

Contactos

Helene Campech
Analista
E-mail: helene.campech@hrratings.com

Pedro Latapí, CFA
Director de Instituciones Financieras / ABS
E-mail: pedro.latapi@hrratings.com

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

Calificaciones

Masari Casa de Bolsa LP **HR BBB**
Masari Casa de Bolsa CP **HR3**

Revisión Especial

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es "HR BBB". El emisor o emisión con esta calificación 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.

La calificación de corto plazo que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es "HR3". El emisor o emisión con esta calificación 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 ratificó la calificación crediticia de largo plazo de "HR BBB" y de corto plazo de "HR3" para Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o la Casa de Bolsa y/o MCB) y la colocó en Revisión Especial.

La Revisión Especial se debe a que HR Ratings espera que en el corto plazo se realice un incremento en Capital de Masari Casa de Bolsa, llevando a que la estructura accionaria muestre cambios importantes y pudiendo impactar directamente en las operaciones de la Casa de Bolsa y a su vez en la estrategia de la misma. Por ello, se podría observar un cambio sobre la posición conservadora que a la fecha mantiene la Casa de Bolsa en cuanto a la toma de riesgo. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés son:

Supuestos y Resultados: Masari CB	Escenario Base						Escenario de Estrés		
	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2013P*	2014P	2015P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-8.8%	-5.3%	-5.3%	-5.2%	-5.1%	-5.0%	-6.1%	-7.4%	-6.7%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	111.5%	95.2%	102.4%	95.2%	95.7%	95.8%	98.9%	104.3%	100.7%
Gastos de Administración	-55.4	-62.0	-61.6	-56.5	-63.7	-70.3	-57.0	-64.6	-71.1
Valores en Custodia / Activos Totales	1.3	1.3	1.2	1.4	1.6	1.9	1.4	1.6	1.8
Resultado Neto	-10.8	-0.9	-11.2	-1.2	-1.3	-1.6	-5.3	-20.7	-10.5
ROA Promedio	-2.3%	-0.1%	-1.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-2.5%	-1.3%
ROE Promedio	-13.3%	-1.2%	-16.7%	-2.0%	-2.0%	-2.7%	-8.7%	-44.3%	-33.9%
Margen Operativo	-11.7%	-0.9%	-11.8%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-5.7%	-24.2%	-9.3%
Margen Neto	-13.3%	-0.9%	-11.8%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-5.7%	-24.2%	-9.3%
Índice de Eficiencia a Ingresos	68.2%	64.5%	64.8%	58.3%	58.2%	57.6%	61.1%	75.5%	63.2%
Índice de Eficiencia a Activos	11.8%	10.1%	7.9%	7.0%	7.6%	8.4%	7.0%	7.8%	8.8%
Índice de Consumo de Capital	12.5%	28.0%	28.3%	31.2%	33.3%	34.7%	33.0%	52.8%	75.5%
Índice de Capitalización	64.1%	28.5%	28.3%	25.6%	24.0%	23.1%	24.3%	15.1%	10.6%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.6%	2.3%
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 4T13.

Los factores que influyeron en la calificación fueron:

- **Métricas de rentabilidad continúan deterioradas, colocando el ROA Promedio y ROE Promedio en -0.3% y -3.7% al 3T13 (vs. -1.4% y -15.7% al 2T13):** Los ingresos de la Casa de Bolsa se han visto presionados en gran medida por la elevada competencia a la que se enfrenta la Casa de Bolsa, lo cual no ha podido ser compensado completamente con una disminución sobre los gastos de administración.
- **Disminución en el consumo de efectivo derivado de una menor pérdida al 3T13, equivalente a P\$2.6m (vs P\$11.5m al 3T12):** Lo anterior representa el 5.8% de las disponibilidades que mantiene la Casa de Bolsa en Balance.
- **Razón de VaR a Capital Global se mantiene en niveles de fortaleza, cerrando en 0.9% al 3T13 (vs. 1.2% al 3T12):** Lo anterior es un reflejo de la posición conservadora que mantienen la Casa de Bolsa en relación a la administración de riesgos.
- **Amplia experiencia de los directivos en el mercado de divisas:** Lo anterior fortalece la toma de decisiones y operaciones de la Casa de Bolsa.
- **Índice de consumo de capital e índice de capitalización se ubican en niveles de sanos, cerrando en 29.8% y 27.6%, respectivamente, al 3T13 (vs. 22.4% y 35.7% al 3T12):** Esto indica el bajo requerimiento de capital que la Casa de Bolsa mantiene debido la posición conservadora en cuanto a la toma de riesgos y la capacidad que tendría la Casa de Bolsa para hacer frente a sus activos ponderados por riesgo ante un escenario de estrés.
- **Índice de eficiencia a ingresos e índice de eficiencia a activos continúan en niveles deteriorados, cerrando en 61.4% y 7.1% al 3T13 (vs. 64.3% y 7.7%):** Esto a pesar de que la Casa de Bolsa ha buscado disminuir los gastos de administración, los ingresos también han caído de manera importante.

Introducción

El presente reporte de seguimiento de calificación se enfoca en el análisis y la evaluación de los eventos relevantes sucedidos durante los últimos doce meses que afectaron o impactaron sobre la calidad crediticia de Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o la Casa de Bolsa y/o MCB). Para mayor información sobre las calificaciones asignadas a la Casa de Bolsa, se puede revisar el reporte de calificación inicial publicado por HR Ratings el 12 de octubre de 2009 y los reportes de seguimiento de calificación publicados por HR Ratings el 9 de diciembre de 2010, el 16 de noviembre de 2011 y el 14 de noviembre de 2012. Los reportes pueden ser encontrados en la página web: <http://www.hrratings.com>.

Perfil de Masari 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. Sin embargo, en 2010 incursiona en el mercado de capitales con el fin de incrementar su línea de productos, ofreciendo el servicio vía la plataforma tecnológica de ruteo de órdenes subcontratadas con otras instituciones. No obstante, el mercado de divisas continúa siendo el negocio principal de la Casa de Bolsa, contando con una sólida base de clientes.

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.

Eventos Relevantes

Posibles Cambios en la Estructura del Capital

Con el objetivo de fortalecer las operaciones de Masari Casa de Bolsa, esta se encuentra analizando la posibilidad de realizar un incremento en el Capital, llevando a que la estructura accionaria muestre cambios importantes. HR Ratings considera que, derivado de lo anterior, se podrían observar cambios importantes en la estrategia de operación de MCB, con lo que la posición conservadora en cuanto a la toma de riesgos se podría ver modificada.

Cambio en Administración de Valores en Custodia

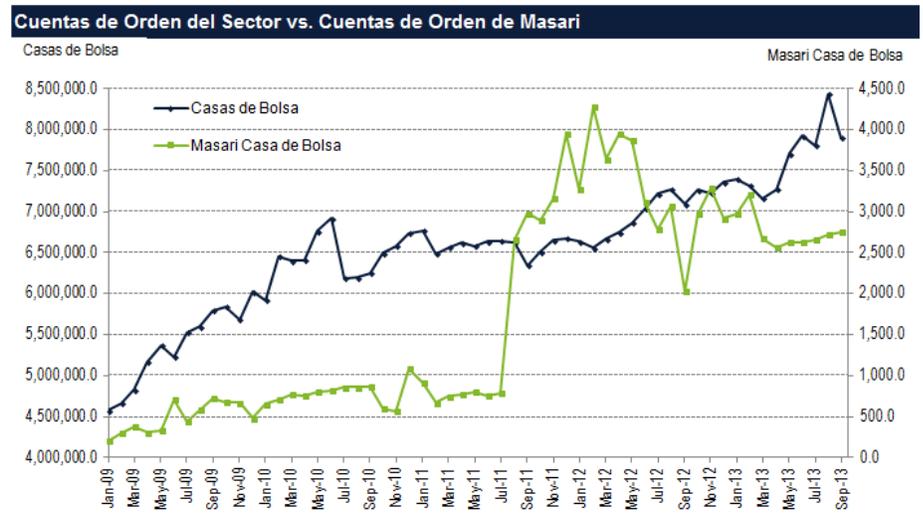
Con el objetivo de hacer más eficiente la operación de los bienes en custodia, Masari Casa de Bolsa contrató un servicio con Santander para la administración, custodia y liquidación de valores dentro de Indeval.

Admisión de MCB como miembro integral de la BMV

Las operaciones de la mesa de capitales de Masari Casa de Bolsa son operadas a través de GBM Casa de Bolsa. Sin embargo, recientemente la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) admitió a Masari Casa de Bolsa como Miembro Integral de la misma, por lo que, se espera que en el mediano plazo MCB comience a ejecutar directamente las operaciones. Esto fortalece las operaciones de la Casa de Bolsa y disminuye el costo asociado con dicha operación.

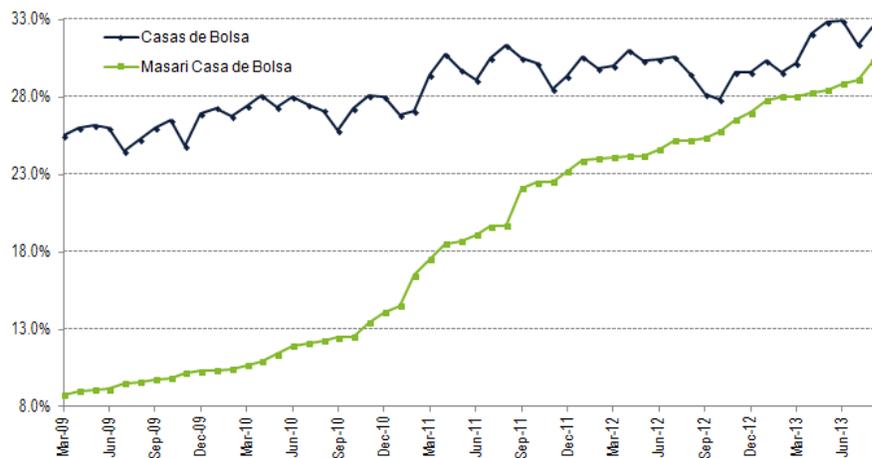
Riesgo de la Industria

Al analizar las cuentas de orden del sector, se observa que en el último año estas mostraron un crecimiento de 11.4%, al pasar de P\$7,092,747.8m al 3T12 a P\$7,899,827.8m al 3T13 (vs. 11.7% del 3T11 al 3T12). Por su parte, del 3T12 al 3T13, las cuentas de orden de Masari Casa de Bolsa mostraron una tasa anual de crecimiento de 35.6% (vs. -31.7% del 3T11 al 3T12). Lo anterior indica que la tasa anual de crecimiento mostrada por MCB fue mayor a la mostrada por el sector de las Casas de Bolsa. Por otra parte, Masari Casa de Bolsa muestra una baja participación de mercado, al concentrar el 0.03% de las cuentas de orden del sector al 3T13 (vs. 0.03% al 3T12).



En relación con el Índice de Consumo de Capital ((Requerimiento de Crédito + Mercado + Operacional) / Capital Global) del sector, se observa que este se ha mantenido estable en el último año para colocarse en 32.6% al cierre de agosto de 2013 (vs. 29.5% al cierre de agosto de 2012). Por su parte, el índice de consumo de capital de Masari Casa de Bolsa ha mostrado una tendencia creciente debido al incremento que ha tenido en sus operaciones, sin embargo, este se ubica por debajo del nivel promedio del sector y se encuentra en un rango de fortaleza al colocarse en 30.3% al cierre de agosto de 2013 (vs. 25.2% al cierre de agosto de 2012).

Índice de Consumo de Capital del Sector vs. Índice de Consumo de Capital de Masari



Fuente: HR Ratings con información de la CNBV.

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 Masari Casa de Bolsa, 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 Casa de Bolsa 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:

Supuestos y Resultados: Masari CB				Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2013P*	2014P	2015P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-8.8%	-5.3%	-5.3%	-5.2%	-5.1%	-5.0%	-6.1%	-7.4%	-6.7%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	111.5%	95.2%	102.4%	95.2%	95.7%	95.8%	98.9%	104.3%	100.7%
Gastos de Administración	-55.4	-62.0	-61.6	-56.5	-63.7	-70.3	-57.0	-64.6	-71.1
Valores en Custodia / Activos Totales	1.3	1.3	1.2	1.4	1.6	1.9	1.4	1.6	1.8
Resultado Neto	-10.8	-0.9	-11.2	-1.2	-1.3	-1.6	-5.3	-20.7	-10.5
ROA Promedio	-2.3%	-0.1%	-1.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-2.5%	-1.3%
ROE Promedio	-13.3%	-1.2%	-16.7%	-2.0%	-2.0%	-2.7%	-8.7%	-44.3%	-33.9%
Margen Operativo	-11.7%	-0.9%	-11.8%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-5.7%	-24.2%	-9.3%
Margen Neto	-13.3%	-0.9%	-11.8%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-5.7%	-24.2%	-9.3%
Índice de Eficiencia a Ingresos	68.2%	64.5%	64.8%	58.3%	58.2%	57.6%	61.1%	75.5%	63.2%
Índice de Eficiencia a Activos	11.8%	10.1%	7.9%	7.0%	7.6%	8.4%	7.0%	7.8%	8.8%
Índice de Consumo de Capital	12.5%	28.0%	28.3%	31.2%	33.3%	34.7%	33.0%	52.8%	75.5%
Índice de Capitalización	64.1%	28.5%	28.3%	25.6%	24.0%	23.1%	24.3%	15.1%	10.6%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.6%	2.3%
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 4T13.

A continuación se detallan las características de cada uno de los escenarios planteados por HR Ratings. Asimismo, se realiza un comparativo entre lo proyectado por HR Ratings en la calificación anterior y lo reportado por parte de la Casa de Bolsa.

Comportamiento Observado vs. Proyectado

En el reporte de revisión anual realizado por HR Ratings y publicado el 14 de noviembre de 2012, se elaboraron proyecciones bajo un escenario base y un escenario de estrés. A continuación se muestran los resultados obtenidos por la Casa de Bolsa y los proyectados por HR Ratings.

Supuestos y Resultados: Masari	Observado	Base	Estrés
Cifras en millones de pesos	3T13	3T13	3T13
Valores en Custodia	1,135.9	1,102.7	675.2
Comisiones y Tarifas Netas	(2.5)	(3.3)	(3.0)
Utilidad por Compraventa	50.6	55.4	52
Gastos de Administración	(56.0)	(63.6)	(65.2)
Resultado Neto	(2.3)	(6.6)	(22.8)
Margen Operativo	-2.7%	-6.8%	-25.6%
Margen neto	-2.5%	-6.8%	-25.9%
Índice de Eficiencia a Ingresos	61.4%	66.0%	74.1%
Índice de Eficiencia a Activos	7.1%	7.4%	7.7%
ROA Promedio	-0.3%	-0.8%	-2.8%
ROE Promedio	-3.7%	-10.9%	-44.5%
Índice de Consumo de Capital	29.0%	18.2%	24.3%
Índice de Capitalización	27.6%	44.0%	32.9%
VaR a Capital Global	0.9%	1.3%	24.6%
Liquidez	1.1	1.1	1.0

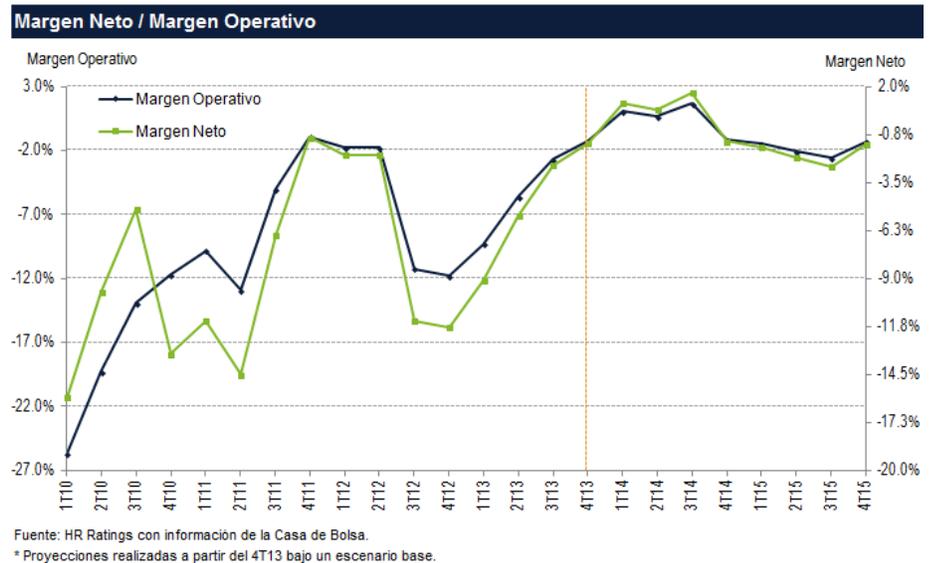
*Proyecciones realizadas en la última acción de calificación, el día 14 de noviembre de 2012.

Al analizar los resultados obtenidos por la Casa de Bolsa y lo proyectado por HR Ratings se observa que los valores en custodia mostraron un mayor crecimiento a lo esperado. Lo anterior llevó a que las comisiones netas mostraran un comportamiento menos al esperado. En base a ello, y considerando que los gastos de administración mostraron un mejor desempeño a lo esperado, las pérdidas observadas 12 meses fueron menores a las proyectadas. Lo anterior derivó en una mejoría en las métricas de rentabilidad y eficiencias frente a lo que se esperaba, aunque dichas métricas se mantienen en niveles presionados para la industria. Sin embargo, el mayor crecimiento en los activos sujetos a riesgo ocasionó que el índice de consumo de capital y el índice de capitalización se deterioraran.

Escenario Base

El escenario base proyectado por HR Ratings para Masari Casa de Bolsa toma en consideración un ambiente macroeconómico estable, donde se observa una baja volatilidad sobre los mercados financieros. Con ello, se considera que no existirían movimientos importantes sobre las valuaciones, lo cual disminuiría el impacto sobre las valuaciones de los activos. Asimismo, el escenario plantea que la Casa de Bolsa mantendría una estructura en términos de ingresos y gastos relacionados con dichos ingresos. Es importante mencionar, que los escenarios no consideran movimientos extraordinarios que se pudieran generar por cambios en el modelo de negocios dado los movimientos esperados para los próximos trimestres.

Por su parte, el margen operativo (Resultado de la Operación 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m) ha mostrado una mejoría en los últimos periodos, cerrando al 3T13 en niveles de -2.1% (vs. -11.3% al 3T12). Sin embargo, dichos niveles aún se mantiene presionados para la operación de la Casa de Bolsa. Lo anterior debido a la dificultad que Masari ha encontrado para incrementar la base de clientes dada la competencia en el sector. Para los periodos proyectados consideramos que el margen operativo se mantendría en niveles presionados, cerrando al 4T13, 4T14 y 4T15 en niveles de -1.3%, -1.1% y -1.3% respectivamente (vs. -11.8% al 4T12). Esto indicaría la dificultad que consideramos Masari mantendría para generar ingresos.

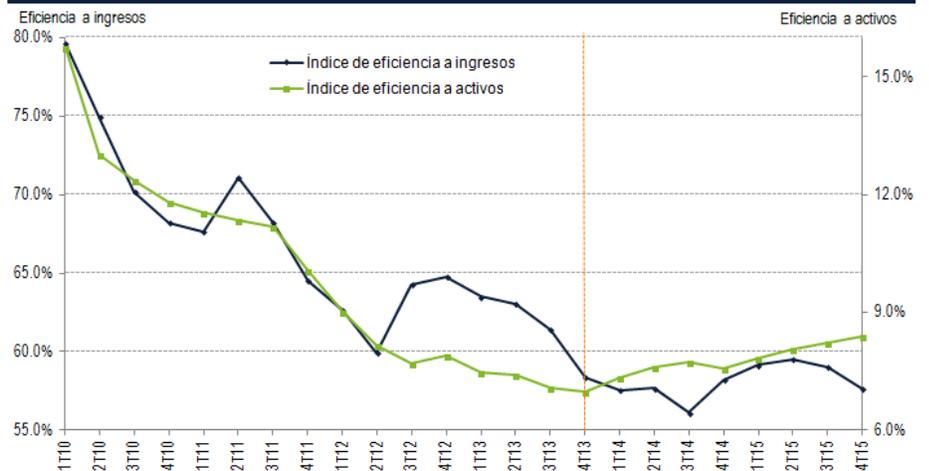


Asimismo, durante los últimos meses el margen neto (Resultado Neto 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m) se ha mantenido en niveles presionados, cerrando al 3T13 en -1.9% (vs. -11.4% al 3T12). Lo anterior se

debe a la misma razón que ha presionado al margen operativo, que es la baja capacidad por parte de la Casa de Bolsa para generar ingresos y con ello poder cubrir los gastos que mantiene. Los niveles observados se mantienen deteriorados para la industria donde Masari opera. Para los periodos proyectados, consideramos que el margen neto se mantendría en el mismo rango dadas las dificultades que la Casa de Bolsa mantendría, con lo que el indicador podría llegar a niveles de -1.3% al 4T13, -1.1% al 4T14 y -1.3% al 4T15 (vs. -11.8% al 4T12). Dichos niveles se mantendrían en un rango presionado.

En cuanto a la administración de gastos, el índice de eficiencia a ingresos (Gastos de Administración 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m) se ha mantenido en niveles similares durante los últimos periodos, cerrando en 60.5% al 3T13 (vs. 64.3% al 3T12). Lo anterior debido a que la Casa de Bolsa no ha sido capaz de incrementar la generación de ingresos y únicamente ha podido reducir marginalmente sus gastos. Esto ha llevado a que el indicador se mantenga en niveles presionados para la industria. Para los periodos proyectados consideramos que la estructura de gastos se mantendría similar, por lo que el índice de eficiencia a ingresos se mantendría en el mismo rango, cerrando en 58.3% al 4T13, 58.2% al 4T14 y 57.6% al 4T15 (vs. 64.8% al 4T12). Lo anterior se mantendría en un rango presionado.

Eficiencia a Ingresos vs. Eficiencia a Activos



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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13 bajo un escenario base.

Por otro lado, el índice de eficiencia a activos (Gastos de Administración 12m / Activos Totales Prom. 12m) también se mantuvo en el mismo rango que ha venido mostrando, cerrando en 7.1% al 3T13 (vs. 7.7% al 3T12). Lo anterior debido a que no ha existido un cambio importante sobre la estructura de costos ni sobre el nivel de activos de la Casa de Bolsa, lo que ha mantenido al indicador en los mismos niveles. Para los periodos proyectados bajo un

escenario base, consideramos que dicha razón se mantendría en un rango similar, llegando a niveles de 7.0% al 4T13, 7.6% al 4T14 y 8.4% al 4T15 (vs. 7.9% al 4T12). Lo anterior indicaría un área de oportunidad para la Casa de Bolsa en términos del manejo de sus costos de operación.

La baja generación de ingresos a través de la operación, así como el mantenimiento en la estructura de costos ha llevado a que la generación de utilidades se haya visto presionada durante los últimos periodos. Lo anterior refleja el entorno adverso bajo el que Masari ha operado durante los últimos periodos. Por su parte, el ROA Promedio (Utilidad Neta Prom. 12m / Activos Totales Prom. 12m) y ROE Promedio (Utilidad Neta Prom. 12m / Capital Contable Prom. 12m) cerraron en niveles de -0.3% y -3.7%, respectivamente, al 3T13 (vs. -1.4% y -15.7% respectivamente al 3T12). Lo anterior indica la baja capacidad de generación de utilidades de la Casa de Bolsa a través de sus operaciones.

ROE Promedio / ROA Promedio



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

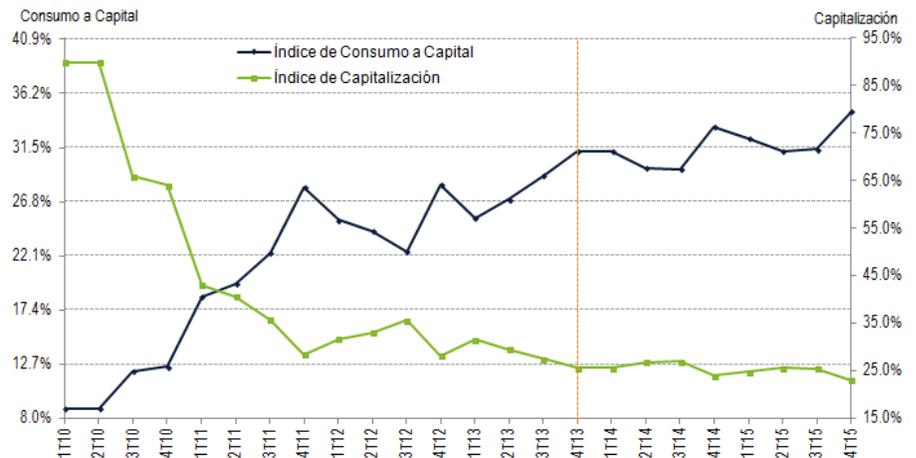
* Proyecciones realizadas a partir del 4T13 bajo un escenario base.

Para los periodos proyectados, consideramos que la Casa de Bolsa continuaría operando bajo un escenario de elevada competencia, lo cual limitaría su capacidad para generar resultados positivos. Esto llevaría a que el ROA Promedio cerrara al 4T13, 4T14 y 4T15 en niveles de -0.1%, -0.1% y -0.2% (vs. -1.4% al 4T12) y el ROE Promedio cerrara en -2.0%, -2.0% y -2.7% en los mismos periodos (vs. -16.7% al 4T12). Lo anterior indicaría una situación de adversidad para la sana operación de la Casa de Bolsa.

Por otro lado, aún cuando Masari ha presentado utilidades negativas durante los últimos trimestres que afectan el Capital Global de la Casa de Bolsa, el índice de consumo de capital (Requerimiento de Capital / Capital Global) y el índice de capitalización (Capital Global / Activos Ponderados por Riesgo Totales) se han mantenido en niveles de fortaleza, cerrando en 29.0% y

27.6% al 3T13 (vs. 22.4% y 35.7% respectivamente al 3T12). Lo anterior indica el bajo requerimiento de capital que la Casa de Bolsa mantiene dada la posición conservadora en cuanto a la toma de riesgos por parte de los directivos. Lo anterior se mantiene como una de las principales fortalezas observadas por HR Ratings sobre Masari.

Indice de Consumo de Capital / Indice de Capitalización



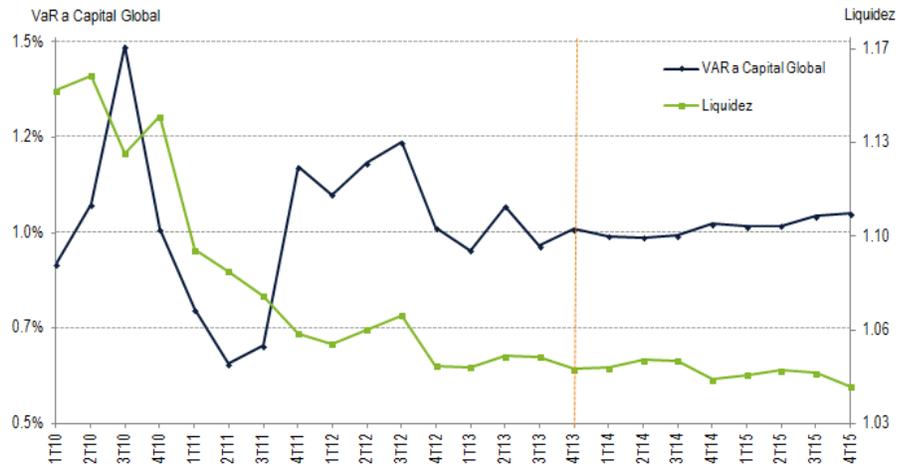
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13 bajo un escenario base.

Para los periodos proyectados consideramos que la Casa de Bolsa sería capaz de mantener los mismos niveles en cuanto a requerimientos de capital, lo cual llevaría a que con los resultados netos proyectados los niveles de consumo de capital y capitalización se mantuvieran en el mismo rango. Con ello, dichas razones llegarían al 4T13 a 31.2% y 25.6%, al 4T14 a 33.3% y 24.0% y al 4T15 a 34.7% y 23.1% (vs. 28.3% y 28.3% respectivamente al 4T12). Esto se mantendría como una de las principales fortalezas para la operación de Masari.

Por otro lado, la razón de liquidez (Activo Circulante / Pasivo Circulante) se ha mantenido en niveles estables durante los últimos periodos, cerrando en 1.1x al 3T13 (vs. 1.1x al 3T12). Lo anterior debido a un manejo conservador de la tesorería por parte de la Casa de Bolsa. Para los periodos proyectados, consideramos que dicho manejo se mantendría, lo que llevaría a que dicha razón cerrara al 4T13, 4T14 y 4T15 en niveles de 1.0x, 1.0x y 1.0x (vs. 1.1x al 4T12). Esto se mantendría en un rango adecuado.

VAR a Capital Global / Razón de Liquidez



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

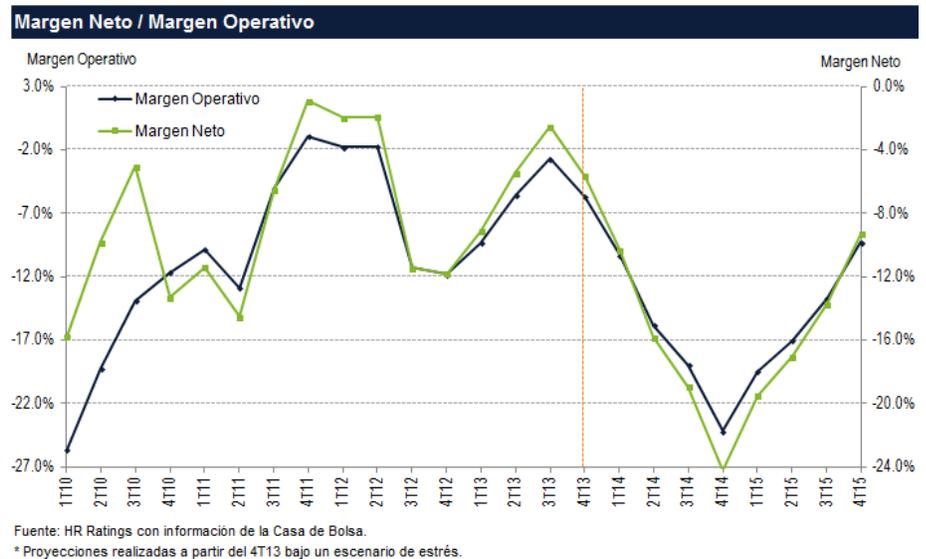
* Proyecciones realizadas a partir del 4T13 bajo un escenario base.

En cuanto al VaR a Capital Global (VaR al cierre del periodo / Capital Global), durante los últimos periodos dicha razón se ha mantenido en un rango muy estable, llegando a 0.9% al 3T13 (vs. 1.2% al 3T12). Lo anterior indica la política conservadora que mantiene la Casa de Bolsa en cuanto a los riesgos asumidos. Para los periodos proyectados consideramos que dicha posición se mantendría sobre las operaciones, lo que llevaría a que la razón cerrara al 4T13, 4T14 y 4T15 en niveles de 1.0% (vs. 1.0% al 4T12).

Escenario de Estrés

El escenario de estrés proyectado por HR Ratings para Masari Casa de Bolsa toma en consideración un ambiente económico adverso, donde existiría una fuerte volatilidad en los mercados financieros. Esto impactaría directamente sobre las valuaciones de dichos mercados. Asimismo, consideramos un incremento en la competencia observada en el sector, lo cual disminuiría la capacidad de la Casa de Bolsa de incrementar sus ingresos a través de nuevos clientes.

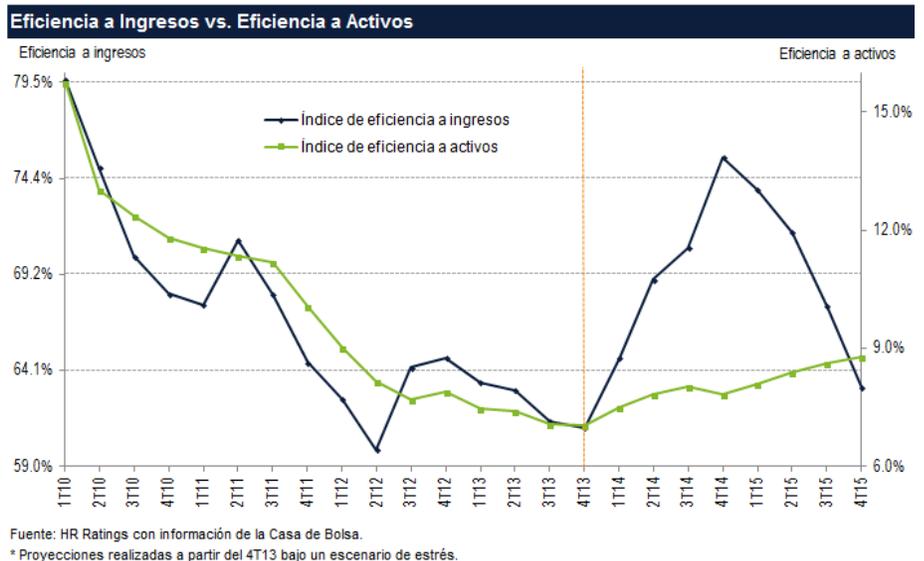
Con ello, el margen operativo mostraría una fuerte disminución, afectado principalmente por la baja sobre el resultado neto de la Casa de Bolsa, lo cual estaría afectado por menores comisiones cobradas y un resultado por valuación razonable adverso. Esto debido a que también consideramos que dentro de dicha escenario Masari tendrían una mayor dificultad para aumentar su base de clientes, e inclusive disminuiría. Con ello, el margen operativo cerraría al 4T13, 4T14 y 4T15 en niveles de -5.7%, -24.2% y -9.3% respectivamente (vs. -1.3%, -1.1% y -1.3% en los mismos periodos en el escenario base y -11.8% al 4T12). Lo anterior indicaría una situación de adversidad para la Casa de Bolsa.



Por otro lado, el margen neto también se vería fuertemente impactado bajo un escenario de estrés. Esto debido a las presiones observadas por parte del margen operativo, las cuales serían magnificadas por un aumento por parte de los gastos de administración. Lo anterior debido a que consideramos una estructura poco flexible por parte de la Casa de Bolsa para ajustar sus egresos. Esto llevaría a que para los periodos proyectados bajo el escenario de estrés, el margen neto llegara a -5.7% al 4T13, -24.2% al 4T14 y -9.3% al

4T15 (vs. -1.3%, -1.1% y -1.3% en los mismos periodos en el escenario base y -11.8% al 4T12).

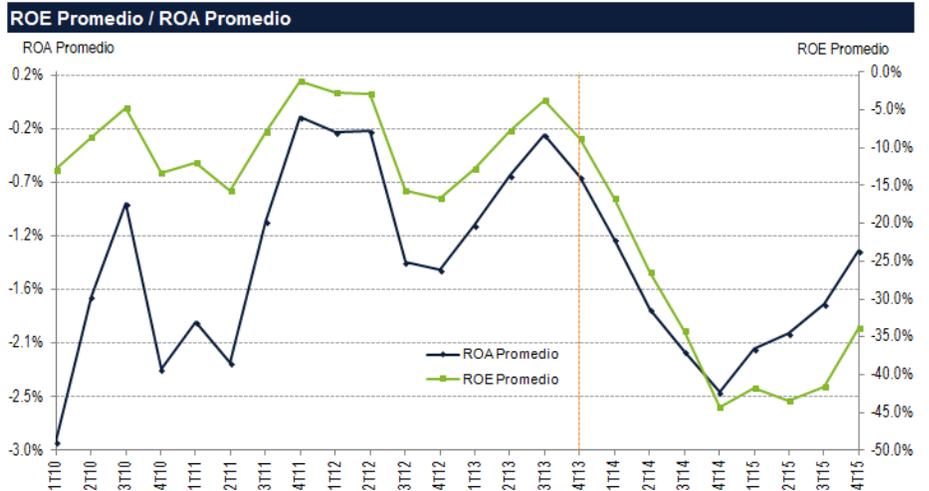
Bajo el escenario adverso, consideramos que los indicadores de eficiencia se verían fuertemente presionados. Esto debido a la fuerte presión sobre los ingresos brutos de la operación, así como la estructura poco flexible de egresos que asumimos se mantendría en el escenario de estrés. Lo anterior llevaría a que el índice de eficiencia a ingresos cerrara en 61.1% al 4T13, 75.5% al 4T14 y 63.2% al 4T15 respectivamente (vs. 58.3%, 58.2% y 57.6% en los mismos periodos en el escenario base y 64.8% al 4T12). Lo anterior indicaría la baja capacidad de la Casa de Bolsa de manejar sus egresos frente a la caída en sus ingresos.



En cuanto al indicador de eficiencia a activos, dicha métrica también sería afectada bajo el escenario adverso, aunque en menor medida. Esto debido a que la disminución observada por parte de los activos sería menor que la observada sobre los ingresos, lo cual impactaría en menor medida esta métrica que la métrica de eficiencia a ingresos. Sin embargo, el indicador cerraría en niveles de 7.0%, 7.8% y 8.8% al 4T13, 4T14 y 4T15 respectivamente (vs. 7.0%, 7.6% y 8.4% en los mismos periodos en el escenario base y 7.9% al 4T12). Aún con ello, la métrica se mantendría como un área de oportunidad para Masari.

La menor generación de ingresos y la baja flexibilidad en gastos llevarían a que la utilidad neta se viera fuertemente afectada. Lo anterior indicaría una posición de debilidad para la Casa de Bolsa bajo una condición de estrés. Con ello, el ROA Promedio llegaría a niveles de -0.6%, -2.5% y -1.3% respectivamente al 4T13, 4T14 y 4T15 (vs. -0.1%, -0.1% y -0.2% en los mismos periodos en el escenario base y -1.4% al 4T12). Por su parte, el

ROE Promedio también se vería fuertemente presionado, cerrando en -8.7%, -44.3% y -33.9% al 4T13, 4T14 y 4T15 (vs. -2.0%, -2.0% y -2.7% para los mismos periodos del escenario base y -16.7% al 4T12). Lo anterior indicaría una situación de adversidad para la Casa de Bolsa.

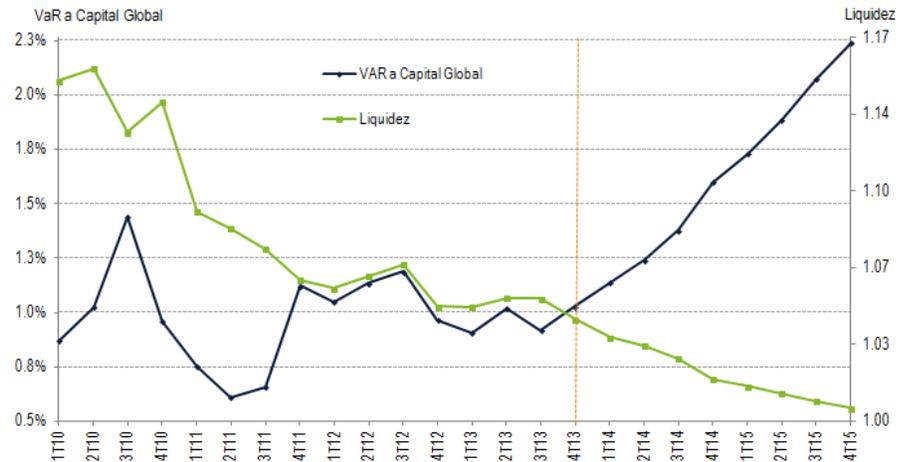


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.
* Proyecciones realizadas a partir del 4T13 bajo un escenario de estrés.

La fuerte disminución sobre las utilidades generadas llevaría a una presión importante sobre los indicadores de solvencia. Esto indicaría las condiciones de estrés a las cuales estaría expuesta la Casa de Bolsa. Con ello, el índice de consumo de capital llegaría a niveles de 33.0%, 52.8% y 75.5% al 4T13, 4T14 y 4T15 respectivamente (vs. 31.2%, 33.3% y 34.7% en los mismos periodos en el escenario base y 22.4% al 4T12). Por su parte, el índice de capitalización también se vería fuertemente presionado, cerrando en 24.3%, 15.1% y 10.6% en los mismos periodos (vs. 25.6%, 24.0% y 23.1% en el escenario base y 35.7% al 4T12). Los niveles observados indicarían una de las principales preocupaciones para HR Ratings bajo un escenario adverso.

Por su parte, consideramos que aún bajo un escenario adverso la razón de liquidez no sufriría un movimiento importante. Esto debido a que proyectamos que la Casa de Bolsa sería capaz de mantener la misma estrategia en cuanto al manejo de su liquidez aún bajo un escenario adverso. Con ello, los niveles de liquidez cerrarían al 4T13, 4T14 y 4T15 en 1.0x, 1.0x y 1.0x (vs. 1.0x en los mismos periodos en el escenario base y 1.1x al 4T12). Esto se mantendría en un rango adecuado para Masari.

VAR a Capital Global / Razón de Liquidez



Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.
* Proyecciones realizadas a partir del 4T13 bajo un escenario de estrés.

Por otro lado, el VaR a Capital Global se elevaría bajo el escenario de estrés. Esto considerando que la Casa de Bolsa exhibiría volatilidad sobre la posición mantenido debido a la situación de volatilidad de los mercados, aunque la métrica también sería impactada por la disminución en el Capital Global. Con ello, el indicador cerraría en 1.1%, 1.6% y 2.3% al 4T13, 4T14 y 4T15 respectivamente (vs. 1.0%, 1.0% y 1.0% en los mismos periodos en el escenario base y 1.2% al 4T12).

Conclusión

De acuerdo al análisis de riesgos realizado, HR Ratings ratificó la calificación crediticia de largo plazo de “HR BBB” y de corto plazo de “HR3” para Masari Casa de Bolsa, S.A. y la colocó en Revisión Especial. Lo anterior tomando en cuenta que HR Ratings espera cambios importantes en el corto plazo en la estructura de Capital Masari Casa de Bolsa, derivado de un incremento en el Capital, pudiendo impactar directamente la estrategia de operación. Por otra parte, las métricas de rentabilidad continúan deterioradas, debido a que los ingresos de la Casa de Bolsa se han visto presionados en gran medida por la elevada competencia a la que se enfrentan, lo cual no ha podido ser compensado con una disminución sobre los gastos de administración. Lo anterior, ha llevado a que el índice de eficiencia a ingresos y el índice de eficiencia a activos continúen en niveles deteriorados. Sin embargo, la Casa de Bolsa mantiene una posición conservadora en cuanto a la administración de riesgos, manteniendo la razón de VaR a Capital Global en niveles de fortaleza. Por otro lado, el índice de consumo de capital y el índice de capitalización se ubican en niveles sanos, reflejando el bajo requerimiento de capital que la Casa de Bolsa mantiene debido la posición conservadora en cuanto a la toma de riesgos y la capacidad que tendría la Casa de Bolsa para hacer frente a sus activos ponderados por riesgo ante un escenario de estrés. Asimismo, los directivos cuentan con amplia experiencia en el mercado de divisas. Por último, la Casa de Bolsa se encuentra expuesta a condiciones económicas de mercados financieros.

ANEXOS – Escenario Base

Masari CB: Balance General (millones de pesos)		Anual					Acumulado	
Escenario Base	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	9M12	9M13
ACTIVOS	444.8	896.1	875.7	871.5	907.9	919.6	649.7	786.7
Disponibilidades	22.6	37.4	48.0	45.1	43.5	41.5	19.6	44.7
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	395.9	816.4	787.2	796.2	832.6	845.1	599.1	717.4
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	1.9	18.3	17.4	8.1	9.5	10.4	6.3	3.1
Cuentas por cobrar	0.2	0.0	1.2	1.3	1.4	1.6	2.4	1.2
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	1.3	0.2
Inmuebles, mobiliario y equipo	9.9	10.2	9.4	9.5	9.5	9.6	9.7	9.0
Impuestos diferidos (a favor)	6.7	6.7	5.8	4.9	4.9	4.9	5.8	4.9
Otros activos	7.5	7.0	6.6	6.4	6.4	6.4	6.8	6.4
PASIVOS	368.5	820.7	812.4	810.4	848.1	861.4	586.6	727.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	363.0	801.9	787.5	800.3	838.0	851.3	573.5	717.0
Otras cuentas por pagar	5.5	18.8	24.9	10.1	10.1	10.1	13.1	10.0
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	0.2	15.4	21.0	6.4	6.4	6.4	7.5	6.4
CAPITAL CONTABLE	76.3	75.5	63.3	61.0	59.8	58.2	63.0	59.7
Capital contribuido	125.6	125.6	125.6	60.0	60.0	60.0	125.6	60.0
Capital ganado	-49.3	-50.1	-62.3	1.0	-0.2	-1.8	-62.5	-0.3

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.

CUENTAS DE ORDEN	1,407.7	4,530.1	3,054.7	3,024.2	3,387.1	3,793.5	2,100.3	2,851.4
Cientes cuentas corrientes	0.0	0.0	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-1.6	2.0
Valores de clientes	568.7	1,182.1	1,071.8	1,239.9	1,456.4	1,707.1	757.8	1,135.9
<i>Valores en custodia</i>	568.7	1,182.1	1,071.8	1,239.9	1,456.4	1,707.1	757.8	1,135.9
Operaciones por cuenta de clientes	521.0	2,766.5	1,847.3	1,662.5	1,778.9	1,903.4	1,278.4	1,620.2
Cuentas de registro propias	318.0	581.5	136.2	122.2	152.3	183.6	65.8	93.2

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	9M12	9M13
Escenario Base								
Comisiones y tarifas cobradas	0.6	1.1	1.5	2.1	2.2	2.6	0.9	1.4
Comisiones y cuotas pagadas	-4.6	-4.3	-4.1	-5.0	-5.3	-6.0	-3.0	-3.1
Resultado por servicios	-4.1	-3.2	-2.6	-2.9	-3.2	-3.4	-2.1	-1.7
Utilidad por compraventa	51.5	58.2	51.6	52.6	59.7	65.8	36.8	35.7
Pérdida por compraventa	-0.2	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0
Ingresos por intereses	31.1	33.7	44.1	41.2	46.4	52.7	34.3	27.6
Gastos por intereses	-28.5	-30.7	-40.6	-36.7	-41.7	-47.5	-31.7	-24.6
Resultado por valuación a valor razonable	-1.9	3.1	-2.1	0.9	1.0	1.0	-2.6	0.9
Margen financiero por intermediación	52.0	64.2	53.0	58.0	65.5	72.1	36.8	39.5
Otros Ingresos de la Operación	-2.0	0.1	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Ingresos netos de la operación	46.0	61.1	50.4	55.3	62.4	68.7	34.8	38.0
Gastos de administración	-55.4	-62.0	-61.6	-56.5	-63.7	-70.3	-46.1	-40.6
Resultado antes de ISR y PTU	-9.5	-0.9	-11.2	-1.2	-1.3	-1.6	-11.4	-2.6
ISR y PTU causado	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0
ISR y PTU diferido	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultado neto	-10.8	-0.9	-11.2	-1.2	-1.3	-1.6	-11.5	-2.6

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.

Métricas Financieras	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	9M12	9M13
ROA Promedio	-2.3%	-0.1%	-1.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-1.4%	-0.3%
ROE Promedio	-13.3%	-1.2%	-16.7%	-2.0%	-2.0%	-2.7%	-15.7%	-3.7%
Margen Operativo	-11.7%	-0.9%	-11.8%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-11.3%	-2.7%
Margen Neto	-13.3%	-0.9%	-11.8%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-11.4%	-2.5%
Índice de Eficiencia a Ingresos	68.2%	64.5%	64.8%	58.3%	58.2%	57.6%	64.3%	61.4%
Índice de Eficiencia a Activos	11.8%	10.1%	7.9%	7.0%	7.6%	8.4%	7.7%	7.1%
Índice de Consumo de Capital	12.5%	28.0%	28.3%	31.2%	33.3%	34.7%	22.4%	29.0%
Índice de Capitalización	64.1%	28.5%	28.3%	25.6%	24.0%	23.1%	35.7%	27.6%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	0.9%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.



Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)							Acumulado	
Escenario Base	2010	2011	2012	Anual			9M12	9M13
				2013P*	2014P	2015P		
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Resultado Neto	-10.8	-0.9	-11.2	-1.2	-1.3	-1.6	-11.5	-2.6
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.								
Resultado por valuación a valor razonable	1.9	-3.1	2.1	-0.9	-1.0	-1.0	2.6	-0.9
Depreciación y amortización	1.1	1.0	1.0	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
Impuestos diferidos	1.3	0.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones para obligaciones diversas	3.1	1.3	1.1	1.0	0.0	0.0	4.0	1.0
Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados	7.4	0.1	5.2	1.2	-0.1	-0.2	7.6	1.1
Aum. o dism. de part. rel. con la op.								
Dism. o aum. en inversiones en valores	-42.6	420.5	29.2	-8.8	-36.4	-12.5	217.0	70.0
Dism. o aum. en reportos netos	41.0	-420.3	-16.7	23.5	37.3	13.4	-219.8	-54.9
Dism. o aum. en otros activos y pasivos operativos netos	-2.1	14.2	4.0	-16.9	-0.2	-0.2	-11.0	-17.0
Total Dism. o aum. de partidas de operación	-3.7	14.4	16.5	-2.2	0.7	0.8	-13.8	-1.9
Recursos generados o utilizados por la operación	-7.2	13.6	10.5	-2.2	-0.7	-1.0	-17.8	-3.3
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	0.5	1.2	0.1	-0.6	-1.0	-1.0	0.0	0.0
Rec. gen. o util. en actividades de inversión	0.5	1.2	0.1	-0.6	-1.0	-1.0	0.0	0.0
Disminución o aumento de efectivo y equivalentes	-6.7	14.8	10.6	-2.8	-1.7	-2.0	-17.8	-3.3
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	29.3	22.6	37.4	48.0	45.1	43.5	37.4	48.0
Efectivo y equivalentes al final del periodo	22.6	37.4	48.0	45.2	43.5	41.5	19.6	44.7

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.

ANEXOS – Escenario de Estrés

Masari CB: Balance General (millones de pesos)		Anual					Acumulado	
Escenario de Estrés	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	9M12	9M13
ACTIVOS	444.8	896.1	875.7	859.3	874.3	889.7	649.7	786.7
Disponibilidades	22.6	37.4	48.0	41.1	20.0	21.9	19.6	44.7
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	395.9	816.4	787.2	788.0	822.5	834.9	599.1	717.4
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	1.9	18.3	17.4	8.1	9.5	10.4	6.3	3.1
Cuentas por cobrar	0.2	0.0	1.2	1.3	1.4	1.6	2.4	1.2
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	1.3	0.2
Inmuebles, mobiliario y equipo	9.9	10.2	9.4	9.5	9.5	9.6	9.7	9.0
Impuestos diferidos (a favor)	6.7	6.7	5.8	4.9	4.9	4.9	5.8	4.9
Otros activos	7.5	7.0	6.6	6.4	6.4	6.4	6.8	6.4
PASIVOS	368.5	820.7	812.4	802.3	838.0	863.9	586.6	727.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	363.0	801.9	787.5	792.2	827.9	853.7	573.5	717.0
Otras cuentas por pagar	5.5	18.8	24.9	10.1	10.1	10.1	13.1	10.0
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	0.2	15.4	21.0	6.4	6.4	6.4	7.5	6.4
CAPITAL CONTABLE	76.3	75.5	63.3	57.0	36.3	25.8	63.0	59.7
Capital contribuido	125.6	125.6	125.6	60.0	60.0	60.0	125.6	60.0
Capital ganado	-49.3	-50.1	-62.3	-3.0	-23.7	-34.2	-62.5	-0.3

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.

CUENTAS DE ORDEN	1,407.7	4,530.1	3,054.7	2,902.0	3,192.2	3,511.4	2,100.3	2,851.4
Cientes cuentas corrientes	0.0	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-1.6	2.0
Valores de clientes	568.7	1,182.1	1,071.8	1,189.8	1,372.6	1,580.1	757.8	1,135.9
<i>Valores en custodia</i>	568.7	1,182.1	1,071.8	1,189.8	1,372.6	1,580.1	757.8	1,135.9
Operaciones por cuenta de clientes	521.0	2,766.5	1,847.3	1,625.6	1,731.3	1,843.8	1,278.4	1,620.2
Cuentas de registro propias	318.0	581.5	136.2	87.1	88.8	88.1	65.8	93.2

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	9M12	9M13
Escenario de Estrés								
Comisiones y tarifas cobradas	0.6	1.1	1.5	1.8	1.7	1.6	0.9	1.4
Comisiones y cuotas pagadas	-4.6	-4.3	-4.1	-5.0	-5.0	-5.7	-3.0	-3.1
Resultado por servicios	-4.1	-3.2	-2.6	-3.2	-3.3	-4.1	-2.1	-1.7
Utilidad por compraventa	51.5	58.2	51.6	51.1	45.8	61.1	36.8	35.7
Pérdida por compraventa	-0.2	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0
Ingresos por intereses	31.1	33.7	44.1	39.5	37.0	48.8	34.3	27.6
Gastos por intereses	-28.5	-30.7	-40.6	-36.7	-36.8	-46.3	-31.7	-24.6
Resultado por valuación a valor razonable	-1.9	3.1	-2.1	0.9	1.0	1.0	-2.6	0.9
Margen financiero por intermediación	52.0	64.2	53.0	54.8	47.1	64.6	36.8	39.5
Otros Ingresos de la Operación	-2.0	0.1	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Ingresos netos de la operación	46.0	61.1	50.4	51.7	43.9	60.7	34.8	38.0
Gastos de administración	-55.4	-62.0	-61.6	-57.0	-64.6	-71.1	-46.1	-40.6
Resultado antes de ISR y PTU	-9.5	-0.9	-11.2	-5.3	-20.7	-10.5	-11.4	-2.6
ISR y PTU causado	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0
ISR y PTU diferido	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultado neto	-10.8	-0.9	-11.2	-5.3	-20.7	-10.5	-11.5	-2.6

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.

Métricas Financieras	2010	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	9M12	9M13
ROA Promedio	-2.3%	-0.1%	-1.4%	-0.6%	-2.5%	-1.3%	-1.4%	-0.3%
ROE Promedio	-13.3%	-1.2%	-16.7%	-8.7%	-44.3%	-33.9%	-15.7%	-3.7%
Margen Operativo	-11.7%	-0.9%	-11.8%	-5.7%	-24.2%	-9.3%	-11.3%	-2.7%
Margen Neto	-13.3%	-0.9%	-11.8%	-5.7%	-24.2%	-9.3%	-11.4%	-2.5%
Índice de Eficiencia a Ingresos	68.2%	64.5%	64.8%	61.1%	75.5%	63.2%	64.3%	61.4%
Índice de Eficiencia a Activos	11.8%	10.1%	7.9%	7.0%	7.8%	8.8%	7.7%	7.1%
Índice de Consumo de Capital	12.5%	28.0%	28.3%	33.0%	52.8%	75.5%	22.4%	29.0%
Índice de Capitalización	64.1%	28.5%	28.3%	24.3%	15.1%	10.6%	35.7%	27.6%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.6%	2.3%	1.2%	0.9%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T13.



Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)							Acumulado	
Escenario de Estrés	2010	2011	Anual			9M12	9M13	
			2012	2013P*	2014P	2015P		
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Resultado Neto	-10.8	-0.9	-11.2	-5.3	-20.7	-10.5	-11.5	-2.6
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.								
Resultado por valuación a valor razonable	1.9	-3.1	2.1	-0.9	-1.0	-1.0	2.6	-0.9
Depreciación y amortización	1.1	1.0	1.0	1.1	0.9	0.9	1.0	1.0
Impuestos diferidos	1.3	0.9	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones para obligaciones diversas	3.1	1.3	1.1	1.0	0.0	0.0	4.0	1.0
Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados	7.4	0.1	5.2	1.2	-0.1	-0.2	7.6	1.1
Aum. o dism. de part. rel. con la op.								
Dism. o aum. en inversiones en valores	-42.6	420.5	29.2	-0.6	-34.5	-12.3	217.0	70.0
Dism. o aum. en reportos netos	41.0	-420.3	-16.7	15.3	35.4	25.9	-219.8	-54.9
Dism. o aum. en otros activos pasivos operativos netos	-2.1	14.2	4.0	-16.9	-0.2	-0.2	-11.0	-17.0
Total Dism. o aum. de partidas de operación	-3.7	14.4	16.5	-2.2	0.7	13.4	-13.8	-1.9
Recursos generados o utilizados por la operación	-7.2	13.6	10.5	-6.2	-20.1	2.8	-17.8	-3.3
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	0.5	1.2	0.1	-0.6	-1.0	-1.0	0.0	0.0
Rec. gen. o util. en actividades de inversión	0.5	1.2	0.1	-0.6	-1.0	-1.0	0.0	0.0
Disminución o aumento de efectivo y equivalentes	-6.7	14.8	10.6	-6.9	-21.1	1.8	-17.8	-3.3
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	29.3	22.6	37.4	48.0	41.1	20.0	37.4	48.0
Efectivo y equivalentes al final del periodo	22.6	37.4	48.0	41.2	20.0	21.9	19.6	44.7

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

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

Director General de Análisis

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

Director General de Operaciones

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

Finanzas Públicas/ABS

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

Instituciones Financieras/ABS

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Roberto Ballínez

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

Deuda Corporativa

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

Deuda Corporativa/ABS

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

Infraestructura/ABS

Paulina Ducoing +52 55 1500 0768
paulina.ducoing@hrratings.com

Regulación

Director General de Riesgo

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

Directora General de Cumplimiento

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

Negocios

Salvador Salazar +52 55 1253 6530
salvador.salazar@hrratings.com

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

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

Administración

Ximena Lara +52 55 1500 3138
ximena.lara@hrratings.com



Paseo de los Tamarindos 400-A, Piso 26, Col. Bosque de Las Lomas, CP 05120, 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

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 / HR3 / Perspectiva Estable
Fecha de última acción de calificación	14 de noviembre de 2012
Período que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T09 – 3T13
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información financiera interna 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 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, 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).