

A NRSRO Rating*

Calificación

Masari LP HR BBB-
Masari CP HR3

Perspectiva Estable

Contactos

Tania García
Analista Sr.
tania.garcia@hrratings.com

Laura Bustamante
Subdirectora de Instituciones Financieras / ABS
laura.bustamante@hrratings.com

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

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo (LP) que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es HR BBB- con Perspectiva Estable. La calificación asignada, en escala local, considera que el emisor o emisión presenta una moderada seguridad para el pago oportuno de sus obligaciones de deuda, por lo que mantienen un moderado riesgo crediticio ante escenarios económicos adversos. El signo “-” significa una posición de debilidad relativa dentro de la escala de calificación.

La calificación de corto plazo (CP) que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es HR3. La calificación asignada, en escala local, considera que el emisor o emisión ofrecen moderada capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantienen un mayor riesgo crediticio comparado con instrumentos de mayor calificación crediticia.

HR Ratings ratificó la calificación de LP de HR BBB- con Perspectiva Estable y de CP de HR3 para Masari Casa de Bolsa.

La ratificación de la calificación para Masari Casa de Bolsa¹ se basa en que a pesar de la constante generación de resultados netos negativos, provenientes de un menor volumen de operación como reflejo de la elevada volatilidad e incertidumbre en los mercados, los niveles de solvencia se mantienen adecuados debido a la aportación de capital por P\$6.0m por parte de los accionistas durante los últimos 12 meses. De la misma manera, la estrategia de inversión de la posición propia de MCB no presentó cambios, al invertir únicamente en títulos gubernamentales y bancarios, lo que se traduce en una posición conservadora. Sin embargo, la rentabilidad se mantuvo en niveles negativos. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés son:

Supuestos y Resultados: MCB	Semestral		Anual		Escenario Base			Escenario de Estrés		
	1S16	1S17	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	2017P*	2018P	2019P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-4.8%	-3.0%	-4.1%	-4.5%	-4.0%	-2.8%	-1.5%	-4.9%	-3.2%	-1.4%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	96.8%	98.5%	84.7%	86.9%	91.0%	89.2%	86.2%	119.4%	100.3%	92.1%
Gastos de Administración	-31.8	-32.4	-62.6	-64.0	-64.3	-64.6	-64.8	-56.6	-57.6	-58.0
Valores en Custodia / Activos Totales	1.5	1.8	1.6	1.8	3.7	4.5	5.2	2.2	2.2	2.3
Resultado Neto	-1.9	-6.3	-2.4	-2.3	-9.1	-5.8	-1.3	-16.4	-7.4	-1.6
Margen Operativo	-7.9%	-5.7%	-2.6%	-2.1%	-7.7%	-4.1%	-0.8%	-15.6%	-5.7%	-1.1%
Margen Neto	-7.9%	-5.7%	-2.6%	-2.1%	-7.7%	-4.1%	-0.8%	-15.6%	-5.7%	-1.1%
Índice de Eficiencia a Ingresos	68.3%	54.7%	69.0%	59.7%	54.1%	45.7%	39.3%	53.7%	44.5%	38.5%
Índice de Eficiencia a Activos	6.6%	6.6%	6.9%	6.7%	6.8%	6.6%	6.6%	6.2%	6.1%	5.9%
ROA Promedio	-0.8%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	-1.0%	-0.6%	-0.1%	-1.8%	-0.8%	-0.2%
ROE Promedio	-15.2%	-14.2%	-4.7%	-4.9%	-19.9%	-11.8%	-3.1%	-38.6%	-20.9%	-5.0%
Índice de Consumo de Capital	36.5%	32.2%	34.6%	31.6%	38.6%	40.7%	39.0%	46.5%	53.3%	50.9%
Índice de Capitalización	21.9%	24.8%	23.2%	25.3%	20.7%	19.7%	20.5%	17.2%	15.0%	15.7%
VaR a Capital Global	6.2%	3.5%	0.9%	5.0%	3.7%	3.8%	3.5%	5.0%	5.5%	5.0%
Razón de Liquidez	1.03	1.04	1.04	1.04	1.04	1.03	1.04	1.03	1.02	1.02

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

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

- **Adecuados niveles de solvencia, con un índice de consumo de capital de 32.2%, un índice de capitalización de 24.8% y una razón de liquidez de 1.04x al 2T17 (vs. 36.5%, 21.9% y 1.03x al 2T16).** La mejora observada se debe a las aportaciones de capital por P\$6.0m durante los últimos 12 meses, ya que si éstas no se hubieran llevado a cabo, la solvencia estaría presionada por la constante generación de resultados netos negativos. Dicho esto, la Casa de Bolsa cuenta con un plan de capitalización, el cual toma en cuenta una inyección de capital por P\$11.6m para los próximos 18 meses,
- **Presionados indicadores de rentabilidad al continuar en rangos negativos de -0.7% el ROA Promedio y -14.2% el ROE Promedio (vs. -0.8% y -15.2% al 2T16).** A pesar de que el resultado neto acumulado a 12 meses mejoró, el resultado acumulado a 6 meses de 2017 ha mostrado un deterioro con respecto al año anterior, por lo que se esperaba que al cierre de 2017 la rentabilidad se vea impactada.
- **Conservadora estrategia de inversión de la posición propia de la Casa de Bolsa, teniendo un VaR a Capital Global en niveles de 3.5% al 2T17 (vs. 6.2% al 2T16).** La disminución observada es un reflejo tanto de la disminución del VaR como de la inyección de capital en julio de 2016. La Casa de Bolsa invierte únicamente en títulos bancarios y gubernamentales por lo que la toma de riesgo es baja y tiene la capacidad de hacer líquidos sus recursos de manera inmediata en caso de ser necesario.
- **Mejora en la eficiencia de MCB, al colocar a los indicadores en niveles moderados de 54.7% el índice de eficiencia a ingresos y un índice de eficiencia a activos de 6.6% al 2T17 (vs. 68.3% y 6.6% al 2T16).** La mejora observada en el índice de eficiencia a ingresos se debió principalmente al crecimiento en la tasa de referencia, lo cual benefició la generación de ingresos y, de esta manera, se contrarrestó el efecto del crecimiento en los gastos de administración.

¹ Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o MCB y/o la Casa de Bolsa y/o Masari)

Principales Factores Considerados

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, constituida en 1986. La migración hacia la Casa de Bolsa se da con la finalidad de complementar los productos ofrecidos a sus clientes, para así 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 incursionó en el mercado de capitales con el fin de incrementar su línea de productos. La Casa de Bolsa tiene un perfil conservador en la toma de riesgos; busca 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.

La ratificación de la calificación se basa en la constante generación de resultados netos negativos, provenientes de un menor volumen de operación como reflejo de la elevada volatilidad e incertidumbre en los mercados; los niveles de solvencia se mantienen en niveles adecuados como reflejo de la aportación de capital por P\$6.0m por los accionistas durante los últimos 12 meses. Dicho esto, durante los últimos 12 meses los valores en custodia de clientes presentaron una alta volatilidad, cerrando en niveles de P\$1,558m al 2T17.

En cuanto a los gastos de administración incurridos durante el último año, éstos tuvieron un crecimiento del 3.1% como reflejo del fortalecimiento en herramientas tecnológicas por la incorporación de su nueva plataforma, así como por el traslado de *site*. Por otro lado, es importante recordar que los constantes incrementos observados en la tasa de referencia beneficiaron a la generación de ingresos por intereses; sin embargo, un crecimiento en los gastos por intereses disminuyó el efecto, llevando a que el margen financiero creciera únicamente 4.1%. Por los factores antes mencionados, la eficiencia se colocó en mejores niveles a los observados al 2T16. Dicho esto, el índice de eficiencia ingresos cerró en 54.7% y el índice de eficiencia a activos en 6.6% al 2T17, colocándose en niveles moderados (vs. 68.3% y 6.7% al 2T16).

Por parte de los otros ingresos, estos se mantuvieron ligeramente por debajo de lo observado históricamente, debido a que no se realizó la venta de los títulos disponibles, por lo que los ingresos netos de la operación mostraron una ligera disminución. Debido a lo antes mencionado, el resultado neto acumulado tuvo un crecimiento de 1.3% del 2T16 al 2T17, beneficiando a la rentabilidad de la Casa de Bolsa; sin embargo, se mantuvo en rangos negativos. Dicho esto, el ROA Promedio se colocó en -0.7% y el ROE Promedio en -14.2% (vs. -0.8% y -15.2%, respectivamente al 2T16). A pesar de la mejora en observada en la rentabilidad, el resultado neto acumulado seis meses observado al 2T17 mostró un deterioro principalmente por el resultado por valuación debido a la alta volatilidad en el tipo de cambio, sin embargo, dicho efecto es una partida virtual.

Finalmente, la solvencia de la Casa de Bolsa se mantuvo en niveles adecuados. En cuanto al índice de consumo de capital, éste presentó una disminución como reflejo de una menor operación de la Casa de Bolsa debido a la incertidumbre de los mercados cerrando en 32.2% al 2T17 (vs. 36.5% al 2T16). Por parte del índice de capitalización, éste se incrementó de 21.9% en el 2T16 a 24.8% en el 2T17, a pesar de la constante generación de resultados netos negativos debido a una aportación de capital por P\$6.0m en julio de 2016.



En cambio, el VaR presentó una disminución debido al próximo vencimiento de títulos de PEMEX lo cual disminuye el riesgo de pérdida; sin embargo, al colocar dichos recursos en otro título el VaR incrementaría. Dicho esto, el VaR a capital global se colocó en niveles de 3.5% al 2T17 (vs. 6.2% al 2T16). En cuanto a la razón de liquidez, está se mantuvo en rangos de fortaleza de 1.04x, similares a los observados hace 12 meses (vs. 1.03x al 2T16). En la opinión de HR Ratings, la situación financiera de la Casa de Bolsa se mantiene en niveles presionados, a pesar de mantener adecuados niveles de capitalización y liquidez, se mantiene una elevada dependencia a condiciones de mercado para la generación de ingresos operativos.

Durante los últimos 12 meses, la estrategia conservadora de la Casa de Bolsa se mantuvo, al tener títulos gubernamentales y bancarios de emisoras con calificaciones equivalentes a HR AAA y HR1. Asimismo, mantuvo las mismas 23 emisiones observadas durante el reporte anterior, cerrando con un saldo de P\$789.5m (vs. 23 emisiones y P\$903.7m al 2T16). Al 2T17, la Casa de Bolsa tiene el 60.8% invertido en BONDESD, lo cual al ser una emisión gubernamental disminuye el riesgo para Masari (vs. 58.8% al 2T16). Posteriormente, se tiene posición en títulos de PEMEX, los cuales representan el 22.4%; sin embargo, los títulos de PEMEX 12, los cuales tienen el mayor saldo, representan el 13.1% del saldo total de inversiones en valores (vs. 11.3% los de PEMEX 12 al 2T16). Es importante mencionar que los títulos de PEMEX 12 vencen en noviembre del año en curso, por lo que el saldo de la posición propia disminuiría P\$102.8m. El restante 16.7% del saldo, se encuentra invertido en 10 diferentes emisoras. HR Ratings considera que Masari mantiene una estrategia conservadora, brindándole inversiones de bajo riesgo, así como sumamente líquidas, permitiéndole hacer uso de sus recursos en caso de necesitarlos. Asimismo, se esperaría que mantenga dicha posición en el corto, mediano y largo plazo, sustituyendo la emisión que está por vencer por títulos con características similares.

ANEXOS – Escenario Base

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Escenario Base								
ACTIVOS	861.9	928.8	1,014.3	899.5	929.6	966.5	982.9	860.1
Disponibilidades	34.8	47.7	70.8	72.7	73.8	76.1	59.5	53.2
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	783.7	868.4	911.6	797.6	825.5	858.6	910.5	795.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	22.9	1.5	17.3	13.2	13.6	14.5	1.1	0.0
Cuentas por cobrar	1.4	0.0	3.2	4.3	4.8	5.4	0.0	0.1
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.4	0.0	3.2	3.5	3.9	4.4	0.0	0.1
<i>Otros</i>	1.0	0.0	0.0	0.8	0.9	1.0	0.0	0.0
Inmuebles, mobiliario y equipo	8.3	0.8	1.1	1.6	1.9	2.3	0.9	1.2
Impuestos diferidos (a favor)	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Otros activos	5.9	5.6	5.4	5.2	5.0	4.8	6.0	5.6
PASIVOS	812.5	882.6	964.4	855.0	886.9	921.1	938.5	816.3
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	764.9	831.2	898.5	790.6	821.4	854.3	907.7	787.6
Otras cuentas por pagar	47.6	51.4	66.0	64.4	65.6	66.8	30.8	28.8
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	43.9	47.9	62.6	61.2	62.2	63.2	27.5	25.7
<i>Otros</i>	3.8	3.5	3.4	3.2	3.4	3.6	3.3	3.1
CAPITAL CONTABLE	49.4	46.2	49.9	44.5	42.7	45.4	44.3	43.7
Capital contribuido	60.0	60.0	66.0	69.6	73.6	77.6	60.0	66.0
Capital ganado	-10.6	-13.8	-16.1	-25.1	-30.9	-32.2	-15.7	-22.3

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

CUENTAS DE ORDEN	4,192.3	4,192.3	5,860.7	9,479.6	11,849.5	14,456.4	4,244.5	3,410.3
Clientes cuentas corrientes	0.2	-0.2	0.4	0.6	0.7	0.9	-2.0	-1.3
Valores de clientes	1,620.4	1,473.7	1,836.8	3,317.9	4,147.3	5,059.7	1,508.0	1,558.4
<i>Valores en custodia</i>	1,620.4	1,473.7	1,836.8	3,317.9	4,147.3	5,059.7	1,508.0	1,558.4
Operaciones por cuenta de clientes	3,102.6	2,366.2	3,279.4	2,951.5	3,172.8	3,410.8	2,429.5	1,760.1
Cuentas de registro propias	786.1	352.5	744.1	3,209.7	4,528.6	5,985.0	309.1	93.0

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Escenario Base								
Comisiones y tarifas cobradas	2.8	2.4	3.4	6.6	11.1	15.8	1.2	3.0
Comisiones y cuotas pagadas	-4.4	-4.8	-6.2	-8.8	-12.7	-16.8	-2.6	-3.8
Resultado por servicios	-1.6	-2.5	-2.8	-2.2	-1.7	-0.9	-1.4	-0.8
Utilidad por compraventa	47.1	51.0	53.6	50.2	52.4	54.7	28.9	25.7
Ingresos por intereses	29.9	32.4	45.5	60.8	75.2	90.7	19.9	35.0
Gastos por intereses	-26.1	-27.9	-39.5	-55.1	-70.1	-85.2	-17.4	-30.8
Resultado por valuación a valor razonable	2.9	4.9	4.7	1.2	2.4	3.6	-0.2	-3.0
Margen financiero por intermediación	53.7	60.4	64.3	57.0	60.0	63.8	31.3	26.9
Otros Ingresos de la Operación	-0.4	2.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.0	-0.1
Ingresos netos de la operación	51.7	60.2	61.7	55.1	58.8	63.5	29.9	26.1
Gastos de administración	-59.3	-62.6	-64.0	-64.3	-64.6	-64.8	-31.8	-32.4
Resultado neto	-7.6	-2.4	-2.3	-9.1	-5.8	-1.3	-1.9	-6.3

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

Métricas Financieras	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Margen Operativo	-9.2%	-2.6%	-2.1%	-7.7%	-4.1%	-0.8%	-7.9%	-5.7%
Margen Neto	-9.2%	-2.6%	-2.1%	-7.7%	-4.1%	-0.8%	-7.9%	-5.7%
Índice de Eficiencia a Ingresos	71.7%	69.0%	59.7%	54.1%	45.7%	39.3%	68.3%	54.7%
Índice de Eficiencia a Activos	7.8%	6.9%	6.7%	6.8%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
ROA Promedio	-1.0%	-0.3%	-0.2%	-1.0%	-0.6%	-0.1%	-0.8%	-0.7%
ROE Promedio	-14.6%	-4.7%	-4.9%	-19.9%	-11.8%	-3.1%	-15.2%	-14.2%
Índice de Consumo de Capital	39.6%	34.6%	31.6%	38.6%	40.7%	39.0%	36.5%	32.2%
Índice de Capitalización	20.2%	23.2%	25.3%	20.7%	19.7%	20.5%	21.9%	24.8%
VaR a Capital Global	0.9%	0.9%	5.0%	3.7%	3.8%	3.5%	6.2%	3.5%
Razón de Liquidez	1.04	1.04	1.04	1.04	1.03	1.04	1.03	1.04

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Escenario Base								
Resultado Neto	-7.6	-2.4	-2.3	-9.1	-5.8	-1.3	-1.9	-6.3
Resultado por valuación a valor razonable	-2.9	-4.9	-4.7	-1.2	-2.4	-3.6	0.2	3.0
Depreciación y amortización	0.8	1.0	0.4	0.7	0.8	0.9	0.0	0.3
Provisiones para obligaciones diversas	1.0	0.7	0.8	1.1	0.0	0.0	1.0	1.1
Otras partidas	0.0	-9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partidas que no Requieren Impacto de Efectivo	-1.1	-12.6	-3.5	0.6	-1.6	-2.7	1.2	4.4
Efectivo Generado por Resultados	-8.7	-15.0	-5.8	-8.5	-7.4	-4.0	-0.7	-1.9
Disminución (aumento) en Inversiones en Valores	-91.4	-84.7	-43.2	113.9	-27.9	-33.0	-42.0	116.6
Disminución (aumento) en Reportos Netos	66.3	87.8	51.4	216.7	32.8	35.7	97.8	222.7
Disminución (aumentos) en Colaterales Vendidos o Dados en Garantía	0.0	0.0	0.0	-316.2	0.0	0.0	-22.0	-316.2
Disminución (aumento) en Otros Activos Operativos	2.8	4.8	1.5	-713.7	0.1	0.2	-346.2	-714.2
Disminución (aumento) en Otros Pasivos Operativos	24.2	2.9	13.8	711.7	1.2	1.2	325.0	676.1
Flujo Generado por la Operación	1.9	10.8	23.5	8.2	5.6	3.5	12.6	-15.0
Flujo Neto Generado por Actividades de Operación	-6.8	-4.2	17.7	-0.3	-1.7	-0.5	11.9	-16.9
Aumentos de Capital	0.0	0.0	6.0	3.6	4.0	4.0	0.0	0.0
Flujo Generado por Actividades de Financiamiento	0.0	0.0	6.0	3.6	4.0	4.0	0.0	0.0
Adquisición o Venta de Inmuebles, Mobiliario y Equipo	-0.2	0.0	-0.5	-1.2	-1.2	-1.2	0.0	-0.5
Disminución (aumento) en Pagos por Disp. de Otros Activos de Larga Duración	0.0	17.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2
Flujo Generado por Actividades de Inversión	-0.2	17.0	-0.5	-1.4	-1.2	-1.2	0.0	-0.7
Cambio en Efectivo	-7.0	12.8	23.2	1.9	1.1	2.3	11.9	-17.7
Disponibilidades al Principio del Período	41.8	34.8	47.7	70.8	72.7	73.8	47.7	70.8
Disponibilidades al Final del Período	34.8	47.7	70.8	72.7	73.8	76.1	59.5	53.2

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

ANEXOS – Escenario Estrés

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Escenario de Estrés								
ACTIVOS	861.9	928.8	1,014.3	818.0	855.7	900.3	982.9	860.1
Disponibilidades	34.8	47.7	70.8	68.0	58.9	60.8	59.5	53.2
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	783.7	868.4	911.6	729.3	773.0	811.7	910.5	795.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	22.9	1.5	17.3	7.7	10.1	13.3	1.1	0.0
Cuentas por cobrar	1.4	0.0	3.2	2.2	2.7	3.2	0.0	0.1
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.4	0.0	3.2	1.8	2.2	2.6	0.0	0.1
<i>Otros</i>	1.0	0.0	0.0	0.4	0.5	0.6	0.0	0.0
Inmuebles, mobiliario y equipo	8.3	0.8	1.1	1.1	1.4	1.9	0.9	1.2
Impuestos diferidos (a favor)	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Otros activos	5.9	5.6	5.4	4.8	4.7	4.5	6.0	5.6
PASIVOS	812.5	882.6	964.4	784.5	825.7	867.9	938.5	816.3
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	764.9	831.2	898.5	727.5	767.4	808.5	907.7	787.6
Otras cuentas por pagar	47.6	51.4	66.0	57.0	58.2	59.4	30.8	28.8
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	43.9	47.9	62.6	54.0	55.1	56.1	27.5	25.7
<i>Otros</i>	3.8	3.5	3.4	2.9	3.1	3.3	3.3	3.1
CAPITAL CONTABLE	49.4	46.2	49.9	33.6	30.0	32.4	44.3	43.7
Capital contribuido	60.0	60.0	66.0	66.0	69.8	73.8	60.0	66.0
Capital ganado	-10.6	-13.8	-16.1	-32.4	-39.8	-41.4	-15.7	-22.3

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

*Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

CUENTAS DE ORDEN	4,192.3	4,192.3	5,860.7	5,128.1	5,422.9	5,856.8	4,244.5	3,410.3
Cientes cuentas corrientes	0.2	-0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	-2.0	-1.3
Valores de clientes	1,620.4	1,473.7	1,836.8	1,794.8	1,898.0	2,049.9	1,508.0	1,558.4
<i>Valores en custodia</i>	1,620.4	1,473.7	1,836.8	1,794.8	1,898.0	2,049.9	1,508.0	1,558.4
Operaciones por cuenta de clientes	3,102.6	2,366.2	3,279.4	2,787.5	2,996.6	3,221.3	2,429.5	1,760.1
Cuentas de registro propias	786.1	352.5	744.1	545.4	528.0	585.2	309.1	93.0

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

*Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Escenario de Estrés								
Comisiones y tarifas cobradas	2.8	2.4	3.4	4.4	6.0	8.0	1.2	3.0
Comisiones y cuotas pagadas	-4.4	-4.8	-6.2	-6.4	-7.6	-8.8	-2.6	-3.8
Resultado por servicios	-1.6	-2.5	-2.8	-2.0	-1.6	-0.8	-1.4	-0.8
Utilidad por compraventa	47.1	51.0	53.6	48.0	50.4	52.0	28.9	25.7
Pérdida por compraventa	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0
Ingresos por intereses	29.9	32.4	45.5	57.1	73.5	88.5	19.9	35.0
Gastos por intereses	-26.1	-27.9	-39.5	-59.0	-71.9	-85.8	-17.4	-30.8
Resultado por valuación a valor razonable	2.9	4.9	4.7	-4.0	-0.3	2.2	-0.2	-3.0
Margen financiero por intermediación	53.7	60.4	64.3	42.0	51.7	56.9	31.3	26.9
Otros Ingresos de la Operación	-0.4	2.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.0	-0.1
Ingresos netos de la operación	51.7	60.2	61.7	40.2	50.3	56.4	29.9	26.1
Gastos de administración	-59.3	-62.6	-64.0	-56.6	-57.6	-58.0	-31.8	-32.4
Resultado neto	-7.6	-2.4	-2.3	-16.4	-7.4	-1.6	-1.9	-6.3

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

Métricas Financieras	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Margen Operativo	-9.2%	-2.6%	-2.1%	-15.6%	-5.7%	-1.1%	-7.9%	-5.7%
Margen Neto	-9.2%	-2.6%	-2.1%	-15.6%	-5.7%	-1.1%	-7.9%	-5.7%
Índice de Eficiencia a Ingresos	71.7%	69.0%	59.7%	53.7%	44.5%	38.5%	68.3%	54.7%
Índice de Eficiencia a Activos	7.8%	6.9%	6.7%	6.2%	6.1%	5.9%	6.7%	6.5%
ROA Promedio	-1.0%	-0.3%	-0.2%	-1.8%	-0.8%	-0.2%	-0.8%	-0.7%
ROE Promedio	-14.6%	-4.7%	-4.9%	-38.6%	-20.9%	-5.0%	-15.2%	-14.2%
Índice de Consumo de Capital	39.6%	34.6%	31.6%	46.5%	53.3%	50.9%	36.5%	32.2%
Índice de Capitalización	20.2%	23.2%	25.3%	17.2%	15.0%	15.7%	21.9%	24.8%
VaR a Capital Global	0.9%	0.9%	5.0%	5.0%	5.5%	5.0%	6.2%	3.5%
Razón de Liquidez	1.04	1.04	1.04	1.03	1.02	1.02	1.03	1.04

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Acumulado	
	2014	2015	2016	2017P*	2018P	2019P	1S16	1S17
Escenario de Estrés								
Resultado Neto	-7.6	-2.4	-2.3	-16.4	-7.4	-1.6	-1.9	-6.3
Resultado por valuación a valor razonable	-2.9	-4.9	-4.7	4.0	0.3	-2.2	0.2	3.0
Depreciación y amortización	0.8	1.0	0.4	0.5	0.6	0.7	0.0	0.3
Provisiones para obligaciones diversas	1.0	0.7	0.8	1.1	0.0	0.0	1.0	1.1
Otras partidas	0.0	-9.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Partidas que no Requieren Impacto de Efectivo	-1.1	-12.6	-3.5	5.6	0.9	-1.5	1.2	4.4
Efectivo Generado por Resultados	-8.7	-15.0	-5.8	-10.8	-6.5	-3.1	-0.7	-1.9
Disminución (aumento) en Inversiones en Valores	-91.4	-84.70	-43.2	182.3	-43.8	-38.7	-42.0	116.6
Disminución (aumento) en Reportos Netos	66.3	87.80	51.4	153.8	37.3	40.0	97.8	222.7
Disminución (aumentos) en Colaterales Vendidos o Dados en Garantía	0.0	0.00	0.0	-316.2	0.0	0.0	-22.0	-316.2
Disminución (aumento) en Otros Activos Operativos	2.8	4.81	1.5	-713.4	0.1	0.2	-346.2	-714.2
Disminución (aumento) en Otros Pasivos Operativos	24.2	2.90	13.8	704.3	1.3	1.2	325.0	676.1
Flujo Generado por la Operación	1.9	10.8	23.5	8.7	-5.6	2.2	12.6	-15.0
Flujo Neto Generado por Actividades de Operación	-6.8	-4.2	17.7	-2.1	-12.0	-0.9	11.9	-16.9
Aumentos de Capital	0.0	0.0	6.0	0.0	3.8	4.0	0.0	0.0
Flujo Generado por Actividades de Financiamiento	0.0	0.0	6.0	0.0	3.8	4.0	0.0	0.0
Adquisición o Venta de Inmuebles, Mobiliario y Equipo	-0.2	0.00	-0.5	-0.5	-0.9	-1.2	0.0	-0.5
Disminución (aumento) en Pagos por Disp. de Otros Activos de Larga Duración	0.0	17.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	-0.2
Flujo Generado por Actividades de Inversión	-0.2	17.0	-0.5	-0.7	-0.9	-1.2	0.0	-0.7
Cambio en Efectivo	-7.0	12.8	23.2	-2.8	-9.1	1.9	11.9	-17.7
Disponibilidades al Principio del Período	41.8	34.8	47.7	70.8	68.0	58.9	47.7	70.8
Disponibilidades al Final del Período	34.8	47.7	70.8	68.0	58.9	60.8	59.5	53.2

Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T17.

Glosario

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.

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

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

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

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

Razón de liquidez. Activo Circulante / Pasivo Circulante.

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

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

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



HR Ratings Alta 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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

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

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

Deuda Corporativa / ABS

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

Metodologías

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

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Laura Mariscal +52 55 1500 0761
laura.mariscal@hrratings.com

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

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

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



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

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

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- / Perspectiva Estable / HR3
Fecha de última acción de calificación	29 de agosto de 2016
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T10 – 2T17
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 (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 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 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, 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 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).