

A NRSRO Rating*

Calificación

Masari LP HR BBB-
Masari CP HR3

Perspectiva Estable

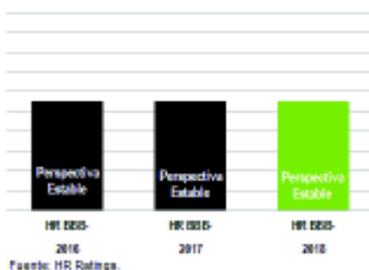
Contactos

Fernanda Barragán
Analista
fernanda.barragan@hrratings.com

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

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

Evolución de la Calificación Crediticia



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 ofrece moderada capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene 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 los adecuados niveles de solvencia mantenidos a través de las inyecciones de capital por parte de sus accionistas. A su vez, el volumen de operaciones de la Casa de Bolsa se ha incrementado, sin embargo, aún sigue presentando retos ya que el volumen de sus operaciones no ha sido suficiente para alcanzar el punto de equilibrio manteniendo pérdidas netas durante los últimos nueve años. Para los siguientes periodos, se prevé una estrategia más activa para seguir incrementando tanto el negocio de cambios como el de capitales, esperando alcanzar utilidades a finales de 2019. Cabe mencionar que la Casa de Bolsa mantiene un bajo perfil de riesgo en cuanto al manejo de la posición propia, invirtiendo en instrumentos gubernamentales, bancarios y corporativos, lo que le otorga cierta liquidez para hacer frente a sus gastos operativos. En caso de no ver mejora en los resultados netos para los próximos periodos la calificación se puede ver impactada por baja viabilidad de negocio. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés son:

Supuestos y Resultados: MCB	2T17	2T18	2015	2016	2017	Escenario Base			Escenario Estrés		
						2018P*	2019P	2020P	2018P*	2019P	2020P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-3.0%	-6.3%	-4.1%	-4.5%	-0.9%	-3.1%	-2.9%	-2.8%	-5.9%	-4.3%	-3.1%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	98.5%	90.6%	84.7%	85.9%	82.2%	81.4%	79.1%	79.0%	103.9%	95.3%	82.3%
Cuentas de Orden	3,410.3	5,766.0	4,192.3	5,660.7	9,095.4	6,112.1	6,511.6	7,032.8	4,766.0	4,904.2	5,100.4
Valores en Custodia	1,558.4	1,951.0	1,473.7	1,836.8	2,395.5	2,139.2	2,279.1	2,461.5	1,668.1	1,715.5	1,785.1
Gastos de Administración	-32.4	-35.0	-62.6	-64.0	-68.2	-66.6	-70.6	-73.1	-61.8	-63.4	-67.0
Resultado Neto	-6.3	-3.0	-2.4	-2.3	-4.7	-3.1	0.1	2.2	-28.4	-9.6	-1.0
Disponibilidades a Gastos de Administración 12m	2.0	2.0	0.6	1.1	0.9	1.3	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0
Disponibilidades a Pérdidas Netas 12m	1.1	0.5	20.0	30.9	12.3	28.6	878.7	47.1	3.4	6.5	62.8
Margen Operativo	-5.7%	-0.9%	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-1.8%	0.1%	1.1%	-15.4%	-6.0%	-0.6%
Margen Neto	-5.7%	-0.9%	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-1.8%	0.1%	1.1%	-15.4%	-6.0%	-0.6%
Índice de Eficiencia a Ingresos	54.7%	42.5%	69.0%	59.7%	46.4%	41.0%	38.6%	37.9%	46.7%	39.9%	38.6%
Índice de Eficiencia a Activos	5.6%	7.7%	6.9%	6.7%	6.9%	7.1%	6.9%	6.9%	6.5%	6.4%	6.7%
ROA Promedio	-0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.2%	-2.2%	-1.0%	-0.1%
ROE Promedio	-14.2%	-3.0%	-4.7%	-4.9%	-10.0%	-5.5%	0.2%	4.8%	-48.4%	-34.8%	-7.4%
Índice de Capitalización	24.3%	27.9%	21.7%	25.3%	31.7%	23.3%	23.0%	23.5%	15.4%	10.4%	9.7%
VaR a Capital Global	3.5%	3.3%	2.0%	5.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	4.3%	6.3%	6.5%
Razón de Liquidez	1.04	1.04	1.04	1.04	1.05	1.04	1.04	1.04	1.02	1.01	1.01

Fuente: HR Ratings con información obtenida de la Casa de Bolsa y trimestre de la CNBV.
*Proyecciones realizadas a partir del 2T18 bajo un escenario base.

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

- **Adecuada posición de solvencia, con un índice de capitalización de 27.9% y una razón de liquidez de 1.04 veces (x) al segundo trimestre de 2018 (2T18) (vs. 24.3% y 1.04x al 2T17).** Se mantiene cierta dependencia a las inyecciones de capital por parte de sus accionistas, quienes han realizado inyecciones por P\$3.6 millones (m) durante los últimos doce meses (12m).
- **Mejora en la eficiencia, cerrando con un índice de eficiencia a ingresos y activos de 42.5% y 7.7% respectivamente, al 2T18 (vs. 54.7% y 6.6% al 2T17).** Durante el 2017, el volumen de operaciones se vio beneficiado por la repatriación de capitales y por la volatilidad cambiaria, situación que fortaleció las líneas de negocio y con ello los indicadores.
- **Mejora en los indicadores de rentabilidad, cerrando con un ROA y ROE Promedio de -0.2% y -3.0% al 2T18 (vs. -0.7% y -14.2% al 2T17).** El volumen de operaciones ha incrementado, sin embargo, la Casa de Bolsa sigue presentando retos ya que el volumen de sus operaciones no ha sido suficiente para alcanzar punto de equilibrio manteniendo pérdidas netas por los últimos nueve años; sin embargo, estas fueron menores a las observadas a junio de 2016 y 2017, cerrando en -P\$1.4m a junio de 2018 (vs. -P\$6.7m del 3T16 al 2T17). Es importante mencionar que las proyecciones bajo un escenario base contemplan que la Casa de Bolsa alcanzaría el punto de equilibrio al cierre de 2019, por lo que se espera que dichos indicadores presenten una gradual mejora.
- **Bajo perfil de riesgo dado el perfil conservador de la posición propia de la Casa de Bolsa, cerrando con un VaR a Capital Global de 3.3% al 2T18 (vs. 3.5% al 2T17).** Dicho indicador presentó cierta disminución durante el último año por las inyecciones de capital realizadas. La posición propia de Masari está invertida en bonos gubernamentales, bancarios y corporativos, con el 98.1% de estos con calificación equivalente a AAA. Se espera que su estrategia se mantenga similar en los siguientes periodos.
- **Fortalecimiento del Gobierno Corporativo al incorporar un Comité a su estructura, así como la participación de un miembro independiente adicional dentro del Comité de Auditoría.** Durante el último año se creó el Comité de Seguridad Tecnológica. Asimismo, se incorporó un miembro independiente adicional dentro del Comité de Auditoría, lo que fortalece sus operaciones.

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

Principales Factores Considerados

Masari Casa de Bolsa inició operaciones el 3 de noviembre de 2008, teniendo una sólida trayectoria en el sistema financiero al haber operado 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 el año de 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 y en el manejo de su posición propia. Actualmente, las operaciones de la Casa de Bolsa se encuentran centralizadas en las oficinas de la Ciudad de México.

La ratificación de la calificación por parte de HR Ratings se basa en los adecuados niveles de solvencia mantenidos a través de las inyecciones de capital por parte de sus accionistas. En línea con lo anterior, se realizaron inyecciones de capital por P\$3.6m en agosto de 2017, con lo que el capital contribuido cerró en P\$69.6m al cierre de 2017 (vs. P\$6.0m y P\$66.0m al cierre de 2016). Adicionalmente, se observó que Masari mostró una menor toma de riesgo, presentando menores activos sujetos a riesgo totales. De esta forma, el índice de capitalización mostró un fortalecimiento, lo que, aunado a una menor generación de pérdidas netas, llevó a cerrar el índice de capitalización en 27.9% al 2T18, posicionándose por encima de las proyecciones de 21.4%. Para los siguientes periodos HR Ratings no contempla inyecciones en sus proyecciones, por lo que con el crecimiento en los activos sujetos a riesgo totales se esperaría que presente cierta presión, cerrando en 23.3% al 4T20. No obstante, se mantendría en niveles adecuados.

Al cierre de 2017, Masari mostró un importante incremento en el volumen de sus operaciones debido principalmente al programa de repatriación de capitales implementado por el gobierno federal, mostrando una tasa de crecimiento anual de 55.2% en las cuentas de orden, cerrando en P\$9,095.4 (vs. 39.8% y P\$5,860.7m al cierre de 2016). Al cierre de junio de 2018, se puede observar cierta desaceleración en comparación con el cierre de 2017 debido a la incertidumbre económica y política. A pesar de esto, las cuentas de orden se posicionaron por encima de lo observado históricamente y lo esperado, cerrando en P\$5,766.0m a junio de 2018 (vs. P\$3,410.3m a junio de 2016 y 4,262.9m esperado).

El beneficio que se reflejó por la repatriación de fondos durante 2017 llevó a que el negocio de mercado de capitales se incrementara y con ello el cobro de comisiones, por lo que el resultado por servicios alcanzó niveles positivos cerrando en P\$0.6m al cierre de 2017. Sin embargo, dado que el modelo de negocios incluye la operación de cambios, dicho efecto se revirtió durante 2018 y se prevé que se mantenga así para los próximos periodos. Es importante mencionar que la volatilidad cambiaria ha beneficiado la utilidad por compraventa de divisas neta 12m, al mostrar un incremento anual del 6.7% y cerrar con ingresos por P\$53.8m del 3T17 al 2T18.

De la misma forma, los ingresos por intereses netos 12m mostraron un crecimiento de 21.6% anual debido a los constantes incrementos en la tasa de referencia, así como por mayor transaccionalidad de los clientes lo que llevó a un mayor volumen de los instrumentos promedio 12m. Es así como, si bien el margen de esta línea de negocio se presionó, el volumen de operaciones llevó a que mostraran ingresos netos de P\$9.2m del 3T17 al 2T18 (vs. P\$7.6m del 3T16 al 2T17). Por su parte, debido a las condiciones

del mercado, el resultado por valuación a valor razonable 12m ascendió a P\$4.3m a junio de 2018, beneficiando al margen financiero por intermediación (vs. P\$1.9m a junio de 2017). Todo lo anterior llevó a que la generación de ingresos netos de la operación 12m mostrará un crecimiento anual de 16.2%, cerrando en P\$67.3m al 2T18 (vs. P\$57.9m del 3T16 al 2T17).

Al analizar la distribución de los ingresos netos acumulados 12m al 2T18 por línea de negocio, se puede observar que la mayor proporción de sus ingresos proviene del mercado de cambios, representando 75.1%. Posteriormente, se encuentra el mercado de dinero que representa 12.9% y el 12.0% de operaciones en el mercado de capitales. HR Ratings considera que la distribución de los ingresos netos de la Casa de Bolsa por línea de negocios se encuentra acorde a su estrategia, siendo su principal línea de negocios el mercado de cambios. Para los siguientes periodos se esperaría un mayor crecimiento en las operaciones de mercado de capitales con el objetivo de alcanzar el punto de equilibrio en los próximos periodos.

Con relación a los gastos de administración, se puede observar que estos se posicionaron por encima de lo esperado debido a los requerimientos regulatorios en términos de seguridad de sistemas y del SPEI², así como por las cuotas y el crecimiento de la plantilla de empleados necesario para dar cumplimiento a la regulación. Con ello, los gastos de administración 12m mostraron una tasa de crecimiento de 6.4% anual, cerrando en P\$68.8m al cierre de junio de 2018 (vs. P\$66.1m estimado).

De esta forma, la Casa de Bolsa presentó mayores ingresos para soportar los gastos incurridos, con lo que el índice de eficiencia a ingresos mostró una mejora, cerrando en 42.5% al 2T18 (vs. 54.7% en las proyecciones). Por el contrario, se observaron menores activos totales promedio en los últimos doce meses, debido principalmente a una disminución en las cuentas de inversiones en valores con subyacentes de reportos con relación a los gastos de administración, llevando a que el índice de eficiencia a activos mostrara un ligero deterioro, cerrando en 7.7% al 2T18 (vs. 6.6% en las proyecciones). HR Ratings considera que los indicadores de eficiencia de la Casa de Bolsa se mantienen en niveles moderados.

A pesar del incremento observado en los ingresos netos de la operación 12m estos no fueron suficientes para contrarrestar el crecimiento en los gastos administrativos, llevando a que la Casa de Bolsa incurriera en pérdidas netas acumuladas 12m por -P\$1.4m al cierre de junio de 2018, siendo estas menores a lo observado a junio de 2017 (vs. -P\$6.7m del 3T16 al 2T17). Es así como, el margen neto mostró una mejora, cerrando en -0.9% al 2T18 (vs. -5.7% al 2T17). No obstante, dicho indicador se posicionó por debajo de lo esperado ya que las proyecciones de HR Ratings consideraban la generación de utilidades. Con ello, los indicadores de rentabilidad mostraron cierta mejora, aunque se mantuvieron en niveles negativos, con un ROA y ROE Promedio de -0.2% y -3.0% al 2T18 (vs. 0.4% y 9.0% estimado).

Bajo un escenario base se estimaría que la Casa de Bolsa mantenga un crecimiento sostenido en la línea de negocio de cambios y capitales a través de una estrategia de promoción más agresiva. Esto sin verse afectado por eventos extraordinarios como el observado al cierre de 2017. De esta forma, se esperaría que alcance el punto de equilibrio al cierre de 2019 por una mayor generación de ingresos netos de la operación, siendo suficientes para contrarrestar el crecimiento en los gastos de administración, cerrando con utilidades netas 12m por P\$0.1m al cierre de 2019 y por P\$2.2m al cierre

² Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI).

de 2020. Con ello, se esperaba que el ROA y ROE Promedio se coloquen en niveles de 0.2% y 4.8% al 4T20.

El VaR a capital global se posicionó por debajo de los niveles observados y esperados, cerrando en 3.3% debido a que la Casa de Bolsa presentó una menor toma de riesgo, manteniendo su estrategia de inversión conservadora. Es importante mencionar que, actualmente el límite máximo del VaR es de 25.0% a capital total, manteniéndose por debajo de los límites. Por su parte, la razón de liquidez se mantuvo en los niveles observados y en niveles similares a los esperados, cerrando en 1.04x al 2T18 (vs. 1.05x estimado).

La posición propia de la Casa de Bolsa se mantiene conservadora, invirtiendo en bonos de desarrollo, bancarios y corporativos, con 98.1% invertido en instrumentos con calificación equivalente a AAA, siendo esta la de más alta calidad crediticia. Al cierre de junio de 2018, Masari cuenta con una posición propia por un monto de P\$843.0m, con 73.6%, equivalente a P\$620.5m invertido en bonos de desarrollo con calificaciones de AAA, siendo emisiones gubernamentales. Asimismo, se cuenta con 16.4% invertido en bonos bancarios con calificaciones equivalentes a AAA y uno de ellos con calificación de HR A+. Adicionalmente, el 10.0% restante se encuentra invertido en bonos corporativos, conformados por las emisoras Pemex y CFE³, cuyas calificaciones son equivalentes a AAA. HR Ratings considera que la Casa de Bolsa mantiene una estrategia conservadora de su posición propia, al invertir el 98.1% en papeles AAA. Para los siguientes periodos, se esperaba que Masari mantenga dicha estrategia, reemplazando las emisiones con vencimientos próximos por equivalentes en términos de plazo y riesgo crediticio.

Cabe mencionar que, durante el último año, se crearon dos Comités de Trabajo adicionales: el Comité Operativo de Remuneraciones y el Comité de Seguridad Tecnológica con el objetivo de fortalecer las operaciones y cumplir con los requerimientos en términos de seguridad de la información. Adicionalmente, se incorporó un miembro independiente adicional dentro del Comité de Auditoría, contando con dos miembros independientes dentro del mismo, lo que proporciona una adecuada independencia a la toma de decisiones. HR Ratings considera que dichas modificaciones fortalecen la estructura de la Casa de Bolsa; no obstante, representan mayor incremento en los gastos.

³ Comisión Federal de Electricidad (CFE).

Perfil de la Calificación

El presente reporte de seguimiento de calificación se enfoca en el análisis y la evaluación de los eventos relevantes sucedidos durante los últimos meses que influyen sobre la calidad crediticia de Masari Casa de Bolsa. Para más información sobre las calificaciones asignadas por HR Ratings a MCB, se puede revisar el reporte inicial publicado por HR Ratings el 12 de octubre de 2009 y los ocho reportes de revisión anual. Los reportes pueden ser consultados en la página web: <http://www.hrratings.com>.

Eventos Relevantes

Robustecimientos Internos

Durante el último año se creó un Comité de Trabajo adicional, el Comité de Gestión de la Seguridad (CGS). Esto con el objetivo de fortalecer las operaciones y para el cumplimiento de los requerimientos en términos de seguridad de la información. Es importante mencionar que, la Casa de Bolsa cuenta con un comité interno de innovación en el cual se revisan los temas relacionados nuevos segmentos y oportunidades, comunicación externa e imagen de la Casa de Bolsa, servicio al cliente, entre otros. Asimismo, se tiene un área que da seguimiento al desempeño de la plantilla de empleados con el objetivo de fortalecer sus capacidades. A continuación, se presenta una tabla con las características del nuevo Comité de Trabajo:

Comité	Función / Objetivos	Miembros	Sesión
Comité de Gestión de la Seguridad (CGS)	Comité encargado del direccionamiento estratégico tanto de la seguridad física como de la seguridad de la información dentro de Masari. Este busca garantizar que las políticas y procesos implementados en términos de seguridad, se encuentren alineadas con los objetivos y estrategias del negocio.	-Director General -Director de Administración y Finanzas -Oficial de Cumplimiento de la Información -Responsable de Sistemas -Contralor Normativo -Auditor Interno	Bimestral

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

Adicionalmente, se incorporó un miembro independiente adicional dentro del Comité de Auditoría, contando con dos miembros independientes dentro del mismo. Este cuenta con amplia experiencia en el sector financiero con más de 53.0 años de experiencia, habiendo desempeñado roles directivos y como miembro del Consejo de Administración en diversas instituciones financieras. Cabe mencionar que, este fungía como consejero suplente independiente en el Consejo de Administración de Masari. HR Ratings considera que con la creación del nuevo comité se esperaría fortalecer las operaciones. Asimismo, se considera como positiva la incorporación de un miembro independiente adicional dentro del Comité de Auditoría, proporcionando una adecuada independencia a la toma de decisiones. No obstante, dichas modificaciones representan un mayor incremento en los gastos de la Casa de Bolsa.

Plan de Negocios

El Plan de Negocios de la Casa de Bolsa para los siguientes periodos contempla mantener su enfoque en el crecimiento del volumen de sus operaciones a través de personas físicas por medio de clientes referidos y eventos de promoción, así como clientes institucionales o corporativos. De esta forma, se impulsará el crecimiento de los valores en custodia, lo que incrementaría el volumen de la mesa de capitales, mesa de dinero y mercado de cambios. Para lograr esto, se mantendrá una estrategia basada en nueve pilares para una mayor promoción de la Casa de Bolsa: referencia de clientes a través de incentivos, proveer a los clientes de recomendaciones e información oportuna, capacitación, prospección de mercado, desarrollo de la cultura del servicio, otorgar una experiencia al cliente, esquemas de compensación a promotores, desarrollo de una aplicación y estrategia de branding y promoción.

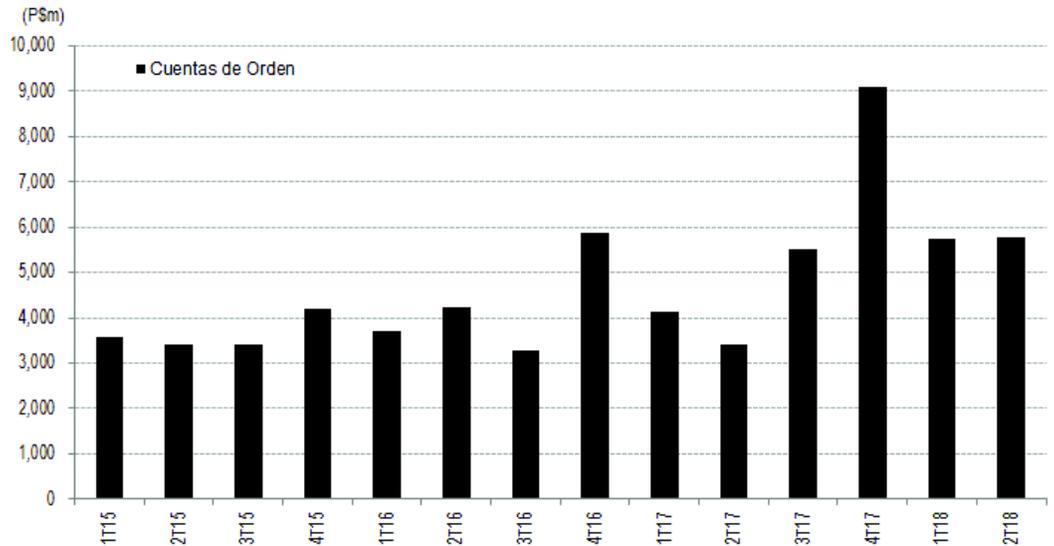
Con relación a su posición propia, se esperaría que esta se mantenga conservadora, manteniendo sus inversiones en instrumentos gubernamentales, bancarios y corporativos de bajo riesgo crediticio. De la misma forma, la Casa de Bolsa continuará fortaleciendo su plantilla y sistemas de seguridad para fortalecer sus operaciones. HR Ratings considera que el Plan de Negocios de Masari se encuentra en línea con su estrategia de crecimiento.

Análisis de Riesgo

Distribución de las Cuentas de Orden de la Casa de Bolsa

Durante 2017 las cuentas de orden de la Casa de Bolsa mostraron un importante incremento debido principalmente a programa de repatriación de capitales implementado por el gobierno federal, mostrando una tasa de crecimiento anual de 55.2%, cerrando con un monto de P\$9,095.4m (vs. 39.4% y P\$5,860.7m al cierre de 2016). Al cierre de junio, se puede apreciar cierta desaceleración en comparación con el cierre de 2017 debido a la incertidumbre económica y política, conteniendo el crecimiento en el mercado de capitales. No obstante, los valores en custodia mostraron un crecimiento de 69.1% anual, cerrando en P\$5,766.0m a junio de 2018, posicionándose por encima de lo observado históricamente (vs. -19.7% anual y P\$3,410.3m al cierre de junio de 2017).

Gráfica 1. Distribución de las Cuentas de Orden



Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Casa de Bolsa y por la CNBV.

Posición Propia

La posición propia de la Casa de Bolsa se mantiene conservadora, invirtiendo en bonos de desarrollo, bancarios y corporativos, con 98.1% invertido en instrumentos con calificación equivalente a AAA, siendo esta la de más alta calidad crediticia. Al cierre de junio de 2018, Masari cuenta con una posición propia por un monto de P\$843.0m, con 73.6%, equivalente a P\$620.5m invertido en bonos de desarrollo con calificaciones de AAA, siendo emisiones gubernamentales. Asimismo, se cuenta con 16.4% invertido en bonos bancarios con calificaciones equivalentes a AAA y uno de ellos con calificación de HR A+. Adicionalmente, el 10.0% restante se encuentra invertido en bonos corporativos, conformados por las emisoras Pemex y CFE⁴, cuyas calificaciones son equivalentes a AAA. HR Ratings considera que la Casa de Bolsa mantiene una estrategia conservadora de su posición propia, al invertir principalmente en instrumentos de bajo riesgo crediticio. Para los siguientes periodos se esperaría que Masari mantenga dicha estrategia, reemplazando las emisiones con vencimientos próximos por equivalentes en términos de plazo y riesgo crediticio.

⁴ Comisión Federal de Electricidad (CFE).

Tabla 2. Posición Propia

Emisión	Tipo de Instrumento	Titulos	Monto*	Calificación
BONDES 200528		2,000,000.0	199.6	AAA
BONDES 190808		1,200,000.0	120.3	AAA
BONDES 190411	Bono de Desarrollo	1,000,000.0	100.4	AAA
BONDES 190328		1,000,000.0	100.1	AAA
BONDES 181011		1,000,000.0	100.2	AAA
PEMEX 13	Bono Corporativo	541,711.0	54.2	HR AAA
SCOTIAB 18	Bono Bancario	489,790.0	49.3	AAA
BINVE 17031		246,411.0	24.8	AAA
PEMEX 14	Bono Corporativo	200,000.0	20.1	HR AAA
VWBANK 14		190,058.0	19.0	AAA
BCOBX+ 15	Bono Bancario	160,179.0	16.0	HR A+
SCOTIAB 15		140,678.0	14.0	AAA
BINBUR 18		99,930.0	10.0	HR AAA
CFE 14	Bono Corporativo	100,000.0	9.9	AAA
BINVE 17036	Bono Bancario	50,157.0	5.1	AAA
			843.0	

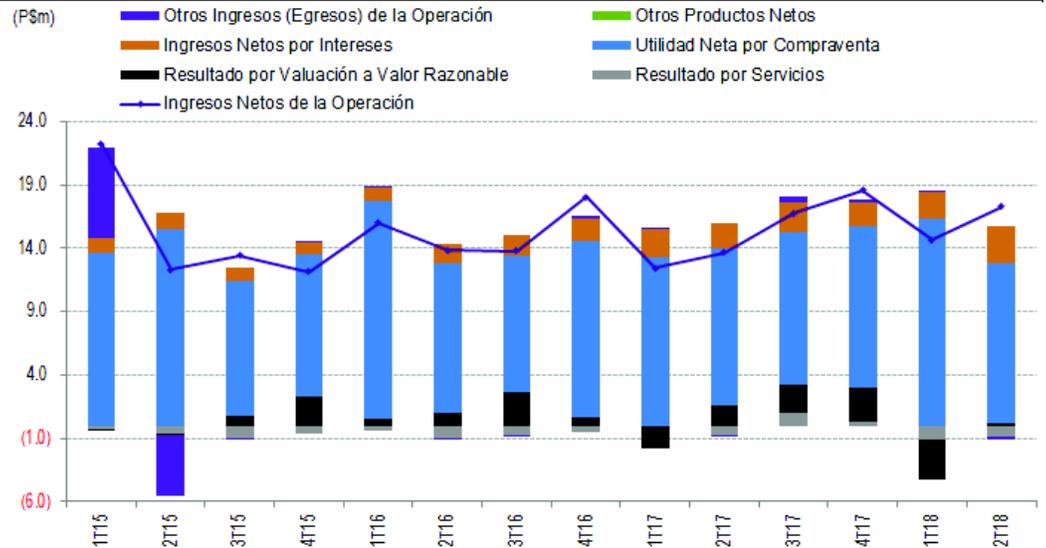
Fuente: HR Ratings con información interna de la Casa de Bolsa.
*Cifras en millones de pesos.

Distribución de los Ingresos del Estado de Resultados

Al analizar la distribución de los ingresos del estado de resultados, se puede observar que los ingresos netos de la operación 12m mostraron un crecimiento anual de 16.2%, posicionándose por encima de lo observado históricamente por un mayor volumen de operaciones debido principalmente al programa de repatriación de capitales implementado por el gobierno federal, cerrando en P\$67.3m al cierre de junio de 2018 (vs. P\$57.9m al cierre de junio de 2017). En línea con lo anterior, por las condiciones de mercado, el resultado por valuación a valor razonable pasó a representar 6.4% de los ingresos, con un monto por P\$4.3m a junio de 2018 (vs. 3.3% y P\$1.9m a junio de 2017). De esta forma, el beneficio que se reflejó por la repatriación de fondos durante 2017 llevó a que el negocio de mercado de capitales incrementara y con ello el cobro de comisiones, por lo que el resultado por servicios alcanzó niveles positivos cerrando en P\$0.6m al cierre de 2017. Sin embargo, dado que el modelo de negocios incluye la operación de cambios, dicho efecto se revirtió durante el 2018 lo que llevó a cerrar en -P\$0.7m a junio de 2018 (vs. -P\$2.1m a junio de 2017).

Por su parte, los ingresos por intereses 12m pasaron de representar 13.1% a junio de 2017 a representar 13.7% de los ingresos netos de la operación debido a los constantes incrementos en la tasa de referencia, así como por mayor transaccionalidad de los clientes lo que llevó a un mayor volumen de los instrumentos promedio 12m. De esta forma, si bien el margen de esta línea de negocio se presionó, el volumen de operaciones llevó a que mostraran ingresos netos de P\$9.2m del 3T17 al 2T18 (vs. P\$7.6m del 3T16 al 2T17).

Gráfica 2. Distribución de los Ingresos

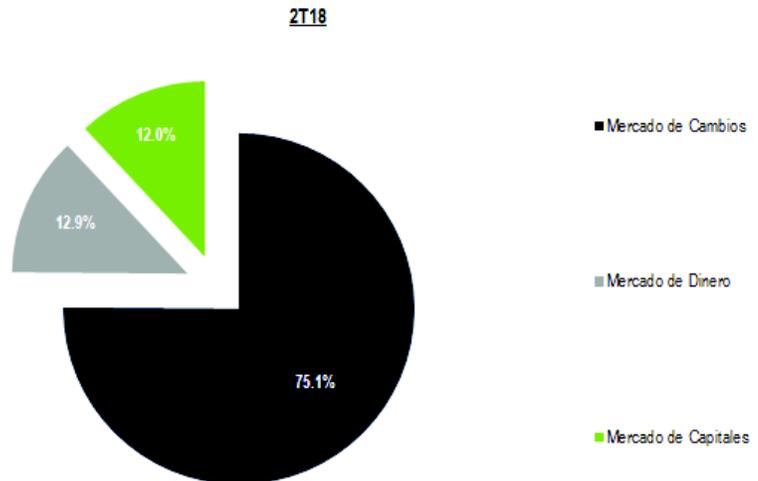


Fuente: HR Ratings con información proporcionada por la Casa de Bolsa y por la CNBV.

Distribución de los Ingresos Netos por Línea de Negocios

Al analizar la distribución de los ingresos netos acumulados 12m al 2T18 por línea de negocio, se puede observar que la mayor proporción de sus ingresos proviene del mercado de cambios, representando 75.1%. Posteriormente, se encuentra el mercado de dinero que representa 12.9% y el 12.0% de operaciones en el mercado de capitales. HR Ratings considera que la distribución de los ingresos netos de la Casa de Bolsa por línea de negocios se encuentra acorde a su estrategia, siendo su principal línea de negocios el mercado de cambios. Para los siguientes periodos se esperaría un mayor crecimiento en las operaciones de mercado de capitales con el objetivo de alcanzar el punto de equilibrio en los próximos periodos.

Gráfica 3. Distribución de los Ingresos Netos por Línea de Negocio



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

Análisis de Riesgos Cuantitativos

Observado vs. Proyectado

A continuación, se detalla la evolución financiera de Masari en los últimos 12 meses. Asimismo, se muestra un comparativo entre los resultados proyectados por HR Ratings en el reporte de revisión anual y los resultados observados al cierre del 2T18. Los escenarios que se proyectados para el reporte de revisión anual con fecha del 7 de septiembre de 2017 se hicieron con base en el Plan de Negocios de la Casa de Bolsa.

Tabla 3. Supuestos y Resultados: MCB	Resultados Observados		Escenario Base		Escenario Estrés	
Cifras en millones de pesos	2T17	2T18	2T18	2T18	2T18	2T18
Cuentas de Orden	3,410.3	5,765.0	4,262.9	3,606.4		
Valores en Custodia	1,558.4	1,961.0	1,705.2	1,442.6		
Comisiones y Tarifas Netas	-2.1	-0.7	-2.2	-2.1		
Utilidad por Compraventa Neta	50.4	53.8	52.6	50.2		
Gastos de Administración 12m	-64.6	-68.7	-65.1	-55.5		
Resultado Neto 12m	-6.7	-1.4	4.2	-6.4		
Margen Operativo	-5.7%	-0.9%	3.2%	-4.3%		
Margen Neto	-5.7%	-0.9%	3.2%	-4.3%		
Índice de Eficiencia a Ingresos	54.7%	42.5%	49.7%	46.0%		
Índice de Eficiencia a Activos	6.6%	7.7%	6.9%	6.1%		
ROA Promedio	-0.7%	-0.2%	0.4%	-0.6%		
ROE Promedio	-14.2%	-3.0%	9.0%	-14.5%		
Índice de Consumo de Capital	33.0%	28.6%	37.3%	46.9%		
Índice de Capitalización	24.3%	27.9%	21.4%	17.0%		
Var a Capital Global	3.5%	3.3%	3.5%	4.9%		
Razón de Liquidez	1.04	1.04	1.05	1.03		

*Proyecciones realizadas en la última acción de calificación, el día 7 de septiembre de 2017.

Al analizar los resultados observados y los proyectados por HR Ratings en el último reporte de revisión anual, se aprecia que, al cierre de 2017 Masari mostró un importante incremento en el volumen de sus operaciones debido principalmente al programa de repatriación de capitales implementado por el gobierno federal, mostrando una tasa de

crecimiento anual de 55.2% en las cuentas de orden, cerrando en P\$9,095.4 (vs. 39.8% y P\$5,860.7m al cierre de 2016). Al cierre de junio de 2018, se puede observar cierta desaceleración en comparación con el cierre de 2017 debido a la incertidumbre económica y política. A pesar de esto, las cuentas de orden se posicionaron por encima de lo observado históricamente y lo esperado, cerrando en P\$5,766.0m a junio de 2018 (vs. P\$3,410.3m a junio de 2016 y 4,262.9m esperado).

El beneficio que se reflejó por la repatriación de fondos durante 2017 llevó a que el negocio de mercado de capitales incrementará y con ello el cobro de comisiones, por lo que el resultado por servicios alcanzó niveles positivos cerrando en P\$0.6m al cierre de 2017. Sin embargo, dado que el modelo de negocios incluye la operación de cambios, dicho efecto se revirtió durante el 2018 y se prevé que se mantenga así para los próximos periodos. Es importante mencionar que la volatilidad cambiaria ha beneficiado la utilidad por compraventa de divisas neta 12m, al mostrar un incremento anual del 6.7% y cerrar con ingresos por P\$53.8m del 3T17 al 2T18.

De la misma forma, los ingresos por intereses netos 12m mostraron un crecimiento de 21.6% anual debido a los constantes incrementos en la tasa de referencia, así como por mayor transaccionalidad de los clientes lo que llevó a un mayor volumen de los instrumentos promedio 12m. Es así como, si bien el margen de esta línea de negocio se presionó, el volumen de operaciones llevó a que mostraran ingresos netos de P\$9.2m del 3T17 al 2T18 (vs. P\$7.6m del 3T16 al 2T17). Por su parte, debido a las condiciones del mercado el resultado por valuación a valor razonable 12m ascendió a P\$4.3m a junio de 2018, beneficiando al margen financiero por intermediación (vs. P\$1.9m a junio de 2017). Todo lo anterior llevó a que la generación de ingresos netos de la operación 12m mostrará un crecimiento anual de 16.2%, cerrando en P\$67.3m al 2T18 (vs. P\$57.9m del 3T16 al 2T17).

Con relación a los gastos de administración, se puede observar que estos se posicionaron por encima de lo esperado debido a los requerimientos regulatorios en términos de seguridad de sistemas y del SPEI⁵, así como por las cuotas y el crecimiento de la plantilla de empleados necesario para dar cumplimiento a la regulación. Con ello, los gastos de administración 12m mostraron una tasa de crecimiento de 6.4% anual, cerrando en P\$68.8m al cierre de junio de 2018 (vs. P\$66.1m estimado).

Es así como, la Casa de Bolsa presentó mayores ingresos para soportar los gastos incurridos, con lo que el índice de eficiencia a ingresos mostró una mejora, cerrando en 42.5% al 2T18 (vs. 54.7% en las proyecciones). Por el contrario, se observaron menores activos totales promedio en los últimos doce meses, esto debido principalmente a una disminución en las cuentas de inversiones en valores con subyacentes de reportos en relación con los gastos de administración, llevando a que el índice de eficiencia a activos mostrara un ligero deterioro, cerrando en 7.7% al 2T18 (vs. 6.6% en las proyecciones). HR Ratings considera que los indicadores de eficiencia de la Casa de Bolsa se mantienen en niveles moderados.

A pesar del incremento observado en los ingresos netos de la operación 12m estos no fueron suficientes para contrarrestar el crecimiento en los gastos administrativos, llevando a que la Casa de Bolsa incurriera en pérdidas netas acumuladas 12m por -P\$1.4m al cierre de junio de 2018, siendo estas menores a lo observado a junio de 2017 (vs. -P\$6.7m del 3T16 al 2T17). Es así como, el margen neto mostró una mejora, cerrando en -0.9% al 2T18 (vs. -5.7% al 2T17). No obstante, dicho indicador se

⁵ Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI).

posicionó por debajo de lo esperado ya que las proyecciones de HR Ratings consideraban la generación de utilidades. Con ello, los indicadores de rentabilidad mostraron cierta mejora, aunque se mantuvieron en niveles negativos, con un ROA y ROE Promedio de -0.2% y -3.0% al 2T18 (vs. 0.4% y 9.0% estimado).

Con relación a la solvencia de la Casa de Bolsa, se realizaron inyecciones de capital por P\$3.6m en agosto de 2017, con lo que el capital contribuido ascendió a un monto de P\$69.6m al cierre de 2017 (vs. P\$6.0m y P\$66.0m al cierre de 2016). Adicionalmente, se observó que Masari mostró una menor toma de riesgo, presentando menores activos sujetos a riesgo totales. Es así como, el índice de capitalización mostró un fortalecimiento, lo que, aunado a una menor generación de pérdidas netas, llevó a cerrar el índice de capitalización en 27.9% al 2T18, posicionándose por encima de las proyecciones de 21.4%.

El VaR a capital global se posicionó por debajo de los niveles observados y esperados, cerrando en 3.3% debido a que la Casa de Bolsa presentó una menor toma de riesgo, manteniendo su estrategia de inversión conservadora. Es importante mencionar que, actualmente el límite máximo del VaR es de 25.0% a capital total, manteniéndose por debajo de los límites. Por su parte, la razón de liquidez se mantuvo en los niveles observados y en niveles similares a los esperados, cerrando en 1.04x al 2T18 (vs. 1.05x estimado).

Escenarios

El análisis de riesgos cuantitativos realizado por HR Ratings incluye el análisis de métricas financieras y efectivo disponible por Masari Casa de Bolsa para determinar su capacidad de pago. Para el análisis de la capacidad de pago de Masari, HR Ratings realizó un análisis financiero bajo un escenario económico base y un escenario económico de alto estrés. Ambos escenarios determinan la capacidad para hacer frente a las obligaciones crediticias en tiempo y forma. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés se muestran a continuación:

Tabla 4. Supuestos y Resultados: MCB	2T17	2T18	Anual			Escenario Base			Escenario Estrés		
			2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2018P*	2019P	2020P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-3.0%	-6.3%	-4.1%	-4.5%	0.9%	-3.1%	-2.9%	-2.6%	-5.9%	-4.3%	-3.1%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	98.5%	90.6%	84.7%	86.9%	82.2%	81.4%	79.1%	79.0%	103.9%	96.3%	82.3%
Cuentas de Orden	3,410.3	5,766.0	4,192.3	5,660.7	9,095.4	6,112.1	6,511.8	7,032.8	4,766.0	4,904.2	5,100.4
Valores en Custodia	1,558.4	1,561.0	1,473.7	1,836.8	2,395.5	2,139.2	2,279.1	2,461.5	1,668.1	1,715.5	1,785.1
Gastos de Administración	-32.4	-35.0	-62.6	-64.0	-68.2	-68.6	-70.8	-73.1	-61.8	-63.4	-67.0
Resultado Neto	-6.3	-3.0	-2.4	-2.3	-4.7	-3.1	0.1	2.2	-20.4	-9.6	-1.0
Disponibilidades n Gastos de Administración	2.0	2.0	0.6	1.1	0.9	1.3	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0
Disponibilidades n Pérdidas Netas	1.1	0.5	20.0	30.9	12.3	28.6	878.7	47.1	3.4	6.5	62.8
Margen Operativo	-5.7%	-0.9%	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-1.8%	0.1%	1.1%	-15.4%	-6.0%	-0.6%
Margen Neto	-5.7%	-0.9%	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-1.8%	0.1%	1.1%	-15.4%	-6.0%	-0.6%
Índice de Eficiencia n Ingresos	64.7%	42.5%	68.0%	69.7%	46.4%	41.0%	38.6%	37.9%	46.7%	39.9%	38.6%
Índice de Eficiencia n Activos	6.6%	7.7%	6.9%	6.7%	6.9%	7.1%	6.9%	6.9%	6.5%	6.4%	6.7%
ROA Promedio	-0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.2%	-2.2%	-1.0%	-0.1%
ROE Promedio	-14.2%	-3.0%	-4.7%	-4.9%	-10.0%	-5.5%	0.2%	4.8%	-48.4%	-34.8%	-7.4%
Índice de Capitalización	24.3%	27.9%	21.7%	25.3%	31.7%	23.3%	23.0%	23.5%	16.4%	10.4%	9.7%
VaR a Capital Global	3.5%	3.3%	2.0%	5.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	4.3%	6.3%	6.5%
Razón de Liquidez	1.04	1.04	1.04	1.04	1.05	1.04	1.04	1.04	1.02	1.01	1.01

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

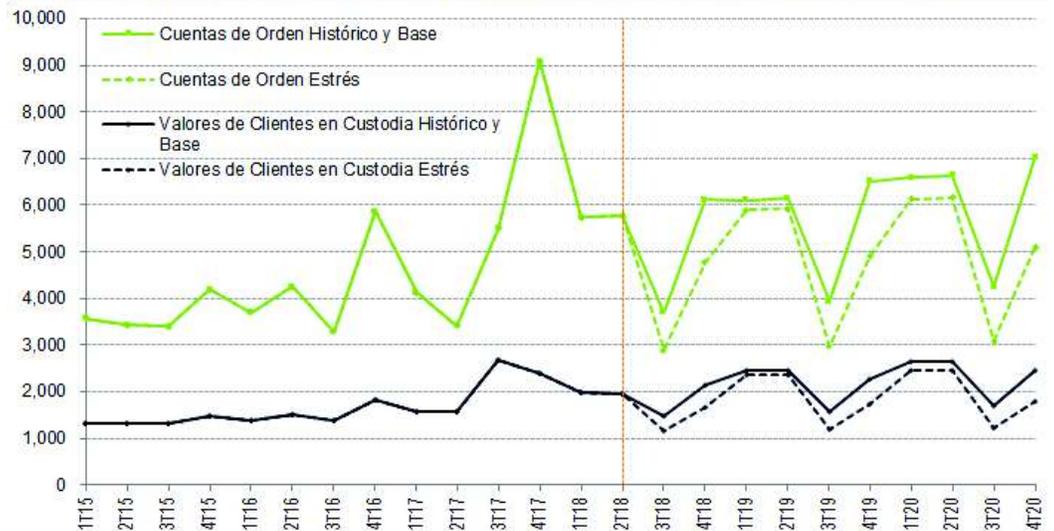
*Proyecciones realizadas a partir del 2T18 bajo un escenario base.

Escenario Base

El escenario base proyectado por HR Ratings contempla un entorno macroeconómico favorable bajo el cual la Casa de Bolsa podría desarrollar su Plan de Negocios de manera ordenada. De esta manera, se esperaría que Masari mantenga su enfoque en el crecimiento del volumen de sus operaciones a través de clientes referidos y eventos de

promoción en personas físicas y corporativos. Con ello, se esperaría que las cuentas de orden se posicionen en niveles inferiores a los observados durante 2017. Sin embargo, mostrarían un crecimiento de 6.0% contra lo mostrado al 2T18, cerrando en P\$6,112.1m al 2018 y posteriormente, mantendrían un crecimiento promedio anual de 7.3%, cerrando en P\$6,511.8m al 2019 y P\$7,032.8m al 2020 (vs. P\$9,095.4m al cierre de 2017).

Gráfica 4. Cuentas de Orden / Valores de Clientes en Custodia (Histórico, Base y Estrés)



Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.
*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base y de estrés.

Derivado de un mayor volumen de operaciones de capitales estimado a través de personas físicas y corporativos, se esperaría que los valores en custodia muestren un adecuado crecimiento a través de los años, llevando a una mayor generación de comisiones cobradas por intermediación en el mercado de capitales. No obstante, las comisiones pagadas por concepto de comisiones de uso de corresponsalías bancarias, pago de brokers, entre otros, mantendría una tendencia creciente, llevando a que el resultado por servicios 12m se mantenga en niveles promedio de -P\$2.0m durante los años proyectados (vs. P\$0.6m al cierre de 2017).

Asimismo, el crecimiento en las operaciones con personas físicas y corporativos llevaría a una mayor operación en el mercado de cambios por lo que la generación de utilidades por compraventa 12m mostraría un continuo crecimiento, con una tasa promedio anual de 5.6% durante los años proyectados, cerrando en P\$59.5m al cierre de 2020 (vs. P\$50.5m al cierre de 2017). Todo esto sería resultado de una estrategia de promoción más agresiva.

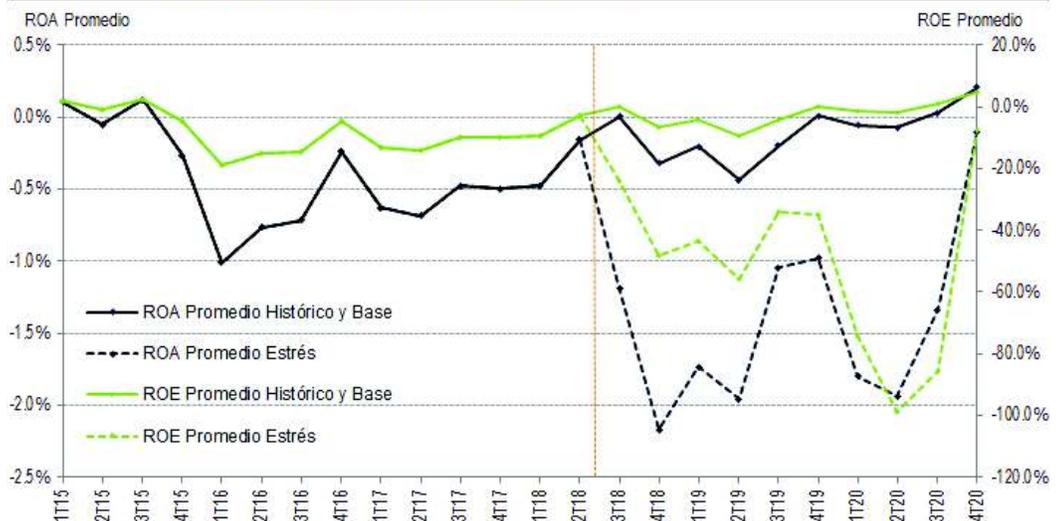
De la misma forma, se esperaría que los ingresos por intereses 12m mantengan una tendencia creciente por mayor número de clientes institucionales, impactando en una mayor demanda en el mercado de dinero. No obstante, al ser clientes institucionales, se estimaría una disminución en el margen, alcanzando economías de escala por mayor volumen. Es así como, el margen promedio esperado en esta línea de negocio se posicionaría en P\$14.3m durante los años proyectados (vs. P\$8.5m al cierre de 2017).

Las condiciones del mercado permitirían que el resultado por valuación a valor razonable se mantenga positivo, cerrando en niveles de P\$2.1m al cierre de 2020 (vs. P\$1.3m al cierre de 2017). De esta forma, el margen financiero por intermediación mostraría un fortalecimiento, cerrando en P\$67.0m al cierre de 2018, P\$72.5m al cierre de 2019 y P\$76.9m al cierre de 2020 (vs. P\$60.3m al cierre de 2017).

Si bien, el volumen de operaciones mostraría un crecimiento mayor, debido a que la Casa de Bolsa actualmente cuenta con una amplia capacidad instalada para operar, los gastos de administración 12m mostrarían un crecimiento promedio anual de 3.4% durante los años proyectados. Dicho crecimiento estimado sería resultado del continuo fortalecimiento de su plantilla, así como por los requerimientos por parte de sus reguladores en términos de seguridad y robustecimientos internos, cerrando en P\$68.6m al cierre de 2018, P\$70.8m al cierre de 2019 y \$73.1m al cierre de 2020 (vs. P\$66.2m al cierre de 2017). Es así como, al cierre de 2019 se esperaría que los ingresos netos de la operación sean suficientes para cubrir los gastos de administración en los que se incurrió, llevando a que los indicadores de eficiencia presenten una mejora, cerrando con un índice de eficiencia a ingresos y a activos de 37.9% y 6.9% al 4T20 (vs. 46.4% y 6.9% al 4T17). Con ello, el margen neto se posicionaría en niveles positivos para el 2019 colocándose en 0.1% y se fortalecería a 1.1% al 4T20 (vs. -3.3% al 4T17).

De esta forma, la Casa de Bolsa tendería a alcanzar punto de equilibrio para posteriormente empezar a generar utilidades de forma sostenida. Durante 2018 los resultados netos cerrarían en -P\$3.1m, y durante el 2019 equivaldrían a P\$0.1m (vs. -P\$4.7m al cierre de 2017). Con ello, el ROA y ROE Promedio cerrarían en niveles de 0.2% y 4.8% al 4T20 (vs. -0.5% y -10.0% al 4T17). HR Ratings considera que el ROA Promedio y ROE Promedio se colocarían en niveles bajos.

Gráfica 5. ROE Promedio / ROA Promedio (Histórico, Base y Estrés)

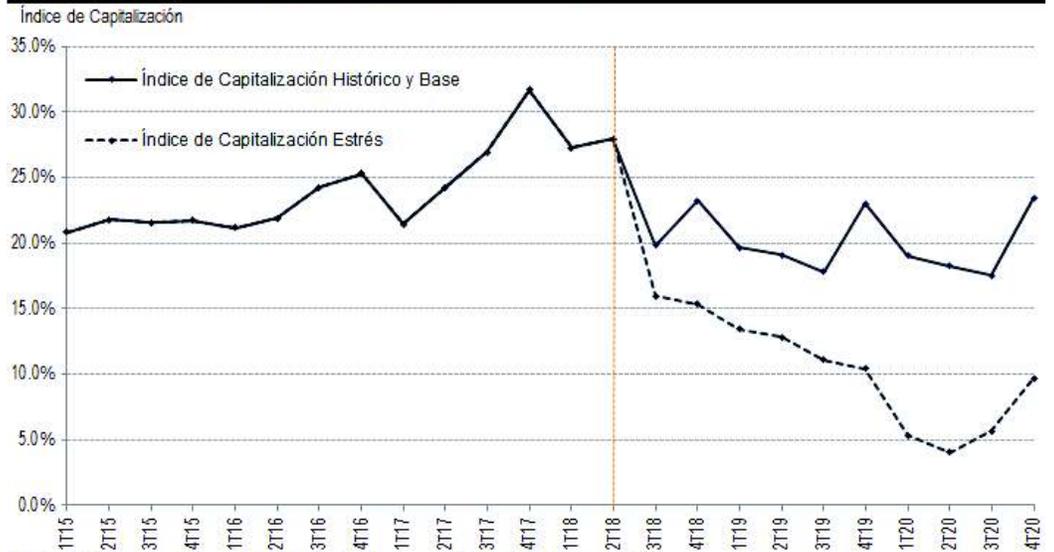


Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.
*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base y de estrés.

Por parte de la solvencia, durante los siguientes años no se contemplan inyecciones de capital adicionales debido a la gradual mejora que presentaría la situación financiera de

la Casa de Bolsa por un mayor volumen en sus operaciones. En línea con lo anterior, se esperaría que, por el mayor crecimiento en los activos sujetos a riesgo totales, el índice de capitalización muestre cierta presión, cerrando en 23.3% al 4T18. No obstante, por la generación de utilidades netas estimadas durante 2019 y 2020, este se mantendría en niveles de 23.5% al 4T20 (vs. 31.7% al 4T17). Con base en esto, HR Ratings considera que la posición de solvencia se mantendría en niveles adecuados.

Gráfica 6. Índice de Capitalización (Histórico, Base y Estrés)

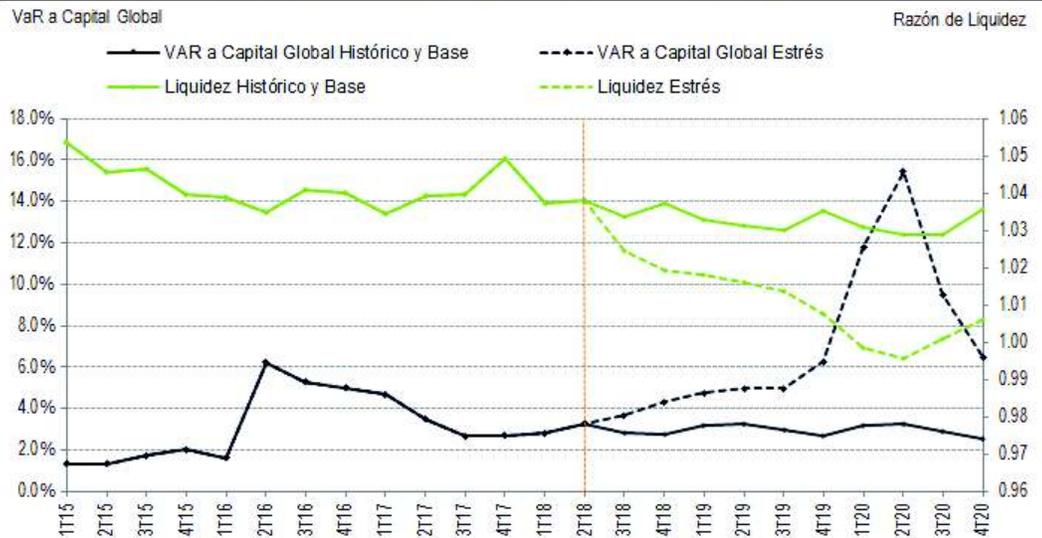


Fuente: HR Ratings con información dictaminada de la Casa de Bolsa y trimestral de la CNBV.

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base y de estrés.

La Casa de Bolsa mantendría su estrategia de posición propia conservadora, invirtiendo en valores de bajo riesgo crediticio, de manera que el gradual fortalecimiento en el capital global a través de los años llevaría a que el VaR a Capital Global presente una disminución, cerrando en 2.5% al 4T20 (vs. 2.7% al 4T17). La razón de liquidez se mantendría en niveles de 1.04x durante los años proyectados debido a la estrategia de liquidez de Masari.

Gráfica 7. VaR a Capital Global / Razón de Liquidez (Histórico, Base y Estrés)



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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base y de estrés.

Escenario de Estrés

El escenario de estrés contempla condiciones macroeconómicas desfavorables lo que limitaría el plan de crecimiento por una mayor competencia en el sector. De esta forma, la Casa de Bolsa presentaría una mayor dificultad para el crecimiento del volumen de sus operaciones, llevando a que las cuentas de orden presenten una disminución y, de la misma forma, se prevería una salida de dinero y una caída en el valor de los portafolios de los clientes, llevando a cerrar en P\$4,766.0m al cierre de 2018, P\$4,904.2m al cierre de 2019 y P\$5,100.4m al cierre de 2020 (vs. P\$7,032.8m estimado bajo un escenario base el cierre de 2020).

La baja penetración en el mercado hacia mayor número de personas físicas y corporativos llevaría a que las operaciones de mercado de capitales muestren un menor crecimiento y con ello menores comisiones cobradas contra las esperadas dentro del escenario base. A su vez, las comisiones pagadas incrementarían por uso de corresponsalías, pago de brokers, entre otros, llevando a que el resultado por servicios 12m se posicione en niveles presionados. Derivado de una mayor competencia, el crecimiento en el mercado de capitales se vería impactado, al presentar una mayor dificultad para la retención de clientes, por lo que se esperaría que la utilidad por compraventa 12m presente una disminución durante 2018, cerrando en P\$43.0m, para posteriormente mostrar cierta recuperación cerrando en P\$54.3m al cierre de 2020 (vs. P\$59.5m al cierre de 2020 en un escenario base).

De la misma forma, la situación económica llevaría a que durante 2018 se cierre el margen financiero, llevando a que los ingresos por intereses netos se posicionen en P\$0.0m en dicho periodo, mostrando una recuperación gradual hacia 2020 con P\$12.7m (vs. P\$15.3m esperado en un escenario base). Debido a las desfavorables condiciones económicas, se esperaría que el resultado por valuación a valor razonable presente una disminución en los años proyectados, de la misma forma, que no se esperarían ingresos por la venta de otros activos.



Los gastos de administración 12m mostrarían un menor crecimiento debido al menor volumen en las operaciones y a la baja rentabilidad de las líneas de negocio, lo que reflejaría una tasa de crecimiento promedio de 0.6% anual promedio durante los años proyectados. De esta forma, el margen neto se posicionaría en niveles de -15.4% al 4T18, mostrando una mejora gradual conforme la recuperación en el volumen de operaciones y del mercado, cerrando en -6.0% al 4T19 y -0.6% al 4T20. Es así como la Casa de Bolsa presentaría fuertes pérdidas netas por -P\$20.4m al cierre de 2018 y por -P\$9.6m al cierre de 2019, mostrando una mejora hacia 2020, cerrando en -P\$1.0m. Con ello, el ROA y ROE Promedio mostrarían un mayor deterioro al actual, colocándose en niveles de -2.2% y -48.4% al 4T18 y mostrarían una mejora gradual hacia 2020 cerrando en -0.1% y -7.4%. HR Ratings considera que los indicadores de rentabilidad se colocarían en niveles deteriorados.

Con relación a la solvencia, no se contemplan inyecciones de capital durante los años proyectados. De esta forma, la fuerte generación de pérdidas netas llevaría a que el índice de capitalización presente una fuerte presión, posicionándose en niveles de 9.7% al 4T20 (vs. 23.5% bajo un escenario base). HR Ratings considera que la solvencia se posicionaría en niveles bajos.

El VaR a Capital Global de la Casa de Bolsa mostraría un fuerte incremento debido al debilitamiento en el capital, cerrando en niveles de 6.5% al 4T20. De la misma forma, la razón de liquidez mostraría cierta presión debido a una mayor proporción de pasivos circulantes que de activos circulantes, cerrando en 1.01x al 4T20.

ANEXOS – Escenario Base

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Escenario Base								
ACTIVOS	928.8	1,014.3	797.7	951.4	995.7	1,041.5	860.1	945.0
Disponibilidades	47.7	70.8	57.9	87.7	92.9	102.3	53.2	84.0
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	868.4	911.6	726.7	845.8	883.9	919.3	795.0	843.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	1.5	17.3	1.1	1.3	1.6	1.7	0.0	0.0
Cuentas por cobrar	0.0	3.2	0.0	3.5	3.9	4.3	0.1	5.0
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
<i>Otros</i>	0.0	0.0	0.0	3.5	3.9	4.3	0.0	0.0
Inmuebles, mobiliario y equipo	0.8	1.1	1.9	2.0	2.1	2.2	1.2	2.0
Impuestos diferidos (a favor)	4.9	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0
Otros activos ¹	5.6	5.4	5.4	6.1	6.4	6.7	5.6	6.0
PASIVOS	882.6	964.4	748.8	904.5	948.7	992.3	816.3	898.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	831.2	898.5	727.5	846.1	884.5	919.9	787.6	843.0
Otras cuentas por pagar	51.4	66.0	21.3	58.4	64.2	72.4	28.8	55.0
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	47.9	62.6	17.6	55.2	60.7	68.4	25.7	52.0
<i>Acreedores Diversos y Otras Cuentas por Pagar</i>	3.5	3.4	3.8	3.2	3.5	4.0	3.1	3.0
CAPITAL CONTABLE	46.2	49.9	48.9	46.9	47.0	49.2	43.7	47.0
Capital contribuido	60.0	66.0	69.6	70.0	70.0	70.0	66.0	70.0
Capital ganado	-13.8	-16.1	-20.7	-23.1	-23.0	-20.8	-22.3	-23.0

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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base.

1.- Otros Activos: Cargos Diferidos + Pagos Anticipados e Intangibles + Otros Activos a Corto y Largo Plazo.

CUENTAS DE ORDEN	4,192.3	5,860.7	9,095.4	6,112.1	6,511.8	7,032.8	3,410.3	5,766.0
Cientes cuentas corrientes	-0.2	0.4	2.2	1.5	1.6	1.7	-1.3	-1.0
Valores de clientes	1,473.7	1,836.8	2,395.6	2,139.2	2,279.1	2,461.5	1,558.4	1,961.0
<i>Valores en custodia</i>	1,473.7	1,836.8	2,395.6	2,139.2	2,279.1	2,461.5	1,558.4	1,961.0
Operaciones por cuenta de clientes	2,366.2	3,279.4	4,949.2	3,256.6	3,468.2	3,745.7	1,760.1	3,100.0
Cuentas de registro propias	352.5	744.1	1,748.4	714.8	762.9	823.9	93.0	706.0

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

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Escenario Base								
Comisiones y tarifas cobradas	2.4	3.4	9.9	12.6	15.8	19.0	3.0	2.0
Comisiones y cuotas pagadas	-4.8	-6.2	-9.3	-14.6	-17.8	-21.1	-3.8	-4.0
Resultado por servicios	-2.5	-2.8	0.6	-2.0	-2.1	-2.1	-0.8	-2.0
Utilidad por compraventa	51.0	53.6	50.5	53.3	56.1	59.5	25.7	29.0
Ingresos por intereses	32.4	45.5	80.9	100.2	110.0	112.6	35.0	49.0
Gastos por intereses	-27.9	-39.5	-72.5	-87.5	-95.2	-97.3	-30.8	-44.0
Resultado por valuación a valor razonable	4.9	4.7	1.3	1.0	1.5	2.1	-3.0	0.0
Margen financiero por intermediación	60.4	64.3	60.3	67.0	72.5	76.9	26.9	34.0
Otros Ingresos de la Operación	2.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	-0.1	0.0
Ingresos netos de la operación	60.2	61.7	61.4	65.5	70.9	75.3	26.1	32.0
Gastos de administración	-62.6	-64.0	-66.2	-68.6	-70.8	-73.1	-32.4	-35.0
Resultado de la operación	-2.4	-2.3	-4.7	-3.1	0.1	2.2	-6.3	-3.0
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	-2.4	-2.3	-4.7	-3.1	0.1	2.2	-6.3	-3.0

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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base.

Métricas Financieras	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Margen Operativo	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-1.8%	0.1%	1.1%	-5.7%	-0.9%
Margen Neto	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-1.8%	0.1%	1.1%	-5.7%	-0.9%
Índice de Eficiencia a Ingresos	69.0%	59.7%	46.4%	41.0%	38.6%	37.9%	54.7%	42.5%
Índice de Eficiencia a Activos	6.9%	6.7%	6.9%	7.1%	6.9%	6.9%	6.6%	7.7%
ROA Promedio	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.2%	-0.7%	-0.2%
ROE Promedio	-4.7%	-4.9%	-10.0%	-6.5%	0.2%	4.8%	-14.2%	-3.0%
Índice de Capitalización	21.7%	25.3%	31.7%	23.3%	23.0%	23.5%	24.3%	27.9%
VaR a Capital Global	2.0%	5.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%	3.5%	3.3%
Razón de Liquidez	1.04	1.04	1.05	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04

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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base.



Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Escenario Base								
Resultado Neto	-2.4	-2.3	-4.7	-3.1	0.1	2.2	-6.3	-3.0
Resultado por valuación a valor razonable	-4.9	-4.7	-1.3	-1.0	-1.5	-2.1	-3.0	0.0
Depreciación y amortización	1.0	0.4	0.7	0.6	0.8	0.9	0.1	0.1
Partidas que no Requieren Impacto de Efectivo	-12.5	-3.7	-0.0	-0.5	-0.7	-1.2	-2.9	0.1
Efectivo Generado por Resultados	-14.9	-6.0	-4.7	-3.5	-0.6	1.0	-9.2	-2.9
Disminución (aumento) en Inversiones en Valores	-79.8	-38.5	186.2	-119.2	-38.1	-35.4	119.6	-116.3
Disminución (aumento) en Reportos Netos	87.8	51.4	-154.7	119.4	39.6	37.4	-93.6	116.6
Disminución (aumento) en Cuentas por Cobrar	0.0	0.0	0.0	-3.5	-0.4	-0.5	3.1	-5.0
Disminución (aumento) en Otros Activos Operativos*	-0.2	-3.0	1.8	-0.9	-0.3	-0.2	-0.2	-0.8
Disminución (aumento) en Otros Pasivos Operativos	2.9	13.8	-44.4	37.0	5.9	8.2	-37.2	33.7
Flujo Generado por la Operación	10.7	23.7	-11.0	32.9	6.7	9.5	-8.3	28.2
Flujo Neto Generado por Actividades de Operación	-4.2	17.7	-15.8	29.4	6.1	10.5	-17.4	25.2
Cambios en el Capital Contable	0.0	6.0	3.6	1.1	0.0	0.0	0.1	1.1
Flujo Generado por Actividades de Financiamiento	0.0	6.0	3.6	1.1	0.0	0.0	0.1	1.1
Adquisición o Venta de Inmuebles, Mobiliario y Equipo	0.0	-0.5	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0	-0.3	-0.2
Flujo Generado por Actividades de Inversión	17.0	-0.5	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0	-0.3	-0.2
Cambio en Efectivo	12.8	23.2	-13.0	29.8	5.2	9.5	-17.6	26.1
Disponibilidades al Principio del Período	34.8	47.7	70.8	57.9	87.7	92.9	70.8	57.9
Disponibilidades al Final del Período	47.7	70.8	57.9	87.7	92.9	102.3	53.2	84.0

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

*Cambio en Otros Activos Operativos y Ajuste por Presentación de los Estados Financieros Dictaminados vs. CNBV.

**Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario base.

ANEXOS – Escenario Estrés

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Escenario Estrés								
ACTIVOS	928.8	1,014.3	797.7	907.5	935.2	970.5	860.1	945.0
Disponibilidades	47.7	70.8	57.9	68.7	62.7	64.8	53.2	84.0
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	868.4	911.6	726.7	821.1	854.0	886.4	795.0	843.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	1.5	17.3	1.1	1.1	1.2	1.3	0.0	0.0
Cuentas por cobrar	0.0	3.2	0.0	3.8	4.2	4.5	0.1	5.0
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
<i>Otros</i>	0.0	0.0	0.0	3.8	4.2	4.5	0.0	0.0
Inmuebles, mobiliario y equipo	0.8	1.1	1.9	1.9	2.0	2.1	1.2	2.0
Impuestos diferidos (a favor)	4.9	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0	4.9	5.0
Otros activos ¹	5.6	5.4	5.4	5.8	6.1	6.3	5.6	6.0
PASIVOS	882.6	964.4	748.8	877.9	915.2	951.5	816.3	898.0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	831.2	898.5	727.5	821.3	854.3	886.8	787.6	843.0
Otras cuentas por pagar	51.4	66.0	21.3	56.7	60.9	64.8	28.8	55.0
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	47.9	62.6	17.6	53.6	57.6	61.1	25.7	52.0
<i>Acreedores Diversos y Otras Cuentas por Pagar</i>	3.5	3.4	3.8	3.1	3.4	3.7	3.1	3.0
CAPITAL CONTABLE	46.2	49.9	48.9	29.6	20.0	19.0	43.7	47.0
Capital contribuido	60.0	66.0	69.6	70.0	70.0	70.0	66.0	70.0
Capital ganado	-13.8	-16.1	-20.7	-40.4	-50.0	-51.0	-22.3	-23.0

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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario de estrés.

1.- Otros Activos: Cargos Diferidos + Pagos Anticipados e Intangibles + Otros Activos a Corto y Largo Plazo.

CUENTAS DE ORDEN	4,192.3	5,860.7	9,095.4	4,766.0	4,904.2	5,100.4	3,410.3	5,766.0
Clientes cuentas corrientes	-0.2	0.4	2.2	1.2	1.2	1.2	-1.3	-1.0
Valores de clientes	1,473.7	1,836.8	2,395.6	1,668.1	1,716.5	1,785.1	1,558.4	1,961.0
<i>Valores en custodia</i>	1,473.7	1,836.8	2,395.6	1,668.1	1,716.5	1,785.1	1,558.4	1,961.0
Operaciones por cuenta de clientes	2,366.2	3,279.4	4,949.2	2,637.9	2,717.1	2,823.0	1,760.1	3,100.0
Cuentas de registro propias	352.5	744.1	1,748.4	458.8	469.5	491.0	93.0	706.0

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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario de estrés.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Escenario Estrés								
Comisiones y tarifas cobradas	2.4	3.4	9.9	8.6	9.2	10.2	3.0	2.0
Comisiones y cuotas pagadas	-4.8	-6.2	-9.3	-11.0	-11.5	-12.2	-3.8	-4.0
Resultado por servicios	-2.5	-2.8	0.6	-2.5	-2.3	-2.0	-0.8	-2.0
Utilidad por compraventa	51.0	53.6	50.5	43.0	51.7	54.3	25.7	29.0
Ingresos por intereses	32.4	45.5	80.9	80.0	97.0	108.0	35.0	49.0
Gastos por intereses	-27.9	-39.5	-72.5	-80.0	-93.6	-95.2	-30.8	-44.0
Resultado por valuación a valor razonable	4.9	4.7	1.3	0.8	0.9	1.0	-3.0	0.0
Margen financiero por intermediación	60.4	64.3	60.3	43.8	56.1	68.0	26.9	34.0
Otros Ingresos de la Operación	2.2	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
Ingresos netos de la operación	60.2	61.7	61.4	41.4	53.8	66.0	26.1	32.0
Gastos de administración	-62.6	-64.0	-66.2	-61.8	-63.4	-67.0	-32.4	-35.0
Resultado antes de ISR y PTU	-2.4	-2.3	-4.7	-20.4	-9.6	-1.0	-6.3	-3.0
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	-2.4	-2.3	-4.7	-20.4	-9.6	-1.0	-6.3	-3.0

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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario de estrés.

Métricas Financieras	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Margen Operativo	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-15.4%	-6.0%	-0.6%	-5.7%	-0.9%
Margen Neto	-2.6%	-2.1%	-3.3%	-15.4%	-6.0%	-0.6%	-5.7%	-0.9%
Índice de Eficiencia a Ingresos	69.0%	59.7%	46.4%	46.7%	39.9%	38.6%	54.7%	42.5%
Índice de Eficiencia a Activos	6.9%	6.7%	6.9%	6.5%	6.4%	6.7%	6.6%	7.7%
ROA Promedio	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-2.2%	-1.0%	-0.1%	-0.7%	-0.2%
ROE Promedio	-4.7%	-4.9%	-10.0%	-48.4%	-34.8%	-7.4%	-14.2%	-3.0%
Índice de Capitalización	21.7%	25.3%	31.7%	15.4%	10.4%	9.7%	24.3%	27.9%
VaR a Capital Global	2.0%	5.0%	2.7%	4.3%	6.3%	6.5%	3.5%	3.3%
Razón de Liquidez	1.04	1.04	1.05	1.02	1.01	1.01	1.04	1.04

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

*Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario de estrés.

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2015	2016	2017	2018P*	2019P	2020P	2T17	2T18
Escenario Estrés								
Resultado Neto	-2.4	-2.3	-4.7	-20.4	-9.6	-1.0	-6.3	-3.0
Resultado por valuación a valor razonable	-4.9	-4.7	-1.3	-0.8	-0.9	-1.0	-3.0	0.0
Depreciación y amortización	1.0	0.4	0.7	0.6	0.7	0.8	0.1	0.1
Partidas que no Requieren Impacto de Efectivo	-12.5	-3.7	-0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-2.9	0.1
Efectivo Generado por Resultados	-14.9	-6.0	-4.7	-20.6	-9.8	-1.2	-9.2	-2.9
Disminución (aumento) en Inversiones en Valores	-79.8	-38.5	186.2	-94.5	-32.8	-32.5	119.6	-116.3
Disminución (aumento) en Reportos Netos	87.8	51.4	-154.7	94.6	33.8	33.4	-93.6	116.6
Disminución (aumento) en Cuentas por Cobrar	0.0	0.0	0.0	-3.8	-0.4	-0.3	3.1	-5.0
Disminución (aumento) en Otros Activos Operativos*	-0.2	-3.0	1.8	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.8
Disminución (aumento) en Otros Pasivos Operativos	2.9	13.8	-44.4	35.3	4.3	3.8	-37.2	33.7
Flujo Generado por la Operación	10.7	23.7	-11.0	31.1	4.5	4.2	-8.3	28.2
Flujo Neto Generado por Actividades de Operación	-4.2	17.7	-15.8	10.5	-5.3	3.1	-17.4	25.2
Cambios en el Capital Contable	0.0	6.0	3.6	1.1	0.0	0.0	0.1	1.1
Flujo Generado por Actividades de Financiamiento	0.0	6.0	3.6	1.1	0.0	0.0	0.1	1.1
Adquisición o Venta de Inmuebles, Mobiliario y Equipo	0.0	-0.5	-0.8	-0.7	-0.7	-1.0	-0.3	-0.2
Flujo Generado por Actividades de Inversión	17.0	-0.5	-0.8	-0.7	-0.7	-1.0	-0.3	-0.2
Cambio en Efectivo	12.8	23.2	-13.0	10.9	-6.0	2.1	-17.6	26.1
Disponibilidades al Principio del Período	34.8	47.7	70.8	57.9	68.7	62.7	70.8	57.9
Disponibilidades al Final del Período	47.7	70.8	57.9	68.7	62.7	64.8	53.2	84.0

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

*Cambio en Otros Activos Operativos y Ajuste por Presentación de los Estados Financieros Dictaminados vs. CNBV.

**Proyecciones realizadas a partir del 3T18 bajo un escenario de estrés.



Glosario de Casa de Bolsa

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

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

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.

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

Margen neto. Resultado Neto 12m / Ingreso Bruto 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 Adjunta de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
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

Instituciones Financieras / ABS

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

Deuda Corporativa / ABS

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 Riesgo

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 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	7 de septiembre de 2017
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T10 – 2T18
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 calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

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