

## Calificación

Masari LP                      HR BBB  
Masari CP                      HR3  
  
Perspectiva                    Estable

### Evolución de la Calificación Crediticia



## Contactos

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

**Anais Padilla**  
Analista  
anais.padilla@hrratings.com

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

## HR Ratings revisó al alza la calificación de HR BBB- a HR BBB con Perspectiva Estable y ratificó la calificación de HR3 para Masari

El alza de la calificación para Masari<sup>1</sup> se sustenta en la mejora del desempeño financiero de la Casa de Bolsa, que superó lo esperado en nuestro escenario base. Tras la entrada de un nuevo grupo de accionistas, y una capitalización por parte de los socios, la Casa de Bolsa se robusteció, permitiendo impulsar el plan de crecimiento en ingresos a través de la diversificación de productos y clientes, así como una mayor operatividad. De esta forma, Masari, después de varios ejercicios con resultados adversos, ha superado el punto de equilibrio, presentando utilidades derivadas de la operación, lo que se ve reflejado en la mejora de la rentabilidad y el margen operativo; asimismo, se espera que el negocio siga creciendo y que mantenga el conservadurismo histórico en cuanto a la posición propia. Los principales supuestos y resultados son:

Supuestos y Resultados: MCB	Anual					Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2T18	2T19	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	2019P*	2020P	2021P
Valores de Clientes en Custodia	1,960.7	1,960.7	1,836.8	2,395.6	1,719.6	2,240.9	2,364.1	2,494.2	1,613.9	1,702.6	1,796.3
Ingresos Netos de la Operación 12m	67.0	118.2	61.7	61.4	67.9	162.6	167.7	170.1	83.6	86.2	96.6
Gastos de Administración 12m	-68.5	-113.5	-64.0	-66.2	-72.2	-151.7	-155.2	-156.5	-108.9	-115.8	-117.7
Resultado Neto 12m	-1.5	4.8	-2.3	-4.7	-4.3	10.2	11.1	12.1	-25.3	-29.6	-21.1
ROA Promedio	-0.2%	0.4%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	0.9%	1.0%	1.0%	-2.3%	-3.1%	-2.2%
ROE Promedio	-3.2%	6.3%	-4.9%	-10.0%	-7.7%	10.3%	10.2%	10.0%	-28.8%	-55.0%	-74.1%
Margen Operativo	-0.9%	2.1%	-2.1%	-3.3%	-2.5%	3.8%	4.2%	4.4%	-13.0%	-15.6%	-10.3%
Margen Neto	-0.9%	2.1%	-2.1%	-3.3%	-2.5%	3.6%	3.7%	3.9%	-13.0%	-15.6%	-10.3%
Índice de Eficiencia a Ingresos	42.2%	49.9%	59.7%	46.4%	42.5%	53.4%	51.6%	50.6%	56.1%	60.8%	57.6%
Índice de Eficiencia a Activos	7.8%	9.7%	6.7%	6.9%	8.0%	12.9%	13.6%	12.8%	9.4%	12.3%	12.3%
Índice de Capitalización	27.9%	59.1%	25.3%	31.7%	55.6%	55.4%	54.6%	53.3%	43.3%	23.2%	9.8%
VaR a Capital Global	3.27%	0.63%	5.01%	2.70%	1.57%	1.19%	1.44%	1.86%	1.81%	4.25%	13.21%
Razón de Liquidez	1.04	1.09	1.04	1.05	1.09	1.08	1.08	1.09	1.05	1.01	0.99
Comisiones Cobradas / Activos Administrados en Cuentas de Orden	0.11%	0.05%	0.18%	0.41%	0.20%	0.20%	0.23%	0.24%	0.20%	0.21%	0.21%

Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.  
\*Proyecciones realizadas a partir del 3T19 bajo un escenario base y de estrés.

## Desempeño Histórico / Comparativo vs. Proyecciones

- **Entrada de un nuevo grupo de accionistas y capitalización por parte de los socios por P\$50.0m, lo que permitió el fortalecimiento de la solvencia y brindar recursos para implementar los planes de crecimiento.** De esta forma, el índice de capitalización mejoró sustancialmente de 27.9% al 2T18 a 59.1% al 2T19. La entrada del nuevo grupo de accionistas y la capitalización por parte de los socios no se tenía considerada en el reporte del año pasado.
- **Mejora en la rentabilidad al mostrar un ROA y ROE promedio de 0.4% y 6.3% respectivamente al 2T19 (vs. -0.4% y -9.4% en un escenario base).** La generación de utilidades impactó de forma positiva la rentabilidad, siendo la utilidad por compra venta la principal generadora de ingresos, esto como resultado de una mayor fuerza de ventas y de un mayor número de transacciones, así como de una diversificación de clientes.
- **Incremento en los índices de eficiencia aumentando el índice de eficiencia a Ingresos y a Activos en 49.9% y 9.7% (vs 42.2% y 28.6% y 38.4% y 6.6% en un escenario base).** En línea con el crecimiento de la Casa de Bolsa, se realizaron gastos extraordinarios como el cambio de oficinas, apertura de sucursales y nuevos empleados, lo que se vio reflejado en el incremento del índice de eficiencia, sin embargo, se espera que se establezcan los gastos a partir de 2020.
- **Bajo perfil de riesgo con un VaR a capital Global de 0.63% al 2T19 (vs. 3.27% al 2T18 y 3.25% en un escenario base).** El indicador se vio disminuido a causa de la inyección de capital, mientras que la posición propia mantiene una estrategia conservadora, lo que beneficia al indicador.

<sup>1</sup> Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari y/o la Casa de Bolsa).

## Expectativas para Periodos Futuros

- **Crecimiento promedio en las cuentas de orden de 6.0% para los próximos tres años.** Con la entrada de **nuevos** clientes se esperaría un incremento en el volumen operado como consecuencia del énfasis en la promoción, así como por los nuevos productos y servicios operados, a pesar de ello el incremento sería moderado en línea con el contexto económico del país.
- **Mejora en la rentabilidad de Masari, exhibiendo un ROA y ROE Promedio al cierre de 2021 de 0.8% y 10.0%.** Al alcanzar el punto de equilibrio para las tres nuevas sucursales, el crecimiento del volumen operado y la oferta de nuevos productos permitirían la continua generación de utilidades, que se vería reflejado en la mejora de la rentabilidad.
- **Disminución del índice de eficiencia de 52.5% en 2019 a 50.7% en 2021.** Se espera que la Casa de Bolsa estabilice los gastos, ya que la inversión más importante finalizaría en el primer semestre de 2020 con la apertura de las nuevas sucursales; posteriormente, los ingresos empezaría a fortalecerse, mejorando con ello el indicador.

## Factores Adicionales Considerados

- **Entrada de un nuevo grupo de accionistas y capitalización por parte de los socios.** Durante el segundo semestre de 2018, se autorizó la entrada de un nuevo grupo de accionistas con la adquisición del 50.0% de las acciones representativas del capital.
- **Posición propia conservadora.** El modelo de negocio de la Casa de Bolsa es ser intermediario, por lo que las posiciones propias son moderadamente conservadoras y se encuentran invertidas en Bonos Bancarios, de Desarrollo y Corporativos, al cierre de junio de 2019 cuenta con un VaR a capital Global de 0.63% y se espera continúe en los mismos niveles.

## Factores que Podrían Subir la Calificación

- **Correcta ejecución del plan de negocios y aceptación del mercado de los nuevos productos.** Si el incremento en las operaciones impacta de forma ordenada las utilidades y se ve reflejado en una mejora en la rentabilidad estable, la calificación se podría ver beneficiada.
- **Generación de ingresos estables y recurrentes, a través de diversificación de ingresos por la línea de negocio.** Es importante que se mantenga el crecimiento de forma recurrente y que se logre apreciar una tendencia, asimismo la independencia en la generación de ingresos como consecuencia de esta diversificación podría generar una acción de calificación positiva.

## Factores que Podrían Bajar la Calificación

- **Inestabilidad en la generación de ingresos.** Si la alta inversión que se ha realizado se ve acompañada nuevamente de pérdidas, afectando la rentabilidad y la eficiencia, podría afectar negativamente la calificación.
- **Deterioro del índice de la capitalización.** La disminución significativa del índice de capitalización por debajo de un nivel de 20.0% podría generar una acción de calificación negativa.

## Anexo – Escenario Base

Masari Casa de Bolsa: Balance General (Millones de Pesos)		Anual					Trimestral	
Escenario Base	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	2T18	2T19
<b>ACTIVOS</b>	<b>1,014.3</b>	<b>798.4</b>	<b>1,024.5</b>	<b>1,117.8</b>	<b>1,192.3</b>	<b>1,266.2</b>	<b>944.9</b>	<b>932.0</b>
Disponibilidades	70.8	57.9	114.1	118.0	145.0	169.0	84.0	105.0
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	911.6	726.7	894.6	968.0	1,015.3	1,064.9	843.4	800.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	17.3	1.1	3.2	3.7	3.9	4.1	0.1	1.0
Cuentas por Cobrar	3.2	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	4.5	1.0
Deudores por Liquidación de Operaciones	3.2	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	4.5	1.0
Deudores Diversos y PTU	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inmuebles Mobiliario y Equipo	1.1	1.9	1.7	15.0	15.0	15.0	1.7	13.0
Impuestos Diferidos (a favor)	4.9	4.8	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0
Otros Activos <sup>1</sup>	5.4	6.0	6.1	7.0	7.1	7.2	6.4	7.0
<b>PASIVOS</b>	<b>964.4</b>	<b>748.9</b>	<b>929.3</b>	<b>1,013.6</b>	<b>1,077.1</b>	<b>1,138.9</b>	<b>898.4</b>	<b>832.0</b>
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	898.5	727.5	895.0	971.6	1,019.1	1,068.9	843.4	800.0
Otras Cuentas por Pagar	66.0	21.4	34.3	42.0	58.0	70.0	55.0	32.0
Acreedores por Liquidación de Operaciones	62.6	17.6	30.3	42.0	52.2	63.0	51.6	18.0
Acreedores Diversos y PTU	3.4	3.8	4.1	4.2	4.6	4.9	3.4	14.0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>49.9</b>	<b>49.5</b>	<b>95.2</b>	<b>104.2</b>	<b>115.2</b>	<b>127.3</b>	<b>46.4</b>	<b>100.0</b>
Capital minoritario	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital mayoritario	49.9	49.5	95.2	104.2	115.2	127.3	46.4	100.0
Capital Contribuido	66.0	69.6	119.6	119.0	119.0	119.0	69.6	119.0
Capital Ganado	-16.1	-20.1	-24.4	-14.8	-3.8	8.3	-23.2	-19.0

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

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.

1.- Otros Activos: Cargos diferidos

CUENTAS DE ORDEN	5,860.7	9,095.4	4,309.4	5,602.2	5,910.3	6,235.4	5,767.2	5,558.0
Valores de Clientes	1,836.8	2,395.6	1,719.6	2,240.9	2,364.1	2,494.2	1,960.7	1,946.0
Valores en Custodia	1,836.8	2,395.6	1,719.6	2,240.9	2,364.1	2,494.2	1,960.7	1,946.0
Operaciones por Cuenta de Clientes	3,279.4	4,949.2	2,323.1	2,973.5	3,270.9	3,598.0	3,101.1	2,940.0
Cuentas de Registro Propias	744.1	1,748.4	266.7	387.7	275.2	143.2	706.3	670.0

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

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.



Masari Casa de Bolsa: Estado de Resultados (Millones de pesos)	Anual						Acumulados	
	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	1S18	1S19
<b>Escenario Base</b>								
Comisiones y Tarifas Cobradas	3.4	9.9	3.4	4.4	5.6	6.1	2.2	1.0
Comisiones y Cuotas Pagadas	-6.2	-9.3	-8.6	-8.3	-8.9	-9.2	-4.3	-5.0
Ingresos por Asesoría Financiera	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado por Servicios</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.6</b>	<b>-5.2</b>	<b>-3.9</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.1</b>	<b>-2.0</b>	<b>-4.0</b>
Utilidad por Compraventa	53.6	50.5	62.8	173.0	179.9	182.9	28.9	85.0
Pérdida por Compraventa	-0.0	-0.0	-0.1	-15.9	-20.7	-21.0	0.0	-8.0
Ingresos por Intereses	45.5	80.9	103.7	106.2	114.7	119.3	48.9	51.0
Gastos por Intereses	-39.5	-72.5	-93.5	-97.7	-103.8	-108.9	-44.4	-43.0
Resultado por Valuación a Valor Razonable	4.7	1.3	-0.2	0.6	0.6	0.7	0.2	1.0
<b>Margen Financiero por Intermediación</b>	<b>64.3</b>	<b>60.3</b>	<b>72.7</b>	<b>166.2</b>	<b>170.8</b>	<b>172.9</b>	<b>33.5</b>	<b>86.0</b>
Otros Ingresos de la Operación	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	0.0
<b>Ingresos Netos de la Operación</b>	<b>61.7</b>	<b>61.4</b>	<b>67.9</b>	<b>162.6</b>	<b>167.7</b>	<b>170.1</b>	<b>31.6</b>	<b>82.0</b>
Gastos de Administración	-64.0	-66.2	-72.2	-151.7	-155.2	-156.5	-34.7	-76.0
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>-2.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>10.8</b>	<b>12.5</b>	<b>13.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>6.0</b>
ISR y PTU Causado	0.0	0.0	0.0	-0.7	-1.4	-1.6	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>-2.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>10.2</b>	<b>11.1</b>	<b>12.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>6.0</b>

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

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.

Métricas Financieras	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	1S18	1S19
<b>ROA Promedio</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	0.9%	1.0%	1.0%	-0.2%	0.4%
<b>ROE Promedio</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-10.0%</b>	<b>-7.7%</b>	10.3%	10.2%	10.0%	-3.2%	6.3%
<b>Margen Operativo</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-2.5%</b>	3.8%	4.2%	4.4%	-0.9%	2.1%
<b>Margen Neto</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-2.5%</b>	3.6%	3.7%	3.9%	-0.9%	2.1%
<b>Índice de Eficiencia a Ingresos</b>	59.7%	46.4%	42.5%	53.4%	51.6%	50.6%	42.2%	49.9%
<b>Índice de Eficiencia a Activos</b>	6.7%	6.9%	8.0%	12.9%	13.6%	12.8%	7.8%	9.7%
<b>Índice de Capitalización</b>	25.3%	31.7%	55.6%	55.4%	54.6%	53.3%	27.9%	59.1%
<b>VaR a Capital Global</b>	5.01%	2.70%	1.57%	1.19%	1.44%	1.86%	3.27%	0.63%
<b>Razón de Liquidez</b>	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.



Masari Casa de Bolsa: Flujo de Efectivo (Millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	2T18	2T19
<b>Escenario Base</b>								
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	-2.3	-4.7	-4.3	10.2	11.1	12.1	-3.1	6.0
Resultado por Valuación a Valor Razonable	-39.5	-72.5	-93.5	-42.6	-0.6	-0.7	-44.4	-43.0
Depreciación y Amortización	0.0	0.0	0.0	0.7	1.5	1.5	0.0	0.0
Impuestos Diferidos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Flujo Derivado del Resultado Neto</b>	-41.8	-77.2	-97.8	-31.8	11.9	12.9	-47.5	-37.0
<b>Flujos Generados de Partidas Relacionadas con la Operación</b>	19.7	-11.7	10.3	7.9	16.5	12.6	28.9	-2.5
Incremento (Decremento) en Inversiones en Valores	-43.2	184.9	-167.9	-73.4	-47.3	-49.6	-116.7	94.6
Incremento (Decremento) en Deudores con Reporto	-15.8	16.2	-2.1	-0.9	0.4	0.4	1.0	2.2
Incremento (Decremento) en Acreedores con Reporto	67.3	-171.0	167.5	76.6	47.5	49.8	115.9	-95.0
Incremento (Decremento) en Cuentas por Cobrar	-3.2	3.2	0.0	-1.0	0.0	0.0	-4.5	-1.0
Incremento (Decremento) en Otros Activos Operativos	0.2	-0.5	-0.1	-1.1	-0.1	-0.1	-0.5	-1.1
Decremento (Incremento) en Otros Pasivos Operativos	14.5	-44.6	12.9	7.7	16.0	12.0	33.6	-2.3
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación</b>	-22.1	-88.9	-87.6	-23.8	28.5	25.5	-18.6	-39.5
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Financiamiento</b>	45.5	76.8	143.5	41.8	0.0	0.0	44.4	41.8
Otras Partidas Relacionadas al Capital	45.5	76.8	143.5	41.8	0.0	0.0	44.4	41.8
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	-0.3	-0.8	0.2	-14.0	-1.5	-1.5	0.2	-11.3
Adquisición o Venta de Inmuebles, Mobiliario y Equipo (Neto)	-0.3	-0.8	0.2	-14.0	-1.5	-1.5	0.2	-11.3
<b>Incremento (Decremento) Neto de Efectivo</b>	23.2	-13.0	56.2	4.0	27.0	24.0	26.1	-9.1
Efectivo y Equivalente de Efectivo al Principio del Periodo	47.7	70.8	57.9	114.1	118.0	145.0	57.9	114.1
<b>Efectivo y Equivalente de Efectivo al Final del Periodo</b>	70.8	57.9	114.1	118.0	145.0	169.0	84.0	105.0

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

## Anexo – Escenario Estrés

Masari Casa de Bolsa: Balance General (Millones de Pesos)	Anual						Trimestral	
	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	2T18	2T19
<b>Escenario Estrés</b>	<b>1,014.3</b>	<b>798.4</b>	<b>1,024.5</b>	<b>941.4</b>	<b>950.5</b>	<b>965.7</b>	<b>944.9</b>	<b>932.0</b>
<b>ACTIVOS</b>								
Disponibilidades	70.8	57.9	114.1	80.2	58.4	41.7	84.0	105.0
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	911.6	726.7	894.6	832.3	862.7	894.2	843.4	800.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	17.3	1.1	3.2	2.5	2.8	3.0	0.1	1.0
Cuentas por Cobrar	3.2	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	4.5	1.0
<i>Deudores por Liquidación de Operaciones</i>	3.2	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	4.5	1.0
<i>Deudores Diversos y PTU</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inmuebles Mobiliario y Equipo	1.1	1.9	1.7	13.3	13.5	13.6	1.7	13.0
Impuestos Diferidos (a favor)	4.9	4.8	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0
Otros Activos <sup>1</sup>	5.4	6.0	6.1	7.0	7.1	7.2	6.4	7.0
<b>PASIVOS</b>	<b>964.4</b>	<b>748.9</b>	<b>929.3</b>	<b>872.7</b>	<b>911.4</b>	<b>951.0</b>	<b>898.4</b>	<b>832.0</b>
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	898.5	727.5	895.0	834.7	865.4	897.0	843.4	800.0
Otras Cuentas por Pagar	66.0	21.4	34.3	38.0	46.0	54.0	55.0	32.0
<i>Acreedores por Liquidación de Operaciones</i>	62.6	17.6	30.3	38.0	41.4	48.6	51.6	18.0
<i>Acreedores Diversos y PTU</i>	3.4	3.8	4.1	15.2	18.4	21.6	3.4	14.0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>49.9</b>	<b>49.5</b>	<b>95.2</b>	<b>68.7</b>	<b>39.1</b>	<b>14.6</b>	<b>46.4</b>	<b>100.0</b>
Capital minoritario	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital mayoritario	49.9	49.5	95.2	68.7	39.1	14.6	46.4	100.0
Capital Contribuido	66.0	69.6	119.6	119.0	119.0	119.0	69.6	119.0
Capital Ganado	-16.1	-20.1	-24.4	-50.3	-79.9	-104.4	-23.2	-19.0

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

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.

1.- Otros Activos: Cargos diferidos

CUENTAS DE ORDEN	5,860.7	9,095.4	4,309.4	4,611.0	4,864.6	5,132.2	5,767.2	5,558.0
Valores de Clientes	1,836.8	2,395.6	1,719.6	1,613.9	1,702.6	1,796.3	1,960.7	1,946.0
<i>Valores en Custodia</i>	1,836.8	2,395.6	1,719.6	1,613.9	1,702.6	1,796.3	0.0	0.0
Operaciones por Cuenta de Clientes	3,279.4	4,949.2	2,323.1	2,369.5	2,416.9	2,441.1	0.0	0.0
Cuentas de Registro Propias	744.1	1,748.4	266.7	627.6	745.0	894.8	706.3	670.0

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

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.

Masari Casa de Bolsa: Estado de Resultados (Millones de pesos)	Anual						Acumulados	
	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	1S18	1S19
<b>Escenario Estrés</b>								
Comisiones y Tarifas Cobradas	3.4	9.9	3.4	3.3	3.6	3.8	2.2	1.0
Comisiones y Cuotas Pagadas	-6.2	-9.3	-8.6	-7.2	-7.6	-7.6	-4.3	-5.0
Ingresos por Asesoría Financiera	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado por Servicios</b>	<b>-2.8</b>	<b>0.6</b>	<b>-5.2</b>	<b>-3.9</b>	<b>-4.0</b>	<b>-3.8</b>	<b>-2.0</b>	<b>-4.0</b>
Utilidad por Compraventa	53.6	50.5	62.8	86.7	88.8	95.2	28.9	85.0
Pérdida por Compraventa	-0.0	-0.0	-0.1	-8.1	-8.0	-7.9	0.0	-8.0
Ingresos por Intereses	45.5	80.9	103.7	103.6	97.3	100.9	48.9	51.0
Gastos por Intereses	-39.5	-72.5	-93.5	-95.6	-88.8	-92.1	-44.4	-43.0
Resultado por Valuación a Valor Razonable	4.7	1.3	-0.2	0.6	0.6	0.6	0.2	1.0
<b>Margen Financiero por Intermediación</b>	<b>64.3</b>	<b>60.3</b>	<b>72.7</b>	<b>87.2</b>	<b>89.9</b>	<b>96.7</b>	<b>33.5</b>	<b>86.0</b>
Otros Ingresos de la Operación	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.1	0.0
<b>Ingresos Netos de la Operación</b>	<b>61.7</b>	<b>61.4</b>	<b>67.9</b>	<b>83.6</b>	<b>86.2</b>	<b>93.2</b>	<b>31.6</b>	<b>82.0</b>
Gastos de Administración	-64.0	-66.2	-72.2	-108.9	-115.8	-117.7	-34.7	-76.0
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>-2.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>-25.3</b>	<b>-29.6</b>	<b>-24.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>6.0</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>-2.3</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.3</b>	<b>-25.3</b>	<b>-29.6</b>	<b>-24.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>6.0</b>

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

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.

Métricas Financieras	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	1S18	1S19
<b>ROA Promedio</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-2.6%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.4%</b>
<b>ROE Promedio</b>	<b>-4.9%</b>	<b>-10.0%</b>	<b>-7.7%</b>	<b>-28.8%</b>	<b>-55.0%</b>	<b>-91.2%</b>	<b>-3.2%</b>	<b>6.3%</b>
<b>Margen Operativo</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-15.6%</b>	<b>-12.2%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>2.1%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-15.6%</b>	<b>-12.2%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>2.1%</b>
<b>Índice de Eficiencia a Ingresos</b>	<b>59.7%</b>	<b>46.4%</b>	<b>42.5%</b>	<b>56.1%</b>	<b>60.8%</b>	<b>58.7%</b>	<b>42.2%</b>	<b>49.9%</b>
<b>Índice de Eficiencia a Activos</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.9%</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>12.3%</b>	<b>12.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>9.7%</b>
<b>Índice de Capitalización</b>	<b>25.3%</b>	<b>31.7%</b>	<b>55.6%</b>	<b>43.3%</b>	<b>23.2%</b>	<b>8.0%</b>	<b>27.9%</b>	<b>59.1%</b>
<b>VaR a Capital Global</b>	<b>5.01%</b>	<b>2.70%</b>	<b>1.57%</b>	<b>1.81%</b>	<b>4.25%</b>	<b>16.25%</b>	<b>3.27%</b>	<b>0.63%</b>
<b>Razón de Liquidez</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T19.



Masari Casa de Bolsa: Flujo de Efectivo (Millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2016	2017	2018	2019P*	2020P	2021P	2T18	2T19
<b>Escenario Estrés</b>								
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>								
Utilidad (Pérdida) Neta	-2.3	-4.7	-4.3	-25.3	-29.6	-24.5	-3.1	6.0
Resultado por Valuación a Valor Razonable	-39.5	-72.5	-93.5	-42.6	-0.6	-0.6	-44.4	-43.0
Depreciación y Amortización	0.0	0.0	0.0	0.7	1.3	1.4	0.0	0.0
<b>Flujo Derivado del Resultado Neto</b>	<b>-41.8</b>	<b>-77.2</b>	<b>-97.8</b>	<b>-67.3</b>	<b>-28.9</b>	<b>-23.7</b>	<b>-47.5</b>	<b>-37.0</b>
<b>Flujos Generados de Partidas Relacionadas con la Operación</b>	<b>19.7</b>	<b>-11.7</b>	<b>10.3</b>	<b>3.9</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>	<b>28.9</b>	<b>-2.5</b>
Incremento (Decremento) en Inversiones en Valores	-43.2	184.9	-167.9	62.3	-30.4	-31.5	-116.7	94.6
Incremento (Decremento) en Deudores con Reporto	-15.8	16.2	-2.1	0.3	0.3	0.5	1.0	2.2
Incremento (Decremento) en Acreedores con Reporto	67.3	-171.0	167.5	-60.3	30.7	31.6	115.9	-95.0
Incremento (Decremento) en Cuentas por Cobrar	-3.2	3.2	0.0	-1.0	0.0	0.0	-4.5	-1.0
Incremento (Decremento) en Financiamientos Bancarios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Incremento (Decremento) en Otros Activos Operativos	0.2	-0.5	-0.1	-1.1	-0.1	-0.1	-0.5	-1.1
Decremento (Incremento) en Otros Pasivos Operativos	14.5	-44.6	12.9	3.7	8.0	8.0	33.6	-2.3
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Operación</b>	<b>-22.1</b>	<b>-88.9</b>	<b>-87.6</b>	<b>-63.3</b>	<b>-20.3</b>	<b>-15.2</b>	<b>-18.6</b>	<b>-39.5</b>
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Financiamiento</b>	<b>45.5</b>	<b>76.8</b>	<b>143.5</b>	<b>41.8</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>44.4</b>	<b>41.8</b>
Otras Partidas Relacionadas al Capital	45.5	76.8	143.5	41.8	0.0	0.0	44.4	41.8
<b>Flujos Netos de Efectivo de Actividades de Inversión</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.8</b>	<b>0.2</b>	<b>-12.3</b>	<b>-1.5</b>	<b>-1.5</b>	<b>0.2</b>	<b>-11.3</b>
Adquisición o Venta de Inmuebles, Mobiliario y Equipo (Neto)	-0.3	-0.8	0.2	-12.3	-1.5	-1.5	0.2	-11.3
<b>Incremento (Decremento) Neto de Efectivo</b>	<b>23.2</b>	<b>-13.0</b>	<b>56.2</b>	<b>-33.9</b>	<b>-21.8</b>	<b>-16.7</b>	<b>26.1</b>	<b>-9.1</b>
Efectivo y Equivalente de Efectivo al Principio del Periodo	47.7	70.8	57.9	114.1	80.2	58.4	57.9	114.1
<b>Efectivo y Equivalente de Efectivo al Final del Periodo</b>	<b>70.8</b>	<b>57.9</b>	<b>114.1</b>	<b>80.2</b>	<b>58.4</b>	<b>41.7</b>	<b>84.0</b>	<b>105.0</b>

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

## Glosario de Casa de Bolsa

**Ingresos Brutos.** (Comisiones y Tarifas Cobradas + Utilidad por Compraventa + Ingresos por Intereses + Resultado por Valuación a Valor Razonable).

**Ingresos Netos.** (Comisiones y Tarifas Cobradas + Utilidad por Compraventa + Ingresos por Intereses + Resultado por Valuación a Valor Razonable + Otros Ingresos de la Operación)-(Comisiones y tarifas Pagadas + Pérdida por Compraventa + Gastos por Intereses + Otros Egresos de la Operación).

**Margen Operativo.** (Resultado de la Operación 12m / Ingreso Bruto de la Operación 12m).

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

**Índice de Eficiencia a Ingresos.** (Gastos de Administración 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m).

**Índice de Eficiencia a Activos.** (Gastos de Administración 12m / Activos Totales 12m).

**ROA Promedio.** (Utilidad Neta 12m / Activos Totales Prom. 12m).

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

**Índice de Consumo de Capital.** (Requerimiento de Capital Total 12m / Capital Global).

**Índice de Capitalización.** (Capital Neto 12m / Activos Sujetos a Riesgo Totales).

**VaR a Capital Global.** (VaR al Cierre del Periodo / Capital Global 12m).

**Razón de Liquidez.** Activos Circulantes / Pasivos Circulantes



## HR Ratings Contactos Dirección

### Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

#### Presidente del Consejo de Administración

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

#### Director General

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

#### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

### Análisis

#### Dirección General de Análisis

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

#### Finanzas Públicas / Infraestructura

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

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

#### Instituciones Financieras / ABS

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

#### Dirección General Adjunta de Análisis

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

#### Deuda Corporativa / ABS

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

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

#### Metodologías

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

### Regulación

#### Dirección General de Riesgos

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

#### Dirección General de Cumplimiento

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

### Negocios

#### Dirección General de Desarrollo de Negocios

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



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

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

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/methodology/](http://www.hrratings.com/methodology/)

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

Calificación anterior	HR BBB- / Perspectiva Estable / HR3
Fecha de última acción de calificación	23 de agosto de 2019
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T10 - 2T19
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 calificadoradora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).*

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet [www.hrratings.com](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 calificadoradora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

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

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadoradora [www.hrratings.com](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 US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).