

Calificación

Masari CB LP
Masari CB CP

HR BBB-
HR3

Revisión Especial

Contactos

Helene Campech

Asociado
helene.campech@hrratings.com

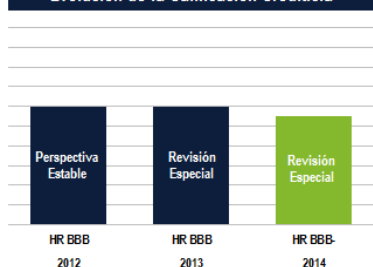
Fernando Sandoval

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 3T14).

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.

ANEXOS – Escenario Base

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						9M13	9M14
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P		
Escenario Base								
ACTIVOS	896.1	875.7	771.9	806.7	819.9	828.6	786.7	863.4
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
PASIVOS	820.7	812.4	715.7	762.0	782.0	794.9	727.0	814.7
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
CAPITAL CONTABLE	75.5	63.3	56.2	44.7	37.9	33.7	59.7	48.7
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
Clientes 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
Resultado por servicios	-3.2	-2.6	-2.2	-1.7	-1.5	-1.2	-1.7	-1.3
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
Margen financiero por intermediación	64.2	53.0	52.8	50.6	59.0	65.4	39.5	35.3
Otros Ingresos de la Operación	0.1	-0.0	1.1	0.4	0.4	0.5	0.1	0.3
Ingresos netos de la operación	61.1	50.4	51.8	49.3	57.9	64.6	38.0	34.3
Gastos de administración	-62.0	-61.6	-57.9	-60.7	-64.8	-68.8	-40.6	-41.7
Resultado antes de ISR y PTU	-0.9	-11.2	-6.1	-11.5	-6.8	-4.2	-2.6	-7.4
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
Resultado neto	-0.9	-11.2	-6.1	-11.5	-6.8	-4.2	-2.6	-7.4

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

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)		Anual					Acumulado	
Escenario Base	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2016P	9M13	9M14
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
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
Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados	-0.8	5.2	1.3	0.7	-0.1	-0.4	1.1	1.4
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
Total Dism. o aum. de partidas de operación	15.3	16.5	-1.4	6.4	5.4	2.7	-1.9	1.9
Recursos generados o utilizados por la operación	13.6	10.5	-6.1	-4.4	-1.5	-1.9	-3.3	-4.2
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	1.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rec. gen. o util. en actividades de inversión	1.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Disminución o aumento de efectivo y equivalentes	14.8	10.6	-6.2	-4.4	-1.5	-1.9	-3.3	-4.2
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	22.6	37.4	48.0	41.8	37.4	35.9	48.0	41.8
Efectivo y equivalentes al final del periodo	37.4	48.0	41.8	37.4	35.9	34.0	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.

ANEXOS – Escenario Estrés

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						9M13	9M14
	2011	2012	2013	2014P*	2015P	2016P		
Escenario de Estrés								
ACTIVOS	896.1	875.7	771.9	792.5	799.7	810.2	786.7	863.4
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
PASIVOS	820.7	812.4	715.7	750.0	774.3	790.2	727.0	814.7
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
CAPITAL CONTABLE	75.5	63.3	56.2	42.6	25.4	20.0	59.7	48.7
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.

CUENTAS DE ORDEN	4,530.1	3,054.7	3,234.9	4,690.6	3,658.7	3,955.0	2,851.4	5,205.9
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
Resultado por servicios	-3.2	-2.6	-2.2	-2.0	-2.4	-1.5	-1.7	-1.3
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
Margen financiero por intermediación	64.2	53.0	52.8	48.9	49.2	64.5	39.5	35.3
Otros Ingresos de la Operación	0.1	-0.0	1.1	0.4	0.4	0.5	0.1	0.3
Ingresos netos de la operación	61.1	50.4	51.8	47.2	47.2	63.5	38.0	34.3
Gastos de administración	-62.0	-61.6	-57.9	-60.8	-64.3	-68.9	-40.6	-41.7
Resultado antes de ISR y PTU	-0.9	-11.2	-6.1	-13.6	-17.1	-5.4	-2.6	-7.4
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
Resultado neto	-0.9	-11.2	-6.1	-13.6	-17.1	-5.4	-2.6	-7.4

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

* Proyecciones realizadas a partir del 4T14.

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

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2011	2012	2013P*	2014P	2015P	2016P	9M13	9M14
Escenario de Estrés								
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Resultado Neto	-0.9	-11.2	-6.1	-13.6	-17.1	-5.4	-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	-0.4	-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
Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados	-0.8	5.2	1.3	0.7	0.3	-0.1	1.1	1.4
Aum. o dím. de part. rel. con la op.								
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
Total Dism. o aum. de partidas de operación	15.3	16.5	-1.4	1.3	9.3	5.4	-1.9	1.9
Recursos generados o utilizados por la operación	13.6	10.5	-6.1	-11.6	-7.4	-0.1	-3.3	-4.2
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	1.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Rec. gen. o util. en actividades de inversión	1.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Disminución o aumento de efectivo y equivalentes	14.8	10.6	-6.2	-11.6	-7.4	-0.1	-3.3	-4.2
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	22.6	37.4	48.0	41.8	30.2	22.8	48.0	41.8
Efectivo y equivalentes al final del periodo	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

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 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 calificadoradora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base.

Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde 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).