 2. Supuestos y Resultados: MCB				Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	2014P*	2015P	2016P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-5.3%	-5.3%	-4.2%	-3.4%	-2.5%	-1.9%	-2.4%	-6.0%	-4.4%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	95.2%	102.4%	94.0%	92.3%	91.4%	90.2%	90.3%	105.7%	94.0%
Gastos de Administración	-62.0	-61.6	-57.9	-60.7	-64.8	-68.8	-60.8	-64.3	-68.9
Valores en Custodia / Activos Totales	1.3	1.2	1.6	2.9	4.0	5.2	2.5	2.1	2.2
Resultado Neto	-0.9	-11.2	-6.1	-11.5	-6.8	-4.2	-13.6	-17.1	-5.4
Margen Operativo	-0.9%	-11.8%	-7.1%	-14.3%	-7.1%	-3.9%	-17.4%	-23.0%	-5.7%
Margen Neto	-0.9%	-11.8%	-7.1%	-14.3%	-7.1%	-3.9%	-17.4%	-23.0%	-5.7%
Índice de Eficiencia a Ingresos	64.5%	64.8%	67.1%	75.9%	67.6%	64.7%	77.9%	86.5%	71.7%
Índice de Eficiencia a Activos	10.1%	7.9%	7.1%	8.1%	8.7%	9.2%	8.1%	8.8%	9.4%
ROA Promedio	-0.1%	-1.4%	-0.8%	-1.5%	-0.9%	-0.6%	-1.8%	-2.3%	-0.7%
ROE Promedio	-1.2%	-16.7%	-10.1%	-22.4%	-17.1%	-11.7%	-26.8%	-53.3%	-22.9%
Índice de Consumo de Capital	28.0%	28.3%	28.6%	44.7%	54.3%	56.9%	46.1%	78.9%	84.1%
Índice de Capitalización	28.5%	28.3%	28.0%	17.9%	14.7%	14.1%	17.3%	10.1%	9.5%
VaR a Capital Global	1.1%	1.0%	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%	1.5%	2.4%	2.8%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

A continuación se detallan las características de cada uno de los escenarios planteados por HR Ratings. Asimismo, se muestra un comparativo entre los resultados proyectados por HR Ratings en el reporte de revisión anual anterior y los resultados observados al cierre del 3T14.

### Comportamiento Observado vs. Proyectado

Los escenarios base y estrés proyectados por HR Ratings, incluidos en el reporte con fecha del 13 de noviembre de 2013, consideraban ciertos supuestos y resultados con el objetivo de poder plantear el plan de negocios de Masari Casa de Bolsa. A continuación se muestra una tabla comparativa entre los resultados observados y los proyectados por HR Ratings en dicho reporte.

<b>Tabla 3. Supuestos y Resultados: MCB</b>	<b>Observado</b>	<b>Base</b>	<b>Estrés</b>
<b>Cifras en millones de pesos</b>	<b>3T14</b>	<b>3T14</b>	<b>3T14</b>
Valores en Custodia	1,556.9	1,277.4	1,254.6
Comisiones y Tarifas Netas	(1.8)	(3.4)	(3.8)
Utilidad por Compraventa Neta	44.7	62.6	50.5
Gastos de Administración 12m	(59.0)	(64.5)	(65.9)
Resultado Neto 12m	(10.9)	1.9	(17.6)
Margen Operativo	-14.2%	1.6%	-18.9%
Margen Neto	-14.2%	1.6%	-18.9%
Índice de Eficiencia a Ingresos	76.9%	56.1%	70.7%
Índice de Eficiencia a Activos	8.0%	7.7%	8.0%
ROA Promedio	-1.5%	0.2%	-2.1%
ROE Promedio	-20.2%	3.1%	-34.2%
Índice de Consumo de Capital	40.2%	29.6%	42.3%
Índice de Capitalización	19.9%	27.0%	18.9%
VaR a Capital Global	1.1%	1.0%	1.4%
Razón de Liquidez	1.0	1.1	1.0

\*Proyecciones realizadas en la última acción de calificación, el día 13 de noviembre de 2013.

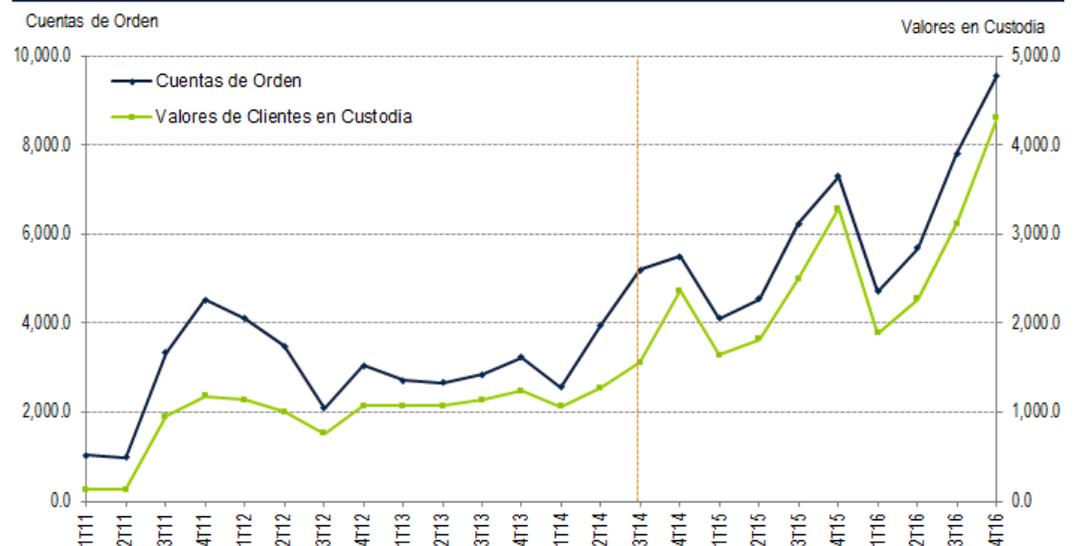
Al analizar los resultados obtenidos por Masari Casa de Bolsa y lo proyectado por HR Ratings se puede observar que los resultados reales mostraron un fuerte deterioro en comparación con las proyecciones dentro de un escenario base al obtener una pérdida por -\$10.9m al 3T14 en comparación con una utilidad de P\$1.9m que se tenía proyectada. Esto se debió principalmente a una menor utilidad por compraventa, llevando a que aun con el menor gasto de administración, este no fuera suficiente para generar utilidades positivas. A su vez, la disminución en los ingresos totales de la operación llevó a que los márgenes se deterioraran y se ubicaran en un nivel más presionado a lo proyectado dentro del escenario base pero sin tener un deterioro como el del escenario de estrés. Por su parte, las eficiencias de la Casa de Bolsa mostraron un fuerte deterioro a pesar de haber tenido un adecuado control en los gastos de administración, lo que se debió a un menor volumen de ingreso y un menor activo promedio a causa de menores inversiones en valores. Asimismo, la pérdida obtenida llevó a que las rentabilidades de MCB se presionaran y se colocaran en un rango entre el escenario base y el escenario de estrés. De igual manera, el capital contable se vio debilitado al absorber las pérdidas presentadas, lo que derivó en un deterioro en el índice de capitalización y el consumo de capital, sin embargo, estos se mantuvieron en un nivel aceptable para la Casa de Bolsa. En cuanto al VaR a capital global y la liquidez, estos se colocaron en un nivel similar al del escenario base a causa del mantenimiento de perfil conservador que ha tenido Masari Casa de Bolsa.

## Escenario Base

El escenario base planteado por HR Ratings para Masari Casa de Bolsa toma en consideración un entorno económico estable, en donde se observaría una mayor estabilidad en los mercados. De esta manera se considera que las cuentas de orden de la Casa de Bolsa mostrarían un ligero incremento, permitiendo generar un mayor ingreso por comisiones cobradas. Por otra parte, se considera que las cuentas de orden de la Casa de Bolsa mostrarían un importante incremento derivado de la incorporación de nuevos promotores, llevando a un mayor volumen de operaciones de clientes actuales y nuevos. Por otra parte, aunque se considera un incremento en la mesa de capitales, las operaciones de cambio de divisas continuarían siendo el principal ingreso de la Casa de Bolsa. Además, se contempla un ingreso por compraventa e ingreso netos por intereses estables. Sin embargo, que este incremento en los ingresos totales de la operación no sería suficiente para cubrir los gastos de administración, por lo que se considera que aun dentro de un escenario base la Casa de Bolsa continuaría presentando pérdidas.

En los últimos doce meses las cuentas de orden mostraron un importante crecimiento para ubicarse en P\$5,205.9 al 3T14 (P\$2,851.4m al 3T13), lo que refleja una tasa de crecimiento del 82.6% (vs. 35.8% del 3T1 al 3T13). Dicho crecimiento se vio impulsado por una mayor operación de los clientes que ya mantenía la Casa de Bolsa, así como de la incorporación de nuevos. Esto fue posible derivado de la incorporación de nuevos promotores. De esta manera, se espera que las cuentas de orden Masari Casa de Bolsa dentro de un escenario base continúen mostrando un importante crecimiento para ubicarse en P\$5,499.3m al 4T14, P\$7,297.6m al 4T15 y P\$9,559.9m al 4T16 (vs. 3,234.9m al 4T13). Lo anterior reflejaría un incremento de 70.0% del 4T13 al 4T14, 32.7% del 4T14 al 4T15 y 31.0% del 4T15 al 4T16 (vs. 5.9% del 4T12 al 4T13).

**Gráfica 1. Cuentas de Orden vs. Valores de Clientes en Custodia**

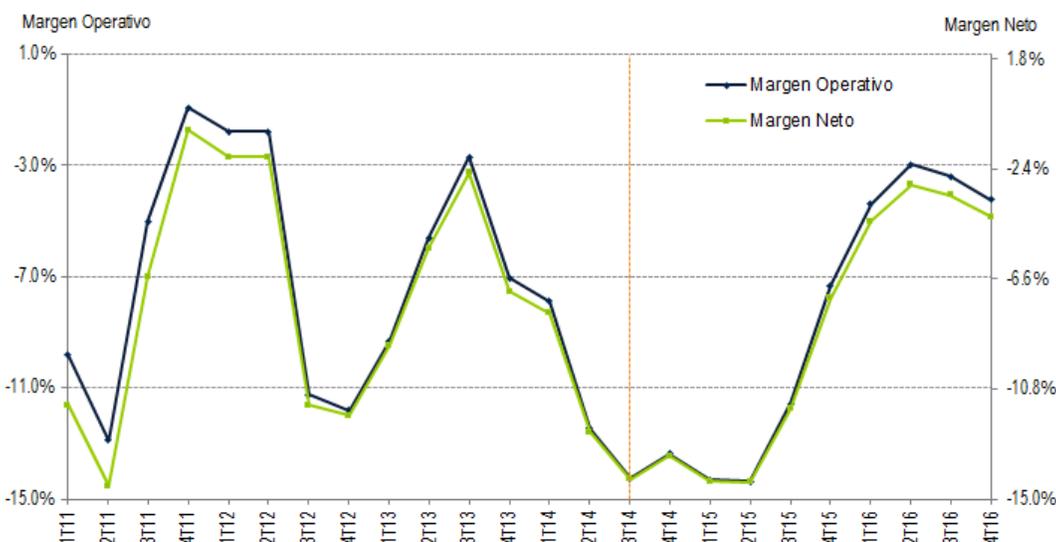


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario base.

En los últimos doce meses el margen operativo de la Casa de Bolsa mostró un fuerte deterioro para ubicarse en -14.2% al 3T14 (vs. -2.7% al 3T13). Esto se debe a la dificultad que ha enfrentado Masari Casa de Bolsa para incrementar la base de clientes derivado de la fuerte competencia a la que se enfrentan, contando con un bajo resultado por servicios. Asimismo, el margen financiero por intermediación se deterioró por una menor utilidad por compraventa, lo cual vino principalmente por un menor volumen de operaciones de divisas, así como por un menor spread de tipo de cambio. Para los siguientes periodos se esperaría que MCB pueda obtener un ligero incremento en las comisiones cobradas, llevando a que el gasto por las comisiones pagadas se vea absorbido en mayor proporción y se obtenga una menor pérdida en el pago de estas. De igual manera, se contempla que la mayor estabilidad en los mercados permitiría que la utilidad por compraventa se vea beneficiada. Todo lo anterior colocaría el margen operativo en -14.3% al 4T14, -7.1% al 4T15 y -3.9% al 4T16 (vs. -7.1% al 4T13). HR Ratings considera que este indicador se mantendría en un nivel deteriorado, reflejando la baja capacidad de la Casa de Bolsa de generar ingresos, derivado de la intermediación y el otorgamiento de servicios.

**Gráfica 2. Margen Neto vs. Margen Operativo**



Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario base.

Por su parte, el margen neto ha mostrado el mismo comportamiento derivado de que Masari Casa de Bolsa no genera otros productos ni cuenta gastos que no formen parte de la operación, por lo que el resultado neto no se ve impactado de ninguna manera. Es así que el indicador se ubicó en -14.2% al 3T14 (vs. -2.5% al 3T13). De igual manera, se considera que para los siguientes periodos, proyectado bajo un escenario base, la Casa de Bolsa mantendría los mismos niveles que el margen neto para ubicarse en -14.3% al 4T14, -7.1% 4T15 y -3.9% al 4T16 (vs. -7.1% al 4T13).

A pesar de que en el último año los gastos de administración de Masari (acumulado 12 meses) se mantuvieron estables al ubicarse en P\$59.0m, en comparación con P\$56.4m al 3T13, la disminución en los ingresos brutos de la operación, principalmente a causa

de una menor utilidad por compraventa, derivó en un mayor deterioro del índice de eficiencia a ingresos. De acuerdo con lo anterior, este indicador se colocó en 76.9% al 3T14 (vs. 61.4% al 3T13). En opinión de HR Ratings, este indicador se ubica en un nivel fuertemente deteriorado para la operación de la Casa de Bolsa. Dentro un escenario base se considera que la mayor estabilidad económica permitiría que MCB genere un mayor volumen de ingresos. Sin embargo, esto no sería suficiente para permitir que el índice de eficiencia a ingresos muestre una importante mejoría que lleve a que este indicador se coloque en un nivel adecuado. De esta manera, se proyecta que esta métrica cierre en 75.9% al 4T14, 67.6% al 4T15 y 64.7% al 4T16.

**Gráfica 3. Eficiencia a Ingresos vs. Eficiencia a Activos (Prom. 12m)**



Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

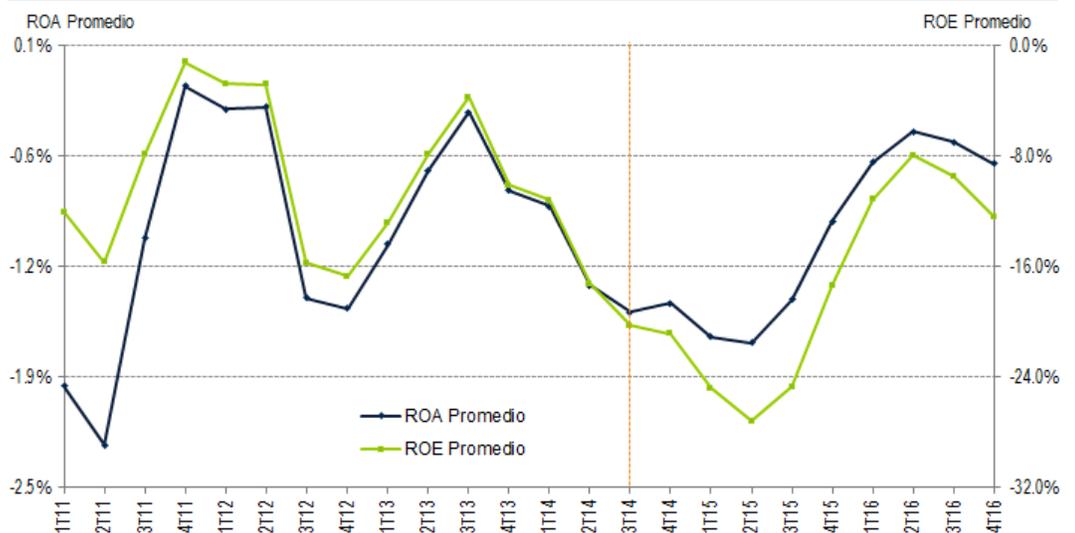
\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario base.

Por el del índice de eficiencia a activos, el deterioro en el último año fue menor para ubicarse en 8.0% al 3T14 (vs. 7.1% al 3T13). Esto se debe a que el monto de activos promedio de la Casa de Bolsa mostró un menor decremento al ubicarse en P\$735.7m al 3T14, lo que refleja un decremento de -7.2%, el cual fue por una reducción en el volumen de inversiones en valores. Para los siguientes periodos se proyecta que el monto promedio de activos de la Casa de Bolsa muestre un ligero incremento derivado en su mayoría por el incremento en inversiones en valores. Sin embargo, se proyecta que el incremento en el gasto de administración se daría en mayor proporción, ocasionando que el índice de eficiencia ingresos muestre una ligera presión y se ubique en 8.1% al 4T14, 8.7% al 4T15 y 9.2% al 4T16 (vs. 7.1% al 4T13).

Por el lado de la rentabilidad de Masari Casa de Bolsa, se observa que en los últimos doce meses mostró un agresivo deterioro para colocar al ROA Promedio en -1.5% y al ROE Promedio en -20.2% al 3T14 (vs. -0.3% y -3.7% al 3T13). Esto se debe a que Masari Casa de Bolsa no ha podido modificar la estructura de sus gastos y así lograr contrarrestar el bajo nivel de ingresos generados. Para los siguientes periodos bajo un escenario base, se esperaría que los ingresos generados por la Casa de Bolsa muestren un crecimiento. No obstante, estos no serían suficientes para cubrir los gastos de

administración y generar utilidades positivas, ya que el volumen de operaciones aun sería suficiente. Es así que se proyecta que la Casa de Bolsa obtendría pérdidas por -P\$11.5m, -P\$6.8m y -P\$4.2m durante 2014, 2015 y 2016 (vs. -P\$6.1m durante 2013). De esta manera, bajo un escenario base se esperaría que el ROA Promedio se coloque en -1.5% al 4T14, -0.9% al 4T15 y -0.6% al 4T16 (vs. -0.8% al 4T13). En cuanto al ROE Promedio, este se colocaría en -22.4% al 4T14, -17.1% al 4T15 y -11.7% al 4T16 (vs. -10.1% al 4T13). HR Ratings considera que ambos indicadores se mantendrían en niveles altamente deteriorados, reflejando la dificultad a la que se enfrentaría la Casa de Bolsa para generar utilidades aún bajo un entorno de estabilidad económica.

**Gráfica 4. ROE Promedio vs. ROA Promedio**

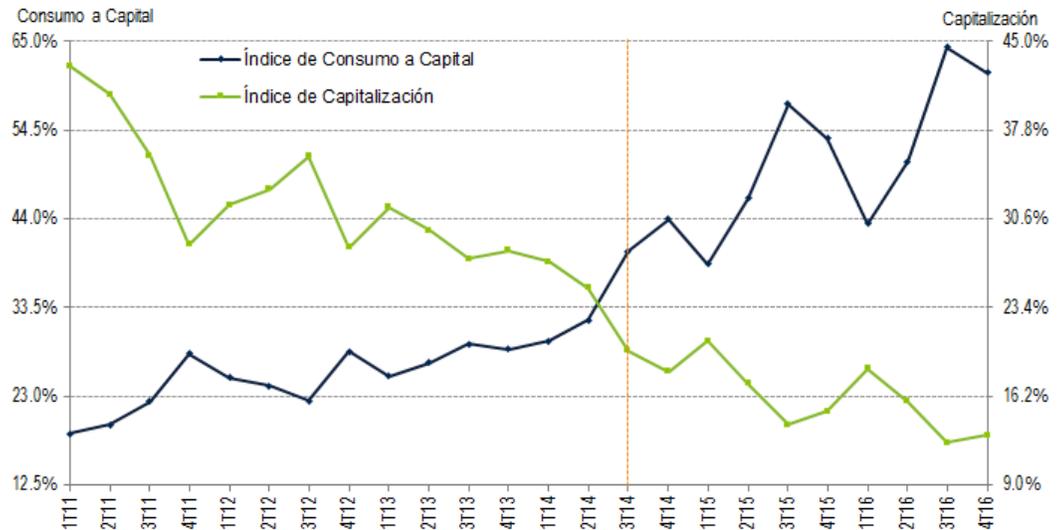


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario base.

Del 3T13 al 3T14 los activos ponderados por riesgo totales mostraron un incremento de 11.3% para colocarse en P\$233.7m al 3T14 (vs. un incremento de 23.3% del 3T12 al 3T13 y un saldo de P\$210.0m al 3T13). Sin embargo, las constantes pérdidas que ha presentado la Casa de Bolsa han ocasionado que el capital global de la casa de bolsa se debilite, pasando de P\$57.5m al 3T13 a colocarse en P\$46.5m al 3T14. Lo anterior se ve reflejado en el índice de capitalización de MCB, el cual sufrió un fuerte deterioro en el último año para colocarse en 19.9% al 3T14, en contraste con el 27.4% observado al 3T13. HR Ratings considera que aun con el deterioro presentado, este indicador se mantiene en un nivel aceptable. No obstante, como se mencionó anteriormente, aún bajo un escenario base se considera que Masari Casa de Bolsa se vería imposibilitado para generar utilidades positivas y tampoco se considera la aportación de capital, lo que llevaría a que el índice de capitalización continúe mostrando un debilitamiento y se ubique en 17.9%, 14.7% y 14.1% al 4T14, 4T15 y 4T16, respectivamente (vs. 28.0% al 4T13).

Gráfica 5. Índice de Consumo de Capital vs. Índice de Capitalización



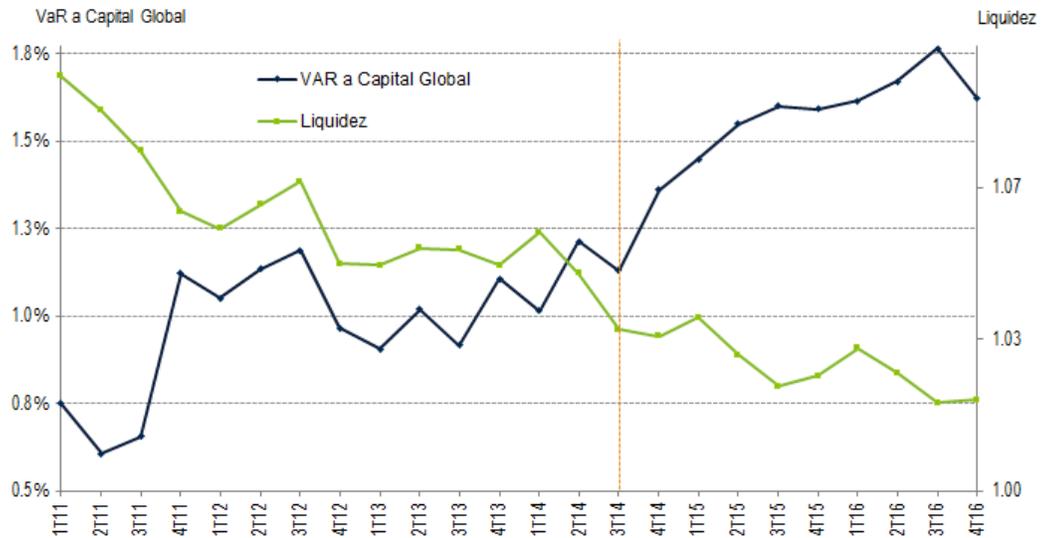
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario base.

De la misma forma, a pesar del bajo requerimiento de capital de la Casa de Bolsa debido del perfil conservador que mantiene, la debilitación que ha tenido el capital contable al absorber las pérdidas presentadas ha ocasionado que el índice de consumo de capital incremente considerablemente para cerrar en 40.2% al 3T14 (vs. 29.2% al 3T13). A pesar del deterioro, este indicador se mantiene en niveles relativamente adecuados. Como se mencionó anteriormente, se proyecta que aún bajo el escenario base el capital se debilitaría por las pérdidas esperadas, colocando el índice de consumo de capital en 44.7% al 4T14, 54.3% al 4T15 y 56.9% al 4T16 (vs. 28.0% al 4T13).

En cuanto al VaR a Capital Global, este se ha mantenido en niveles adecuados, cerrando en 1.1% al 3T14 (vs. 0.9% al 3T13). Esto refleja la política conservadora que tiene la Casa de Bolsa en cuanto al riesgo, por lo que se esperaría que durante los siguientes periodos este perfil conservador se siga manteniendo. No obstante, la presión en el capital global llevaría a que el VaR a Capital Global incremente para ubicarse en 1.4%, 1.6% y 1.7% al 4T14, 4T15 y 4T16 (vs. 1.1% al 4T13).

Gráfica 6. VaR a Capital Global vs. Razón de Liquidez



Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario base.

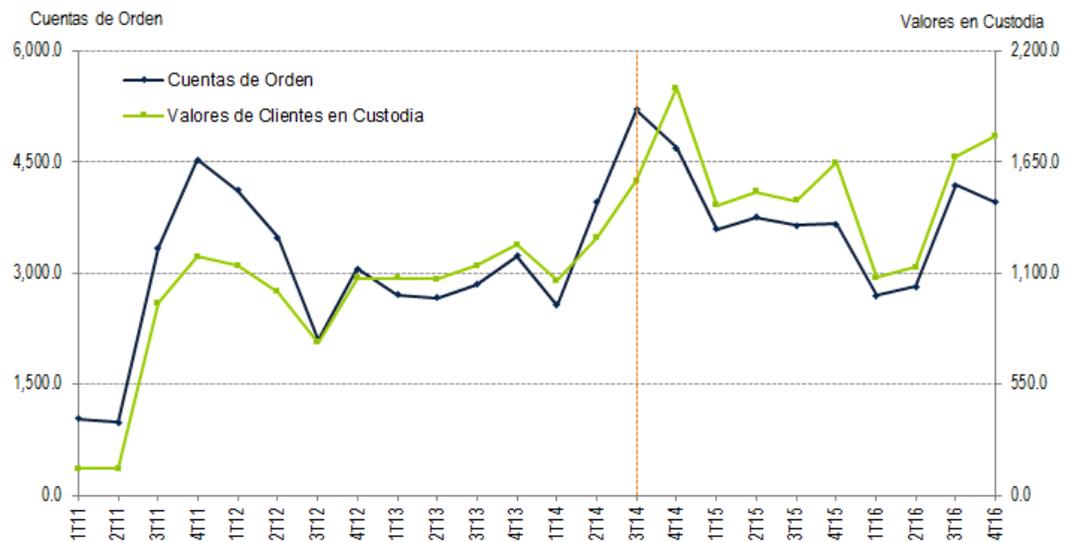
Por su parte, la razón de liquidez mostró una ligera disminución para cerrar en 1.0x al 3T14 (1.1x al 3T13). HR Ratings considera que a pesar de la disminución observada, esta métrica se mantiene en un nivel adecuado, dada la sana administración de la tesorería de Masari Casa de Bolsa. Para los siguientes periodos se proyecta que el indicador se mantenga en el mismo nivel, cerrando en 1.0x al 4T14, 4T15 y 4T16 (vs. 1.1x al 4T13).

### Escenario Estrés

El escenario de estrés proyectado por HR Ratings para Masari Casa de Bolsa toma en consideración un deterioro en el entorno económico en el que se desempeña la Casa de Bolsa, llevando a que exista una elevada incertidumbre y a su vez los mercados presenten una mayor volatilidad. Asimismo, se considera un incremento en la competencia, lo cual llevaría a que la Casa de Bolsa se vea con la dificultad de captar nuevos clientes. Es así que se proyecta que las cuentas de orden mostrarían un decremento al 2014 y 2015, mostrando un incremento en 2016, pero manteniéndose en todo momento en niveles inferiores al del escenario base. Por otra parte, se asume que la Casa de Bolsa se vería imposibilitada para reducir los gastos de administración, llevando a que la Casa de Bolsa muestre un mayor deterioro en el resultado neto. De esta manera se asume que el estrés iniciaría a finales de 2014, siendo el año 2015 el de mayor deterioro.

Bajo un escenario de estrés, se proyecta que las cuentas de orden muestren una disminución a causa de una menor captación de clientes nuevos y una menor actividad de los clientes actuales derivado de la inestabilidad e incertidumbre en los mercados financieros. De esta manera, se proyecta que las cuentas de orden muestren un incremento de 45.0% del 4T13 al 4T14, -22.0% del 4T14 al 4T15 y 8.1% del 4T15 al 4T16 (vs. un crecimiento de 70.0%, 32.7% y 31.0% a los mismo periodos de un escenario base y 5.9% del 4T12 al 4T13). Dichos cambios llevarían a que las cuentas de orden alcancen un saldo de P\$4,690.6m al 4T14, P\$3,658.7m al 4T15 y P\$3,955.0m al 4T16 (vs. P\$5,499.3m al 4T14, P\$7,297.6m al 4T15 y P\$9,559.9m al 4T16 de un escenario base y P\$3,234.9m al 4T13). HR Ratings considera que estos cambios reflejarían la dificultad de Masari Casa de Bolsa de incrementar su base de clientes ante un escenario adverso.

**Gráfica 7. Cuentas de Orden vs. Valores de Clientes en Custodia**

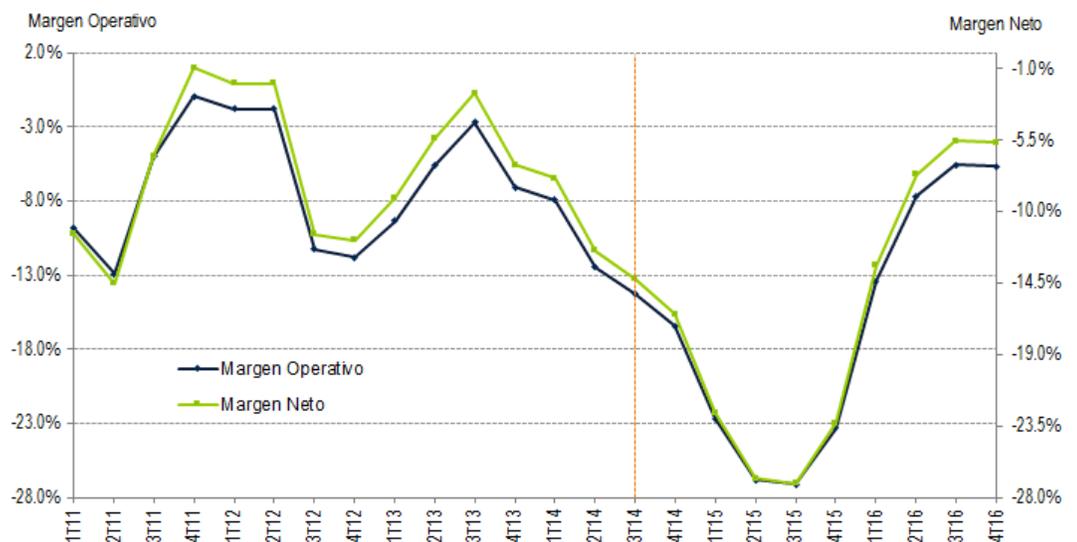


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario de estrés.

Bajo el escenario de estrés se espera el margen operativo muestre una tendencia decreciente para cerrar en -17.4% al 4T14, -23.0% al 4T15 y -5.7% al 4T16 (vs. -14.3%, -7.1% y -3.9% dentro de un escenario base y -7.1% al 4T13 dentro del escenario base y al 4T13). El deterioro esperado sería como consecuencia de una reducción en las comisiones y tarifas cobradas debido a una menor actividad de sus clientes, así como por un menor ingreso por compraventa y una reducción en los ingresos netos por intereses. HR Ratings considera que este indicador se ubicaría en un rango deteriorado, reflejando la dificultad a la que se enfrentaría la Casa de Bolsa ante un escenario adverso.

Gráfica 8. Margen Neto vs. Margen Operativo



Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

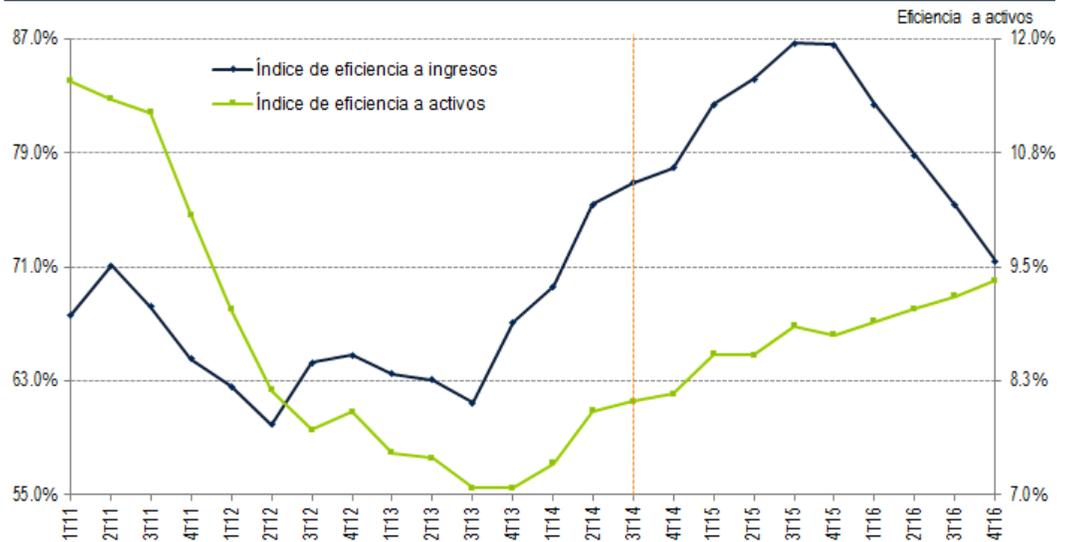
\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario de estrés.

En cuanto al margen neto, este mostraría la misma tendencia derivado que la Casa de Bolsa no genera ingresos ni egresos de otros productos o gastos, siendo el único rubro del estado de resultados que impacta esta métrica, sin impactar en el margen. De acuerdo con lo anterior, se proyecta que este indicador se ubique en -17.4% al 4T14, -23.0% al 4T15 y -5.7% al 4T16 (vs. -14.3%, -7.1% y -3.9% dentro de un escenario base y -7.1% al 4T13). HR Ratings considera que estos indicadores se ubicarían en un rango deteriorado, reflejando el fuerte deterioro al que estaría expuesta la Casa de Bolsa.

En cuanto al índice de eficiencia bajo un escenario adverso, se proyecta que este se vería fuertemente deteriorado. Esto derivado de una disminución en los ingresos brutos de la operación, principalmente por una menor utilidad por compraventa y un menor ingreso neto por intereses a causa del deterioro que existiría en los mercados. Asimismo, se considera que bajo un escenario adverso la Casa de Bolsa se enfrentaría a la dificultad de disminuir los gastos de administración. Todo lo anterior llevaría a que el índice de eficiencia a ingresos se coloque en 77.9% al 4T14, 86.5% al 4T15 y 71.7% al 4T16 (vs. 75.9% al 4T14, 67.6% al 4T15 y 64.7% al 4T16 dentro del escenario base y 67.1% al 4T13). HR Ratings considera que este indicador se ubicaría en un nivel

altamente deteriorado e indicaría la fuerte afectación que sufriría la Casa de Bolsa ante una situación adversa.

**Gráfica 9. Eficiencia a Ingresos vs. Eficiencia a Activos (Prom. 12m)**



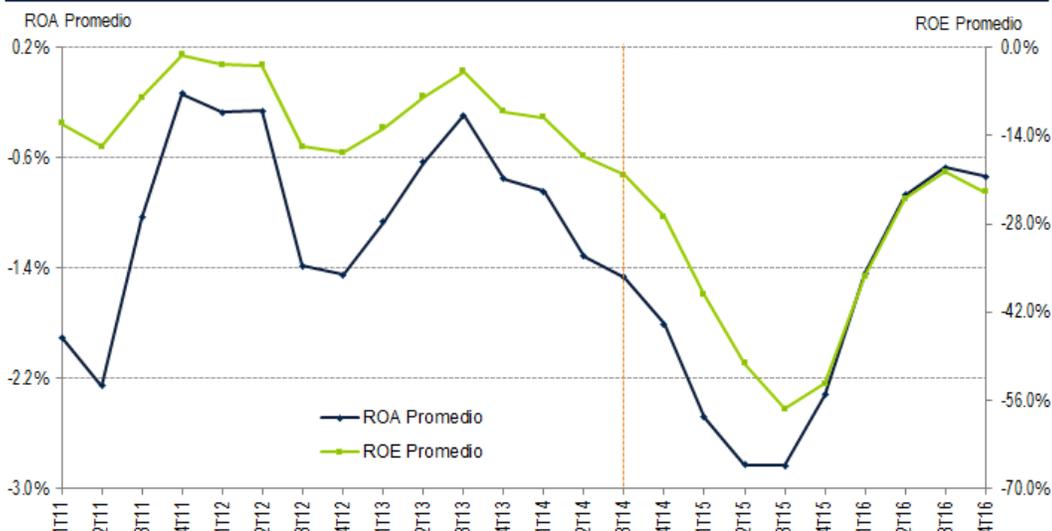
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario de estrés.

Por su parte, el deterioro en el índice de eficiencia a activos se daría en menor medida, ya que se proyecta que el activo de MCB continuaría mostrando un ligero incremento, aunque menor al de los gastos de administración. Es así que se proyecta que este indicador se coloque en 8.1% al 4T14, 8.8% al 4T15 y 9.4% al 4T16 (vs. 8.1%, 8.7% y 9.2% dentro del escenario base y 7.1% al 4T13).

La contracción en la generación de ingresos totales de la Casa de Bolsa, así como el incremento en los gastos de administración llevaría a que la utilidad neta de Masari Casa de Bolsa se vea altamente presionada alcanzando pérdidas por -P\$13.6m, -P\$17.1m y -P\$5.4m durante 2014, 2015 y 2016 (vs. pérdidas por -P\$11.5m, -P\$6.8m y -P\$4.2m en los mismos periodos dentro del escenario base y -P\$6.1m durante 2013). Por otra parte, se proyecta que el activo total mostraría un ligero incremento ante el escenario de estrés, lo que ocasionaría que el ROA Promedio se vea afectado y se ubique en -1.8% al 4T14, -2.3% al 4T15 y -0.7% al 4T16 (vs. -1.5%, -0.9% y -0.6% al 4T14, 4T15 y 4T16, respectivamente, dentro del escenario base y -0.8% al 4T13).

Gráfica 10. ROE Promedio vs. ROA Promedio



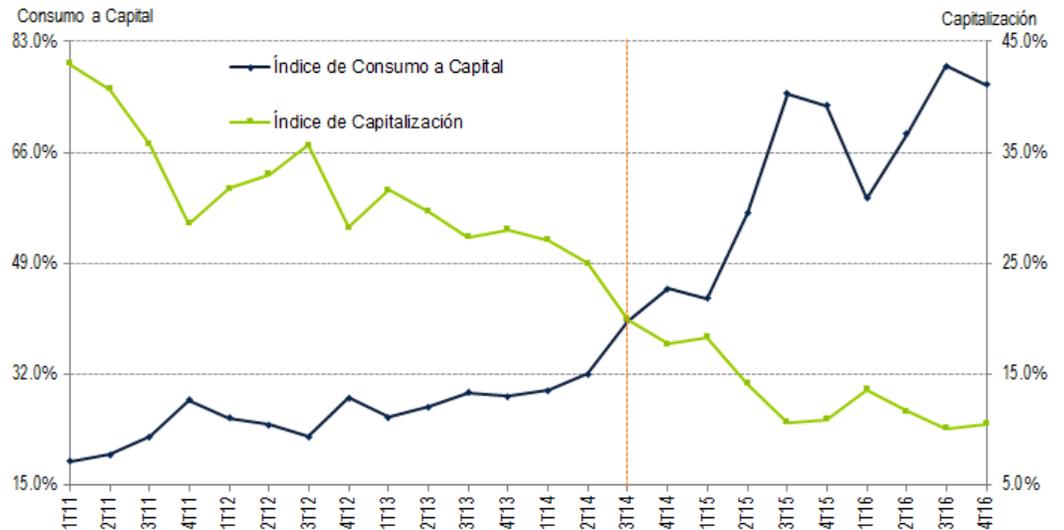
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario de estrés.

Por su parte, las pérdidas presentadas durante 2014, 2015 y 2016 también ocasionarían que el ROE Promedio se deteriore para ubicarse en -26.8% al 4T14, -53.3% al 4T15 y -22.9% al 4T16 (vs. -22.4% al 4T14, -17.1% al 4T15 y 11.7% al 4T16 de un escenario base y -10.1% al 4T13). El deterioro en las métricas de rentabilidad revelaría la fuerte dificultad a la que se enfrentaría la Casa de Bolsa ante una situación de estrés.

De igual manera, las pérdidas presentadas durante 2014, 2015 y 2016 ocasionarían que el capital contable de Masari Casa de Bolsa se vea impactado negativamente al absorber dichas pérdidas. Esto a su vez llevaría a que las métricas de solvencia se deterioren. Asimismo, es importante mencionar que se considera que antes una situación adversa los accionistas de MCB se verían imposibilitados para realizar aportaciones de capital que contrarresten el deterioro. De esta manera, se proyecta que el índice de capitalización cierre en 17.3% al 4T14, 10.1% al 4T15 y 9.5% al 4T16 (vs. 17.9% al 4T14, 14.7% al 4T15 y 14.1% al 4T16 y 28.0% al 4T13). Por su parte, el índice de consumo e capital se ubicaría en 46.1%, 78.9% y 84.1% al 4T14, al 4T15 y al 4T16 (vs. 44.7%, 54.3% y 56.9% en los mismos periodos del escenario base y 28.6% al 4T13). Con ello, HR Ratings considera que los indicadores de solvencia se colocarían en niveles fuertemente deteriorados.

Gráfica 11. Índice de Consumo de Capital vs. Índice de Capitalización

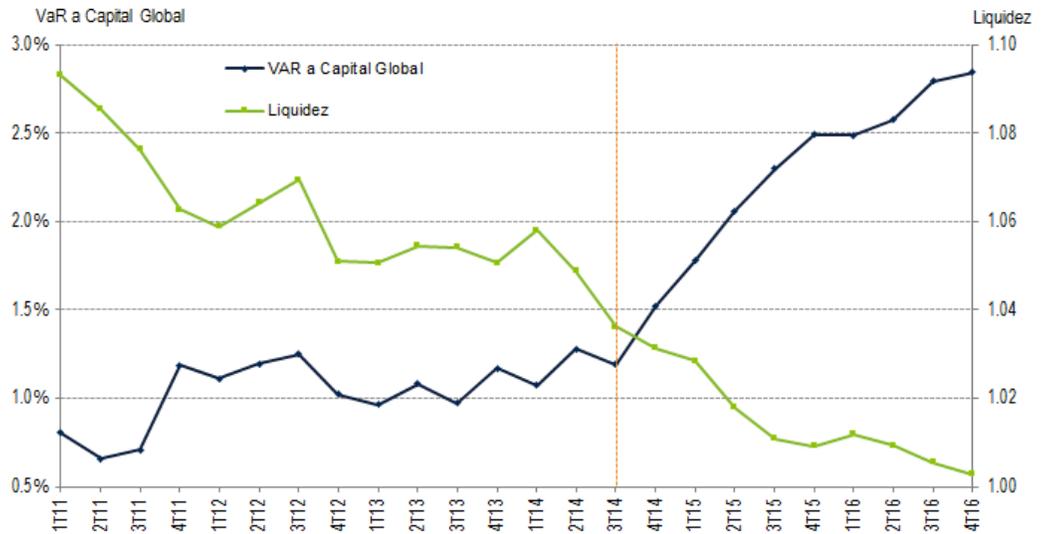


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario de estrés.

En cuanto al VaR a Capital Global, este mostraría un incremento que sería el resultado del deterioro en el capital global derivado de las pérdidas que presentaría Masari Casa de Bolsa durante 2014, 2015 y 2016. Es así que se proyecta que este indicador se coloque en 1.5%, 2.4% y 2.8% al 4T14, 4T5 y 4T16 (vs. 1.4%, 1.6% y 1.7% en los mismos periodos del escenario base y 1.1% al 4T13). HR Ratings considera que a pesar del incremento que sufriría el VaR a Capital Global, este se mantendría en un nivel adecuado para la Casa de Bolsa.

Gráfica 12. VAR a Capital Global vs. Razón de Liquidez



Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14 bajo un escenario de estrés.

Por el lado de la razón de liquidez, se considera que aún bajo un escenario de estrés esta se mantendría en un rango sano al cerrar en 1.0x al 4T14, 4T51 y 4T16 (vs. 1.0x en todos los periodos del escenario base y 1.1x al 4T13). HR Ratings considera que este indicador se mantendría en un nivel adecuado.

---

## Conclusión

De acuerdo al análisis de riesgos realizado, HR Ratings revisó a la baja la calificación crediticia de largo plazo a HR BBB- de HR BBB, ratificó la calificación de corto plazo de HR3 y mantuvo la Revisión Especial a Masari Casa de Bolsa. Lo anterior tomando en cuenta las constantes pérdidas que ha tenido en los últimos años, además de observar un mayor deterioro en los últimos periodos, obteniendo una utilidad (acumulada 12m) de -P\$10.9m al 3T14 (vs. -P\$2.3m al 3T13), lo que ha resultado en que el Capital Contable se debilite fuertemente y las métricas de solvencia se deterioren. Asimismo, el deterioro en la utilidad derivó en un elevado deterioro de las rentabilidades y eficiencias. Lo anterior se debe a la baja capacidad que tiene MCB de generar ingresos a causa de una elevada competencia y la dificultad de disminuir sustancialmente los gastos de administración para contrarrestar la disminución en los ingresos. Por otra parte, aún no se ha concretado el incremento en el Capital, lo que pudiera impactar en la estrategia de operación y a su vez en la situación financiera de la Casa de Bolsa. No obstante, la casa de Bolsa mantiene un perfil conservador en cuanto a la toma de riesgo, lo cual se puede ver reflejado en la razón de VaR a Capital Global y se considera que los directivos cuentan con amplia experiencia en el mercado de divisas, lo que fortalece la toma de decisiones relacionadas a este mercado.

ANEXOS – Escenario Base

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						9M13	9M14
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P		
<b>Escenario Base</b>								
<b>ACTIVOS</b>	<b>896.1</b>	<b>875.7</b>	<b>771.9</b>	<b>806.7</b>	<b>819.9</b>	<b>828.6</b>	<b>786.7</b>	<b>863.4</b>
Disponibilidades	37.4	48.0	41.8	37.4	35.9	34.0	44.7	37.6
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	816.4	787.2	692.3	733.8	744.8	756.0	717.4	800.4
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	18.3	17.4	16.9	15.3	19.6	19.6	3.1	5.1
Cuentas por cobrar	0.0	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.2	1.0
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
Inmuebles, mobiliario y equipo	10.2	9.4	8.8	8.1	7.4	6.8	9.0	8.3
Impuestos diferidos (a favor)	6.7	5.8	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Otros activos	7.0	6.6	6.2	6.1	6.1	6.1	6.4	6.1
<b>PASIVOS</b>	<b>820.7</b>	<b>812.4</b>	<b>715.7</b>	<b>762.0</b>	<b>782.0</b>	<b>794.9</b>	<b>727.0</b>	<b>814.7</b>
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	801.9	787.5	692.4	734.1	753.0	764.7	717.0	787.1
Otras cuentas por pagar	18.8	24.9	23.3	27.8	29.0	30.2	10.0	27.5
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	15.4	21.0	19.8	24.9	24.9	24.9	6.4	24.9
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>75.5</b>	<b>63.3</b>	<b>56.2</b>	<b>44.7</b>	<b>37.9</b>	<b>33.7</b>	<b>59.7</b>	<b>48.7</b>
Capital contribuido	125.6	125.6	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
Capital ganado	-50.1	-62.3	-3.8	-15.3	-22.1	-26.3	-0.3	-11.3

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

CUENTAS DE ORDEN	4,530.1	3,054.7	3,234.9	5,499.3	7,297.6	9,559.9	2,851.4	5,205.9
Cientes cuentas corrientes	0.0	-0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	2.0	-0.4
Valores de clientes	1,182.1	1,071.8	1,240.4	2,364.7	3,283.9	4,301.9	1,135.9	1,556.9
<i>Valores en custodia</i>	1,182.1	1,071.8	1,240.4	2,364.7	3,283.9	4,301.9	1,135.9	1,556.9
Operaciones por cuenta de clientes	2,766.5	1,847.3	1,790.9	2,435.7	3,215.1	4,404.7	1,620.2	2,957.5
Cuentas de registro propias	581.5	136.2	203.4	698.7	798.3	852.9	93.2	691.9

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
Escenario Base								
Comisiones y tarifas cobradas	1.1	1.5	2.0	2.7	3.5	4.5	1.4	2.1
Comisiones y cuotas pagadas	-4.3	-4.1	-4.2	-4.3	-5.0	-5.7	-3.1	-3.4
<b>Resultado por servicios</b>	<b>-3.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.3</b>
Utilidad por compraventa	58.2	51.6	48.7	45.5	52.9	58.3	35.7	31.8
Pérdida por compraventa	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ingresos por intereses	33.7	44.1	35.2	30.3	38.5	42.5	27.6	21.6
Gastos por intereses	-30.7	-40.6	-31.4	-26.7	-33.2	-36.5	-24.6	-18.7
Resultado por valuación a valor razonable	3.1	-2.1	0.4	1.5	0.8	1.0	0.9	0.6
<b>Margen financiero por intermediación</b>	<b>64.2</b>	<b>53.0</b>	<b>52.8</b>	<b>50.6</b>	<b>59.0</b>	<b>65.4</b>	<b>39.5</b>	<b>35.3</b>
Otros Ingresos de la Operación	0.1	-0.0	1.1	0.4	0.4	0.5	0.1	0.3
<b>Ingresos netos de la operación</b>	<b>61.1</b>	<b>50.4</b>	<b>51.8</b>	<b>49.3</b>	<b>57.9</b>	<b>64.6</b>	<b>38.0</b>	<b>34.3</b>
Gastos de administración	-62.0	-61.6	-57.9	-60.7	-64.8	-68.8	-40.6	-41.7
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>-0.9</b>	<b>-11.2</b>	<b>-6.1</b>	<b>-11.5</b>	<b>-6.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>-7.4</b>
ISR y PTU causado	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ISR y PTU diferido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado neto</b>	<b>-0.9</b>	<b>-11.2</b>	<b>-6.1</b>	<b>-11.5</b>	<b>-6.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>-7.4</b>

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

Métricas Financieras	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Margen Operativo</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-14.3%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-14.2%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-14.3%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-14.2%</b>
<b>Índice de Eficiencia a Ingresos</b>	<b>64.5%</b>	<b>64.8%</b>	<b>67.1%</b>	<b>75.9%</b>	<b>67.6%</b>	<b>64.7%</b>	<b>61.4%</b>	<b>76.9%</b>
<b>Índice de Eficiencia a Activos</b>	<b>10.1%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.2%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.0%</b>
<b>ROA Promedio</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-1.5%</b>
<b>ROE Promedio</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-16.7%</b>	<b>-10.1%</b>	<b>-22.4%</b>	<b>-17.1%</b>	<b>-11.7%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-20.2%</b>
<b>Índice de Consumo de Capital</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.6%</b>	<b>44.7%</b>	<b>54.3%</b>	<b>56.9%</b>	<b>29.2%</b>	<b>40.2%</b>
<b>Índice de Capitalización</b>	<b>28.5%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.0%</b>	<b>17.9%</b>	<b>14.7%</b>	<b>14.1%</b>	<b>27.4%</b>	<b>19.9%</b>
<b>VaR a Capital Global</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>
<b>Razón de Liquidez</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)		Anual					Acumulado	
Escenario Base	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Resultado Neto	-0.9	-11.2	-6.1	-11.5	-6.8	-4.2	-2.6	-7.4
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.								
Resultado por valuación a valor razonable	-3.1	2.1	-0.4	-1.5	-0.8	-1.0	-0.9	-0.6
Depreciación y amortización	1.0	1.0	0.9	1.2	0.7	0.6	1.0	1.0
Impuestos diferidos	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones para obligaciones diversas	1.3	1.1	0.8	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0
<b>Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados</b>	<b>-0.8</b>	<b>5.2</b>	<b>1.3</b>	<b>0.7</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>
Aum. o dism. de part. rel. con la op.								
Dism. o aum. en inversiones en valores	420.5	29.2	94.9	-41.5	-11.0	-11.2	70.0	-108.0
Dism. o aum. en reportos netos	-420.3	-16.7	-93.9	-205.0	15.4	12.8	-54.9	-142.7
Dism. o aum. en otros activos y pasivos operativos netos	15.1	4.0	-2.4	252.9	1.1	1.0	-17.0	252.6
<b>Total Dism. o aum. de partidas de operación</b>	<b>15.3</b>	<b>16.5</b>	<b>-1.4</b>	<b>6.4</b>	<b>5.4</b>	<b>2.7</b>	<b>-1.9</b>	<b>1.9</b>
<b>Recursos generados o utilizados por la operación</b>	<b>13.6</b>	<b>10.5</b>	<b>-6.1</b>	<b>-4.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>-3.3</b>	<b>-4.2</b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	1.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Rec. gen. o util. en actividades de inversión</b>	<b>1.2</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Disminución o aumento de efectivo y equivalentes</b>	<b>14.8</b>	<b>10.6</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.9</b>	<b>-3.3</b>	<b>-4.2</b>
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	22.6	37.4	48.0	41.8	37.4	35.9	48.0	41.8
<b>Efectivo y equivalentes al final del periodo</b>	<b>37.4</b>	<b>48.0</b>	<b>41.8</b>	<b>37.4</b>	<b>35.9</b>	<b>34.0</b>	<b>44.7</b>	<b>37.6</b>

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

**ANEXOS – Escenario Estrés**

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						9M13	9M14
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P		
<b>Escenario de Estrés</b>								
<b>ACTIVOS</b>	<b>896.1</b>	<b>875.7</b>	<b>771.9</b>	<b>792.5</b>	<b>799.7</b>	<b>810.2</b>	<b>786.7</b>	<b>863.4</b>
Disponibilidades	37.4	48.0	41.8	30.2	22.8	22.7	44.7	37.6
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	816.4	787.2	692.3	726.9	737.8	748.9	717.4	800.4
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	18.3	17.4	16.9	15.3	19.6	19.6	3.1	5.1
Cuentas por cobrar	0.0	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.2	1.0
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
Inmuebles, mobiliario y equipo	10.2	9.4	8.8	8.1	7.4	6.8	9.0	8.3
Impuestos diferidos (a favor)	6.7	5.8	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Otros activos	7.0	6.6	6.2	6.1	6.1	6.1	6.4	6.1
<b>PASIVOS</b>	<b>820.7</b>	<b>812.4</b>	<b>715.7</b>	<b>750.0</b>	<b>774.3</b>	<b>790.2</b>	<b>727.0</b>	<b>814.7</b>
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	801.9	787.5	692.4	722.2	745.3	760.0	717.0	787.1
Otras cuentas por pagar	18.8	24.9	23.3	27.8	29.0	30.2	10.0	27.5
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	15.4	21.0	19.8	24.9	24.9	24.9	6.4	24.9
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>75.5</b>	<b>63.3</b>	<b>56.2</b>	<b>42.6</b>	<b>25.4</b>	<b>20.0</b>	<b>59.7</b>	<b>48.7</b>
Capital contribuido	125.6	125.6	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
Capital ganado	-50.1	-62.3	-3.8	-17.4	-34.6	-40.0	-0.3	-11.3

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

<b>CUENTAS DE ORDEN</b>	<b>4,530.1</b>	<b>3,054.7</b>	<b>3,234.9</b>	<b>4,690.6</b>	<b>3,658.7</b>	<b>3,955.0</b>	<b>2,851.4</b>	<b>5,205.9</b>
Cientes cuentas corrientes	0.0	-0.5	0.1	0.2	0.1	0.1	2.0	-0.4
Valores de clientes	1,182.1	1,071.8	1,240.4	2,017.0	1,646.4	1,779.8	1,135.9	1,556.9
<i>Valores en custodia</i>	1,182.1	1,071.8	1,240.4	2,017.0	1,646.4	1,779.8	1,135.9	1,556.9
Operaciones por cuenta de clientes	2,766.5	1,847.3	1,790.9	2,149.1	1,504.4	1,534.5	1,620.2	2,957.5
Cuentas de registro propias	581.5	136.2	203.4	524.3	507.7	640.6	93.2	691.9

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P	9M13	9M14
Escenario de Estrés								
Comisiones y tarifas cobradas	1.1	1.5	2.0	2.4	1.6	2.8	1.4	2.1
Comisiones y cuotas pagadas	-4.3	-4.1	-4.2	-4.4	-4.0	-4.4	-3.1	-3.4
<b>Resultado por servicios</b>	<b>-3.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.2</b>	<b>-2.0</b>	<b>-2.4</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.7</b>	<b>-1.3</b>
Utilidad por compraventa	58.2	51.6	48.7	45.6	44.7	57.3	35.7	31.8
Pérdida por compraventa	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ingresos por intereses	33.7	44.1	35.2	28.5	27.7	35.3	27.6	21.6
Gastos por intereses	-30.7	-40.6	-31.4	-26.8	-23.5	-28.8	-24.6	-18.7
Resultado por valuación a valor razonable	3.1	-2.1	0.4	1.5	0.4	0.7	0.9	0.6
<b>Margen financiero por intermediación</b>	<b>64.2</b>	<b>53.0</b>	<b>52.8</b>	<b>48.9</b>	<b>49.2</b>	<b>64.5</b>	<b>39.5</b>	<b>35.3</b>
Otros Ingresos de la Operación	0.1	-0.0	1.1	0.4	0.4	0.5	0.1	0.3
<b>Ingresos netos de la operación</b>	<b>61.1</b>	<b>50.4</b>	<b>51.8</b>	<b>47.2</b>	<b>47.2</b>	<b>63.5</b>	<b>38.0</b>	<b>34.3</b>
Gastos de administración	-62.0	-61.6	-57.9	-60.8	-64.3	-68.9	-40.6	-41.7
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>-0.9</b>	<b>-11.2</b>	<b>-6.1</b>	<b>-13.6</b>	<b>-17.1</b>	<b>-5.4</b>	<b>-2.6</b>	<b>-7.4</b>
ISR y PTU causado	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ISR y PTU diferido	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado neto</b>	<b>-0.9</b>	<b>-11.2</b>	<b>-6.1</b>	<b>-13.6</b>	<b>-17.1</b>	<b>-5.4</b>	<b>-2.6</b>	<b>-7.4</b>

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

Métricas Financieras	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Margen Operativo</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-17.4%</b>	<b>-23.0%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-14.2%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-17.4%</b>	<b>-23.0%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-14.2%</b>
<b>Índice de Eficiencia a Ingresos</b>	<b>64.5%</b>	<b>64.8%</b>	<b>67.1%</b>	<b>77.9%</b>	<b>86.5%</b>	<b>71.7%</b>	<b>61.4%</b>	<b>76.9%</b>
<b>Índice de Eficiencia a Activos</b>	<b>10.1%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.0%</b>
<b>ROA Promedio</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-1.5%</b>
<b>ROE Promedio</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-16.7%</b>	<b>-10.1%</b>	<b>-26.8%</b>	<b>-53.3%</b>	<b>-22.9%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>-20.2%</b>
<b>Índice de Consumo de Capital</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.6%</b>	<b>46.1%</b>	<b>78.9%</b>	<b>84.1%</b>	<b>29.2%</b>	<b>40.2%</b>
<b>Índice de Capitalización</b>	<b>28.5%</b>	<b>28.3%</b>	<b>28.0%</b>	<b>17.3%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>27.4%</b>	<b>19.9%</b>
<b>VaR a Capital Global</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>
<b>Razón de Liquidez</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2016P	9M13	9M14
<b>Escenario de Estrés</b>								
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
<b>Resultado Neto</b>	-0.9	-11.2	-6.1	-13.6	-17.1	-5.4	-2.6	-7.4
<b>Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.</b>								
Resultado por valuación a valor razonable	-3.1	2.1	-0.4	-1.5	-0.4	-0.7	-0.9	-0.6
Depreciación y amortización	1.0	1.0	0.9	1.2	0.7	0.6	1.0	1.0
Impuestos diferidos	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones para obligaciones diversas	1.3	1.1	0.8	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0
<b>Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados</b>	-0.8	5.2	1.3	0.7	0.3	-0.1	1.1	1.4
<b>Aum. o dím. de part. rel. con la op.</b>								
Dism. o aum. en inversiones en valores	420.5	29.2	94.9	-34.5	-10.9	-11.1	70.0	-108.0
Dism. o aum. en reportos netos	-420.3	-16.7	-93.9	-217.0	19.2	15.4	-54.9	-142.7
Dism. o aum. en otros activos y pasivos operativos netos	15.1	4.0	-2.4	252.9	1.1	1.0	-17.0	252.6
<b>Total Dism. o aum. de partidas de operación</b>	15.3	16.5	-1.4	1.3	9.3	5.4	-1.9	1.9
<b>Recursos generados o utilizados por la operación</b>	13.6	10.5	-6.1	-11.6	-7.4	-0.1	-3.3	-4.2
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	1.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Rec. gen. o util. en actividades de inversión</b>	1.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Disminución o aumento de efectivo y equivalentes</b>	14.8	10.6	-6.2	-11.6	-7.4	-0.1	-3.3	-4.2
<b>Efectivo y equivalentes al principio del periodo</b>	22.6	37.4	48.0	41.8	30.2	22.8	48.0	41.8
<b>Efectivo y equivalentes al final del periodo</b>	37.4	48.0	41.8	30.2	22.8	22.7	44.7	37.6

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.

\* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

---

## Glosario para Casas de Bolsa

**Margen neto.** Resultado Neto 12m / Ingreso Bruto de la Operación 12m

**Margen operativo.** Resultado de la Operación 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m

**Índice de eficiencia a activos.** Gastos de Administración 12m / Activos Totales Prom. 12m

**Índice de eficiencia a ingresos.** Gastos de Administración 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m

**ROA Promedio.** Utilidad Neta 12m / Activo Total Prom. 12m

**ROE Promedio.** Utilidad Neta 12m / Capital Contable Prom. 12m

**Índice de capitalización.** Capital Neto / Activos Sujetos a Riesgo Totales

**Índice de consumo de capital.** Requerimientos Totales / Capital Contable

**Razón de liquidez.** Activo Circulante / Pasivo Circulante

**VaR a Capital Global.** Valor en Riesgo / Capital Global

## HR Ratings Alta Dirección

### Dirección General

#### Presidente y Director General

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

#### Director General Adjunto

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

#### Dirección General de Operaciones

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3145  
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Pedro Latapí +52 55 1253 6532  
pedro.latapi@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

#### U.S. Public Finance

Julie García Seebach +52 55 1500 3130  
julie.seebach@hrratings.com

#### Deuda Corporativa/ ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146  
luis.quintero@hrratings.com

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgo

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

#### Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761  
claudia.ramirez@hrratings.com

### Negocios

#### Dirección de Desarrollo de Negocios

Carlos Frías +52 55 1500 3134  
carlos.frias@hrratings.com

#### Dirección de Atención a Inversionistas

Jorge B. González +52 55 1253 6547  
jorge.gonzalez@hrratings.com

Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130

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:

**Metodología de Calificación para Casas de Bolsa (México), Junio 2009**

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/es/metodologia.aspx](http://www.hrratings.com/es/metodologia.aspx)

**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 BBB / Revisión Especial / HR3
Fecha de última acción de calificación	13 de noviembre de 2013
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T10 – 3T14
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera trimestral obtenida de la CNBV y anual dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu proporcionada por la Casa de Bolsa.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso).	N/A
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)	N/A

*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*

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](http://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, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

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 o emitidas 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, a la 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 calificadora [www.hrratings.com](http://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 USD1,000 a USD1,000,000 (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 USD5,000 y USD2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).