



La nueva alternativa en calificación de valores.

## Contactos

**Fernando Montes de Oca**  
 Director de Instituciones Financieras y Soc. Inv  
 E-mail: fernando.montesdeoca@hrratings.com

**Gabriela Simón**  
 Analista  
 E-mail: gabriela.simon@hrratings.com

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

**HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings de México), ratificó la calificación crediticia de largo plazo de "HR BBB" y de corto plazo de "HR3" a Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o la Casa de Bolsa). El análisis realizado por HR Ratings de México incluye la evaluación de factores cualitativos y cuantitativos, así como la proyección de estados financieros bajo un escenario económico base y uno de estrés. La perspectiva de la calificación es Estable.**

La calificación otorgada no constituye una recomendación de inversión y puede estar sujeta a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las Metodologías de HR Ratings de México, S.A. de C.V., en términos del artículo 7, fracción III, de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores.

Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés fueron:

## Calificaciones

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

Perspectiva **Estable**

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings de México, S.A. de C.V., para Masari Casa de Bolsa, S.A. es "HR BBB". El emisor o emisión con esta calificación ofrece moderada seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene moderado riesgo crediticio, con debilidad en la capacidad de pago ante cambios económicos adversos.

La calificación de corto plazo que determina HR Ratings de México, S.A. de C.V., para Masari Casa de Bolsa es "HR3". El emisor o emisión con esta calificación ofrece moderada capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantienen mayor riesgo crediticio comparado con instrumentos de mayor calificación crediticia.

Supuestos y Resultados: Masari Casa de Bolsa	2009		2010		Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2009	2010	2011P*	2012P	2013P	2011P*	2012P	2013P		
<b>ACTIVOS</b>	451.6	602.9	862.8	902.7	917.4	862.8	895.1	895.7		
Disponibilidades	29.3	22.6	44.0	32.4	32.5	44.0	26.6	15.7		
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	355.1	395.9	554.3	582.0	593.6	554.3	582.0	593.6		
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	4.0	160.0	240.0	264.0	266.6	240.0	264.0	266.6		
<b>PASIVOS</b>	364.4	526.5	787.2	826.6	837.5	787.2	826.6	837.5		
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	337.7	363.0	605.3	644.7	655.6	605.3	644.7	655.6		
Colaterales vendidos o dados en garantía por reportos	22.3	158.1	169.7	169.7	169.7	169.7	169.7	169.7		
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	87.2	76.3	75.6	76.0	79.9	75.6	68.5	58.1		
<b>CUENTAS DE TERCEROS</b>	543.3	1,407.7	3,462.9	3,705.3	3,964.7	3,462.9	3,636.0	3,817.8		
Utilidad por compraventa	42.1	51.5	56.6	65.1	75.0	56.6	62.6	69.0		
Pérdida por compraventa	-0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3		
Ingresos por intereses	31.8	31.1	34.1	37.9	41.9	34.1	37.7	41.3		
Gastos por intereses	-27.9	-28.5	-31.1	-35.4	-39.4	-31.1	-34.8	-38.3		
Gastos de administración	-54.7	-55.4	-60.9	-65.7	-71.0	-60.9	-67.1	-73.9		
<b>RESULTADO NETO</b>	-7.4	-10.8	-0.7	0.4	3.9	-0.7	-7.1	-10.3		
ROA	-1.4%	-1.5%	-0.1%	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.8%	-1.2%		
ROE	-8.2%	-13.3%	-1.0%	0.5%	5.1%	-1.0%	-10.3%	-17.4%		
Índice de Consumo a Capital	10.2%	12.5%	20.3%	21.4%	20.7%	20.3%	23.5%	27.7%		
Índice de Capitalización	78.3%	64.1%	39.4%	37.4%	38.7%	39.4%	34.0%	28.8%		
Liquidéz	2.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0		

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
 \* Proyecciones realizadas a partir del 3T11

## Los factores positivos que influyeron en la calificación fueron:

- Base sólida de clientes en las diferentes líneas de negocio (mercado de divisas y capitales).
- Posición conservadora en la administración de riesgos.
- Experiencia de alrededor de 25 años en el mercado de divisas.
- Fortalecimiento de herramientas tecnológicas con sistemas específicos para sus operaciones.
- Índice de consumo de capital en niveles sanos de 22.4% al 3T11, comparado con 12.1% del 3T10.
- Menor consumo de capital durante los últimos 12 meses, pasando de P\$80.8m al 3T10 a P\$75.0m al 3T11.

## Los factores negativos que afectaron la calificación de la Empresa:

- Niveles de rentabilidad presionados con ROA y ROE de -0.8% y -7.8% al 3T11, respectivamente.
- Gastos de administración elevados afectando la eficiencia operativa (índice de eficiencia a ingresos e índice de eficiencia a activos en 68.2% y 8.9% al 3T11, respectivamente).
- Exposición a riesgo de mercado por posición abierta en mercado de divisas y mercado de dinero.
- Industria reflejando ciertas debilidades, dificultando el incremento de los ingresos operativos.
- Alta competencia en el nicho de negocio en el que se especializan.

## Introducción

El presente reporte de seguimiento de calificación se enfoca en el análisis y evaluación de los eventos relevantes sucedidos durante los últimos 12 meses que afecten o modifiquen la calidad crediticia de Masari Casa de Bolsa, S.A. Para mayor información sobre las calificaciones asignadas a Masari Casa de Bolsa, se puede revisar el reporte de seguimiento de calificación crediticia publicado por HR Ratings de México el 9 de diciembre de 2010. El reporte puede ser encontrado en la página web: <http://www.hrratings.com>.

## Evolución de la Casa de Bolsa

### Eventos Relevantes

#### *Líneas de Negocio*

Masari Casa de Bolsa inició operaciones enfocándose en el mercado de divisas y mercado de dinero, como consecuencia de su experiencia previa en Masari Casa de Cambio. No obstante, durante 2010 la Casa de Bolsa inició operaciones en el mercado de capitales, buscando incrementar su línea de productos a los clientes.

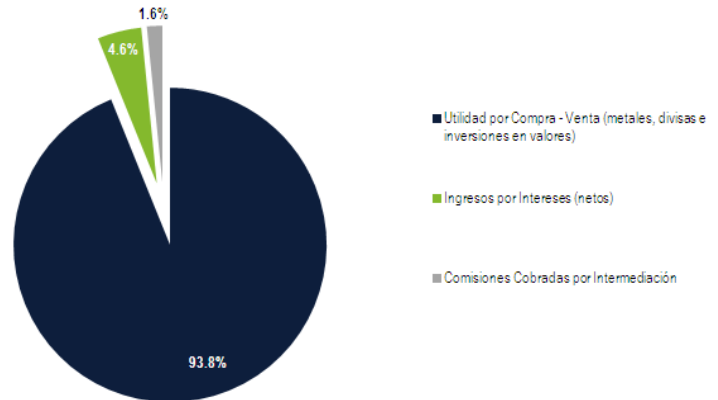
Actualmente, todas las operaciones de Masari Casa de Bolsa se encuentran centralizadas en las oficinas del Distrito Federal, habiendo cerrado durante los últimos meses sus oficinas en Cancún y Playa del Carmen. Dicha estrategia fue con la finalidad de reducción de costos y tomando en consideración el enfoque de la Casa de Bolsa hacia sus clientes actuales y la baja operatividad de las sucursales.

El mercado de divisas continúa siendo el negocio principal de la Casa de Bolsa, contando con una sólida base de clientes. Durante los últimos 12 el equipo de promoción ha logrado incorporar alrededor de 90 cuentas de PyMEs grandes y corporativos chicos, adicionales a las cuentas que se mantiene de años anteriores de personas físicas y morales (alrededor de 600 cuentas).

En cuanto al mercado de capitales, Masari Casa de Bolsa ha logrado consolidar un portafolio de clientes (alrededor de 100) con diversificación de papeles. El servicio se ofrece vía la plataforma tecnológica de ruteo de órdenes subcontratadas con otras instituciones. En esta línea de negocio es importante mencionar que actualmente la Casa de Bolsa se encuentra en trámites para ser miembro integral de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). De esta manera la Casa de Bolsa pretende iniciar la ejecución de operaciones con acceso directo al mercado.

En la siguiente imagen se observa la distribución de ingresos por tipo de operación a septiembre de 2011.

## Integración de los ingresos por tipo de producto a septiembre de 2011



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa.

### Herramientas Tecnológicas

Para poder realizar la ejecución de operaciones con acceso directo a la BMV, Masari Casa de Bolsa ha implementado los sistemas necesarios, el sistema transaccional para capitales y el sistema operativo de Revisión Integral de la Norma Operativa (RINO 2). RINO es un sistema operativo que estandariza las reglas del mercado de capitales con las prácticas internacionales; incluye temas de administración de órdenes, segmentación de clientes y accesos.

Asimismo, se han implementado sistemas para atención a clientes como Masari Net y el Portal. Dichos servicios permiten que el cliente pueda consultar toda su información en un solo lugar. Masari Net permite la consulta al momento de estados de cuenta, comprobantes fiscales digitales, resumen de movimientos y confirmación de operaciones. El Portal permite que el cliente consulte sus operaciones de mercado de capitales, dinero y divisas. Como segunda etapa del proyecto, Masari Casa de Bolsa se encuentra en proceso de implementar la transaccionalidad en línea para el mercado de capitales, lo que ofrecería un servicio de valor agregado para sus clientes.

### Sistema de Remuneraciones

Por otro lado, como consecuencia de las nuevas disposiciones de carácter general aplicables a las Casas de Bolsa emitidas por la CNBV, Masari Casa de Bolsa creó el Sistema de Remuneraciones. Dicho sistema tiene como objetivo integrar las políticas y procedimientos que se deben aplicar para la determinación y pago de remuneraciones ordinarias

y extraordinarias. El Sistema se aplica a las diferentes áreas de negocios, de administración y de control.

### Plan de Negocios

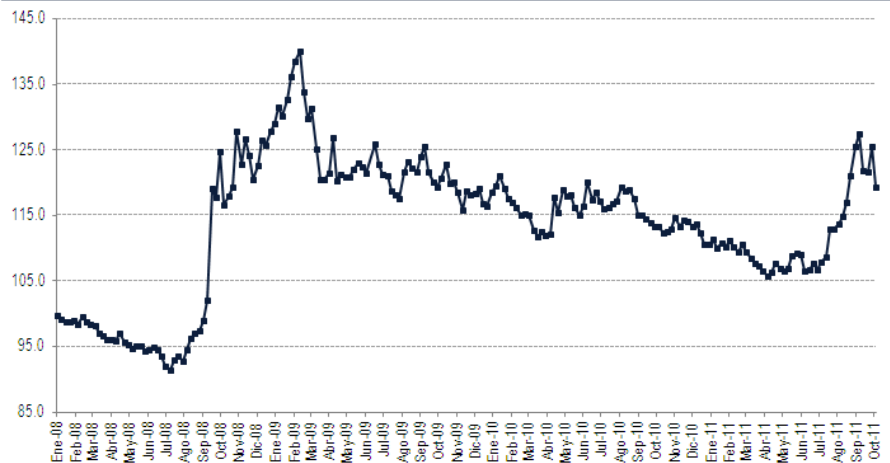
Para los siguientes periodos Masari Casa de Bolsa planea seguir con las líneas de negocio actuales (mercado de divisas, mercado de dinero y mercado de capitales). Para el mercado de divisas y mercado de dinero la Casa de Bolsa planea continuar con su estrategia de negocio, con una base solida de clientes y atención específica al perfil de cada uno.

Para mercado de capitales como se menciona previamente se planea iniciar a operar con acceso directo a la BMV, enfocándose en la atención al cliente sin tomar riesgos. Actualmente, la Casa de Bolsa no cuenta con notas estructuradas, sin embargo, para los siguientes periodos se espera que Masari Casa de Bolsa empiece a distribuir las. Con esto se busca un incremento en la base de clientes y poder continuar con la diversificación de papeles.

### Riesgo de la Industria

Como se menciona previamente el negocio principal de Masari Casa de Bolsa en el mercado de divisas. De esta manera la situación del tipo de cambio es de suma importancia para la Casa de Bolsa. La posición del peso frente al dólar se vio deteriorada durante los últimos periodos. Dicha situación es como consecuencia de la problemática que sigue latente en Estados Unidos y la Zona Euro. Los problemas de deuda gubernamental en diversos países han generado gran volatilidad en los mercados. En la siguiente imagen se observa la volatilidad en el tipo de cambio.

Desempeño del Dólar vs. Peso



Fuente: HR Ratings de México con información del Federal Reserve System.

## Análisis de Riesgos Cuantitativos

El análisis cuantitativo de HR Ratings de México se basa en métricas financieras de Masari Casa de Bolsa, tomando en cuenta estados financieros históricos. Asimismo, toma en cuenta la expectativa de desempeño bajo un escenario económico base y un escenario de estrés. Los supuestos y resultados obtenidos se muestran a continuación.

Supuestos y Resultados: Masari Casa de Bolsa			Escenario Base			Escenario de Estrés		
	2009	2010	2011P*	2012P	2013P	2011P*	2012P	2013P
<b>ACTIVOS</b>	451.6	602.9	862.8	902.7	917.4	862.8	895.1	895.7
Disponibilidades	29.3	22.6	44.0	32.4	32.5	44.0	26.6	15.7
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	355.1	395.9	554.3	582.0	593.6	554.3	582.0	593.6
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	40.0	160.0	240.0	264.0	266.6	240.0	264.0	266.6
<b>PASIVOS</b>	364.4	526.5	787.2	826.6	837.5	787.2	826.6	837.5
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	337.7	363.0	605.3	644.7	655.6	605.3	644.7	655.6
Colaterales vendidos o dados en garantía por reportos	22.3	158.1	169.7	169.7	169.7	169.7	169.7	169.7
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	87.2	76.3	75.6	76.0	79.9	75.6	68.5	58.1
<b>CUENTAS DE TERCEROS</b>	543.3	1,407.7	3,462.9	3,705.3	3,964.7	3,462.9	3,636.0	3,817.8
Utilidad por compraventa	42.1	51.5	56.6	65.1	75.0	56.6	62.6	69.0
Pérdida por compraventa	-0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
Ingresos por intereses	31.8	31.1	34.1	37.9	41.9	34.1	37.7	41.3
Gastos por intereses	-27.9	-28.5	-31.1	-35.4	-39.4	-31.1	-34.8	-38.3
Gastos de administración	-54.7	-55.4	-60.9	-65.7	-71.0	-60.9	-67.1	-73.9
<b>RESULTADO NETO</b>	-7.4	-10.8	-0.7	0.4	3.9	-0.7	-7.1	-10.3
ROA	-1.4%	-1.5%	-0.1%	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.8%	-1.2%
ROE	-8.2%	-13.3%	-1.0%	0.5%	5.1%	-1.0%	-10.3%	-17.4%
Índice de Consumo a Capital	10.2%	12.5%	20.3%	21.4%	20.7%	20.3%	23.5%	27.7%
Índice de Capitalización	78.3%	64.1%	39.4%	37.4%	38.7%	39.4%	34.0%	28.8%
Liquidez	2.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

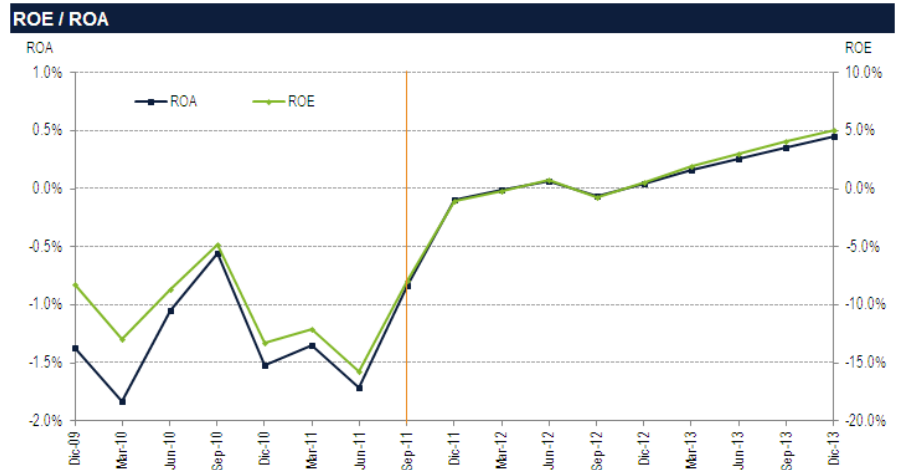
\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11

El análisis para cada uno de los escenarios se describe a continuación, haciendo énfasis en la capacidad de pago de la Casa de Bolsa bajo condiciones económicas adversas.

## Escenario Base

**El escenario base planteado por HR Ratings de México toma en consideración el plan de negocios de Masari Casa de Bolsa previamente descrito. Dicho plan considera que la Casa de Bolsa sigue operando en el mercado de divisas, mercado de dinero y mercado de capitales. De esta manera suponemos que Masari Casa de Bolsa logra incrementar los ingresos operativos. Asimismo, consideramos que para las operaciones de mercado de divisas y dinero se mantiene una base sólida de clientes y se incrementan las cuentas de corporativos. En cuanto el mercado de capitales se continúa con el incremento de clientes y la diversificación de papeles (a partir del 2012 se empiezan a distribuir notas estructuradas).**

La rentabilidad de la Casa de Bolsa se vio presionada durante el último trimestre de 2010 y los primeros trimestres de 2011. Sin embargo, durante el tercer trimestre de 2011 la rentabilidad se vio beneficiada por el incremento de operaciones que se dieron durante los meses de julio y agosto. Dicha situación generó que el retorno sobre activos (ROA) y el retorno sobre capital (ROE) alcancen niveles a septiembre de 2011 de -0.8% y -7.8%, respectivamente. En la siguiente imagen se observa el ROA y ROE de los últimos 12 meses y la expectativa de crecimiento bajo el escenario base.



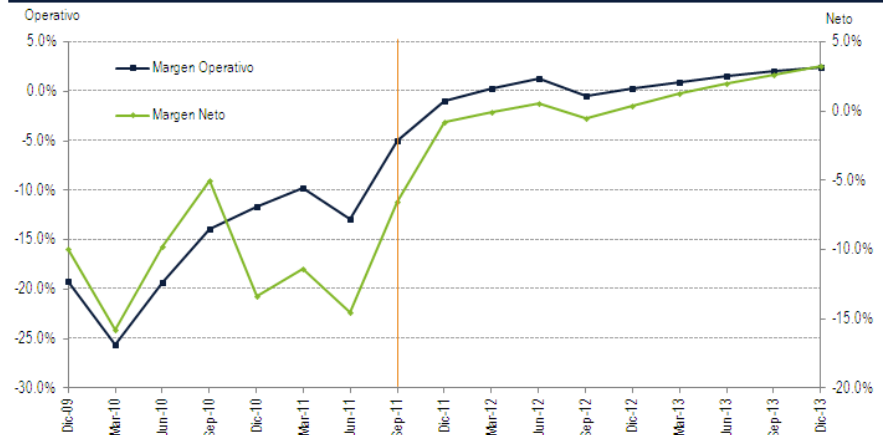
Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario base

Como se observa en la imagen anterior en el escenario base planteado por HR Ratings de México se espera que la rentabilidad de Masari Casa de Bolsa se vea beneficiada por el incremento de operaciones en sus tres líneas de negocio, incrementando la acumulación de utilidades a P\$0.4m y P\$3.9m al cierre de 2012 y 2013 (vs. -P\$10.8m al cierre de 2010). De

esta manera se esperan niveles de ROA y ROE para el 4T12 de 0.0% y 0.5% y para el cierre de 2013 de 0.5% y 5.1%, respectivamente.

Como consecuencia del crecimiento esperado de los ingresos operativos el margen operativo (resultado de la operación 12 meses / ingresos brutos 12 meses) y margen neto (resultado neto 12 meses / ingresos brutos 12 meses) mantienen un crecimiento a la alza. Para el cierre de 2012 se esperan niveles de margen operativo y margen neto de 0.2% y para el cierre de 2013 niveles de 2.2% y 2.9%, respectivamente, comparado con -11.7% y -13.3% del 4T10. En la siguiente imagen se observa la tendencia a la alza del margen operativo y margen neto bajo el escenario base.

**Margen Neto / Margen Operativo**



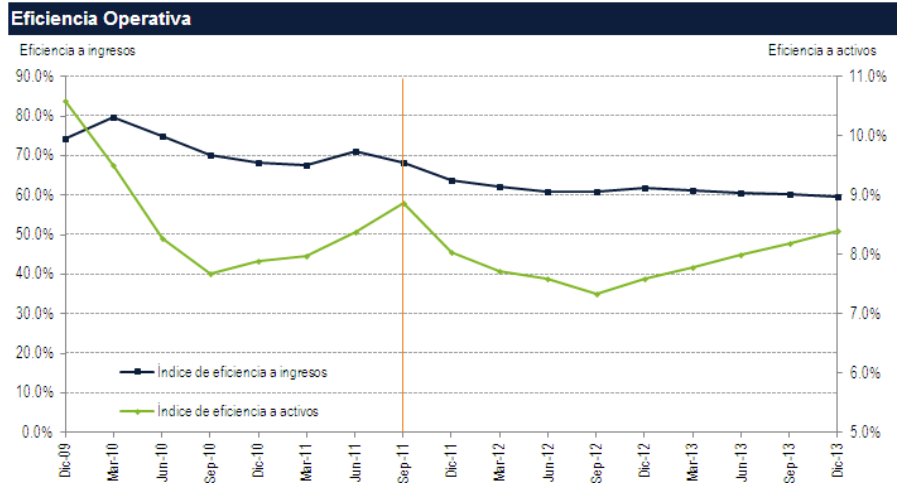
Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
 \* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario base

Durante los últimos 12 meses los gastos de administración se han mantenido en niveles elevados, mayores a los ingresos operativos de la Casa de Bolsa. Derivado de esto, el índice de eficiencia a ingresos (gastos de administración 12 meses / ingresos brutos de la operación 12 meses) se ha mantenido en niveles superiores a los estándares de la industria cerrando en 68.2% al 3T11 (vs. 70.2% al 3T10). Asimismo, el índice de eficiencia a activos (gastos de administración 12 meses / activos totales 12 meses) se mantiene deteriorado cerrando en 8.9% al 3T11, comparado con 7.7% del 3T10.

Bajo el escenario base planteado por HR Ratings de México se espera que los gastos de administración únicamente tengan un crecimiento orgánico relacionado a la operación de la Casa de Bolsa. Asimismo, se espera que los ingresos operativos y los activos totales tengan un crecimiento por mayor captación y operación de los clientes. Sin embargo, dicho crecimiento no es suficiente para mitigar el efecto de los gastos de administración por lo que el índice de eficiencia a ingresos e



índice de eficiencia a activos se mantiene deteriorados para los siguientes periodos. Para el cierre de 2012 se esperan niveles de 61.8% y 7.6% y para el cierre de 2013 de 59.7% y 8.4%, respectivamente.



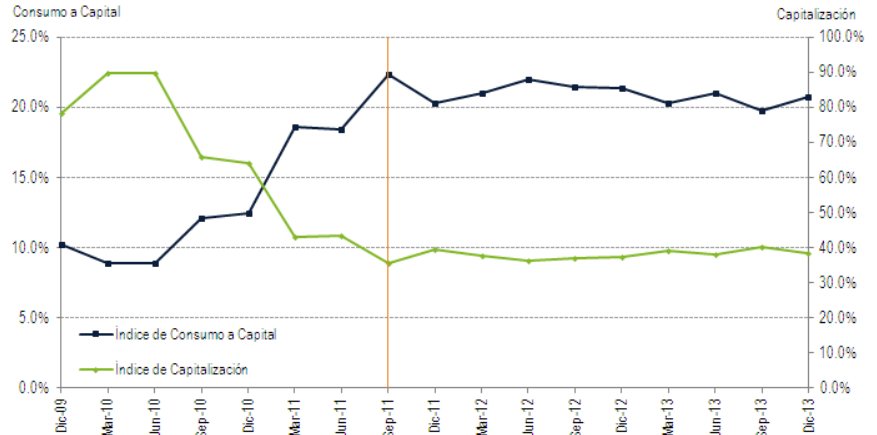
Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
 \* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario base

En cuanto a la solvencia, Masari Casa de Bolsa registro al 3T11 un índice de consumo de capital (requerimiento de capital / capital global) de 22.4% (vs. 12.1% del 3T10) y un índice de capitalización de 35.8% (vs. 35.8% al 3T10). Aunque los índices se vieron ligeramente presionados, el índice de consumo de capital con una tendencia a la alza y el índice de capitalización a la baja se siguen manteniendo en niveles aceptables siendo una fortaleza en el análisis de HR Ratings de México. Dichas tendencias se deben a que la Casa de Bolsa durante los últimos 12 meses ha aumentado sus operaciones y por lo tanto los requerimientos de capital y activos ponderados por riesgo se han incrementado. Sin embargo, esto no representa un riesgo para la Casa de Bolsa ya que tiene capital suficiente para hacer frente ante pérdidas no esperadas.

Bajo el escenario base se espera que Masari Casa de Bolsa mantenga el índice de consumo de capital e índice de capitalización en niveles aceptables similares a los actuales. Para el cierre de 2012 se esperan niveles de 21.4% y 37.4% y para el cierre de 2013 de 20.7% y 38.7%, respectivamente. Dicha situación es como consecuencia de que esperamos que las operaciones de la Casa de Bolsa continúen con un incremento. De esta manera como se menciono previamente se espera un incremento en la utilidad. Derivado de que la Casa de Bolsa tiene la política de no decretar dividendos se espera incremento de capital por la capitalización de las utilidades. En la siguiente imagen se observa el desempeño del índice de consumo de capital e índice de capitalización bajo el escenario conservador.



## Indice de Consumo a Capital / Indice de Capitalización

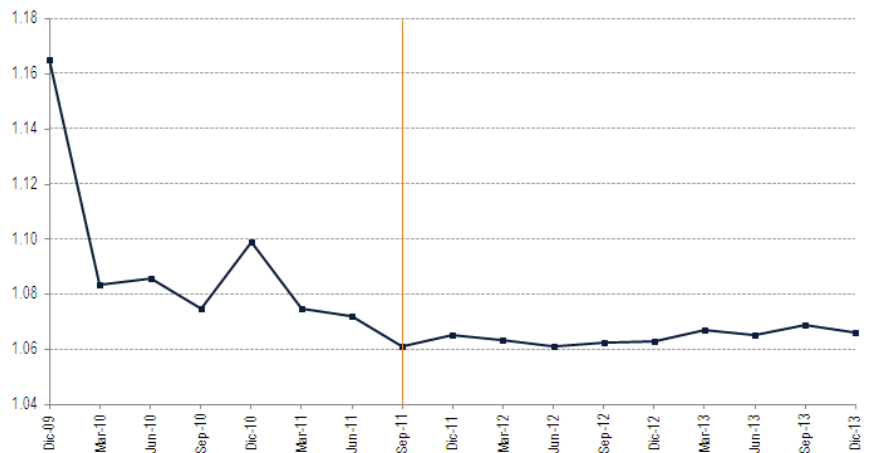


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario base

El nivel de apalancamiento de Masari Casa de Bolsa se mantiene en niveles sanos de 10.6x al 3T11, comparado con 9.0x del 3T10. Dichos niveles reflejan que la Casa de Bolsa conserva un bajo nivel de endeudamiento. Para los próximos periodos se espera que dicha tendencia se mantenga con niveles de 10.3x y 10.0x al 4T12 y 4T13.

En cuanto la liquidez de Masari Casa de Bolsa a septiembre de 2011 la razón de liquidez (activo circulante / pasivo circulante) se mantuvo en 1.1x nivel aceptable beneficiada por la generación de efectivo. Para los siguientes periodos se espera que la razón de liquidez se mantenga en niveles similares de 1.1x al cierre de 2012 y 2013.

## Razón de Liquidez

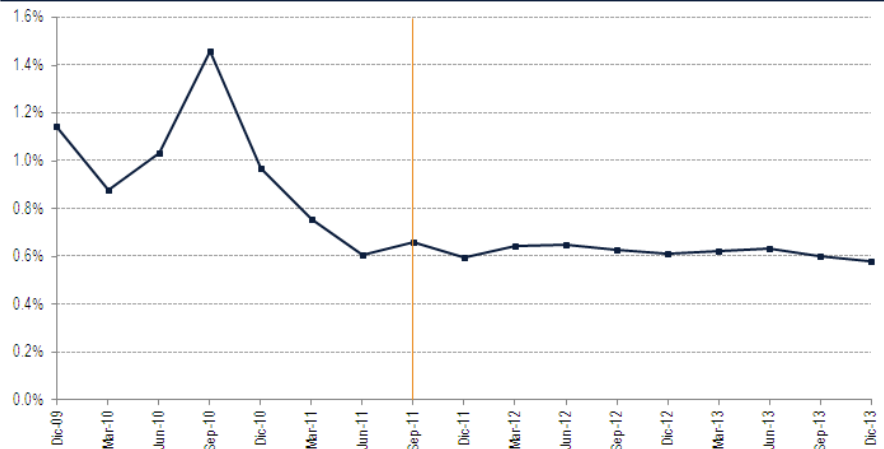


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario base

Es importante mencionar que Masari Casa de Bolsa tiene posición propia abierta en mercado de divisas y mercado de dinero, representando el 32.5% y el 46.1% del capital contable de la Casa de Bolsa a septiembre de 2011, respectivamente. La posición propia de mercado de divisas se encuentra en dólares, euros, dólares canadienses, libras, y francos. Por otro lado, la posición propia de mercado de dinero se encuentra invertida en gran parte por títulos bancarios.

La administración de riesgos de Masari Casa de Bolsa sigue sin representar una preocupación en el análisis de riesgos de HR Ratings de México. A partir de que se alcanzó un máximo de VaR a capital global en el 3T10 de 1.5% por la volatilidad de los mercados, se han registrado movimientos a la baja hasta cerrar en 0.7% al 3T11. Para los siguientes periodos se espera el VaR a capital global se mantenga en niveles similares de 0.6% para el cierre de 2012 y 2013, siendo una fortaleza en el análisis de riesgos de HR Ratings de México. En la siguiente imagen se observa el VaR a capital global bajo el escenario base.

**VAR a Capital Global**



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
 \* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario base

## Escenario de Estrés

El escenario de estrés planteado por HR Ratings de México en diciembre de 2010 planteaba ciertos supuestos y resultados que se debieron actualizar por las condiciones económicas y el plan de negocios de Masari Casa de Bolsa. La principal diferencia es el incremento de los ingresos operativos netos reportados por la Casa de Bolsa a los proyectados por HR Ratings de México, como consecuencia de mayor generación de ingresos por intereses y menor generación de gastos por intereses. Asimismo, se nota una ligera diferencia en las cuentas de terceros proyectados y los que Masari Casa de Bolsa reporta. La diferencia a la baja se debe a que la Casa de Bolsa tuvo menores operaciones por cuenta de clientes que las que se esperaban.

A continuación se presenta los principales supuestos y resultados del escenario de estrés anterior y del escenario actual, así como los resultados reales del ejercicio 2010.

Supuestos y Resultados: Masari Casa de Bolsa	Resultados	Escenario		Escenario
	Reales 2010	Calificación 2010 2010P*	2011P*	Actual 2011P**
<b>ACTIVOS</b>	602.9	785.4	786.7	862.8
Disponibilidades	22.6	57.9	42.8	44.0
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	395.9	497.1	472.3	554.3
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	160.0	200.0	240.0	240.0
<b>PASIVOS</b>	526.5	705.2	713.7	787.2
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	363.0	391.5	400.0	605.3
Colaterales vendidos o dados en garantía por reportos	158.1	304.9	304.9	169.7
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	76.3	80.2	73.1	75.6
<b>CUENTAS DE TERCEROS</b>	1,407.7	1,510.4	1,593.4	3,462.9
Utilidad por compraventa	51.5	49.0	51.5	56.6
Pérdida por compraventa	-0.2	0.0	0.0	-0.3
Ingresos por intereses	31.1	33.7	35.4	34.1
Gastos por intereses	-28.5	-30.2	-33.1	-31.1
Gastos de administración	-55.4	-55.4	-58.1	-60.9
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>-10.8</b>	<b>-6.9</b>	<b>-7.2</b>	<b>-0.7</b>
ROA	-1.5%	-0.9%	-9.4%	-0.1%
ROE	-13.3%	-8.4%	-716.6%	-1.0%
Índice de Consumo a Capital	12.5%	10.3%	11.8%	20.3%
Índice de Capitalización	64.1%	77.7%	68.0%	39.4%
Liquidez	1.1	1.1	1.1	1.1

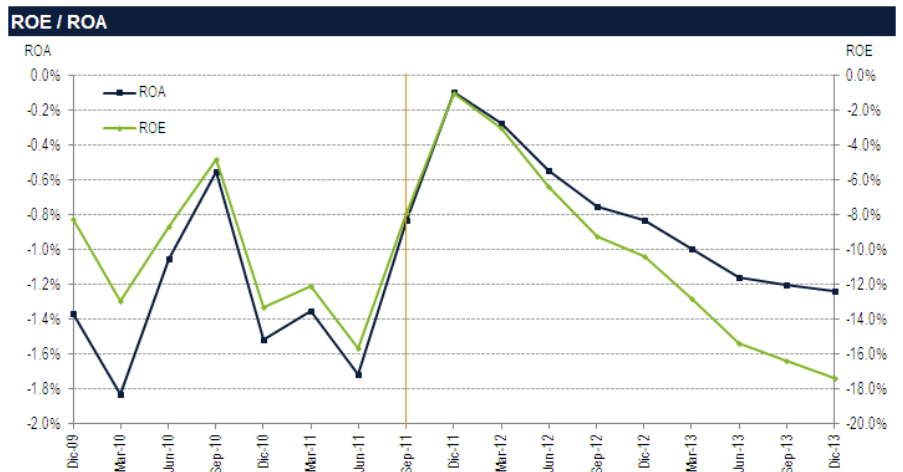
Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T10

\*\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11

**El escenario de estrés planteado por HR Ratings de México considera igual que el escenario base que Masari Casa de Bolsa incrementa sus ingresos operativos. Sin embargo, bajo este escenario el incremento es menor a partir del 2012, esto como consecuencia de que la captación de clientes se ve limitada por la competencia y por un deterioro en las condiciones de mercado. Dicha situación generaría principalmente menores ingresos por el negocio de capitales, ya que como se menciono previamente la base de clientes en mercado de divisas y mercado de dinero es sólida.**

Con base a los supuestos previamente mencionados, consideramos que a partir del 2012 la rentabilidad de la Masari Casa de Bolsa se ve presionada. Dicha situación se debe principalmente a menor operatividad por parte de los clientes y menor captación de nuevos clientes. Dicha situación generaría ROA y ROE para el cierre de 2012 de -0.8% y -10.3% (vs. 0.0% y 0.5% del escenario base) y para el cierre de 2013 niveles de -1.2% y -17.4% (vs. 0.5% y 5.1% del escenario base), respectivamente. En la siguiente imagen se observa el deterioro de la rentabilidad en el escenario de estrés.

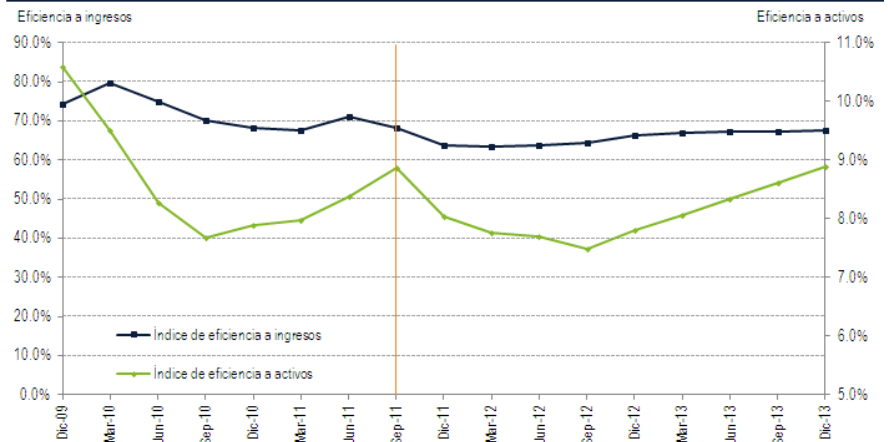


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
 \* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario de estrés

Derivado de menor operatividad de los clientes el resultado de la operación en el escenario de estrés es de -P\$5.5m y -P\$8.0m para el cierre de 2012 y 2013 (vs. P\$0.3m y P\$3.0m del escenario base). De esta manera el margen operativo y margen neto se ven afectados manteniendo una tendencia a la baja con niveles de -5.4% y -7.0% al cierre de 2012 y de -7.3% y -9.4% al cierre de 2013.

En cuanto a la eficiencia de Masari Casa de Bolsa, el escenario de estrés planteado por HR Ratings considera que los gastos de administración tienen un crecimiento similar al del escenario base (P\$67.1m y P\$73.9m al cierre de 2012 y 2013). Dicha situación es como consecuencia de que los gastos están relacionados únicamente a la operación de la Casa de Bolsa. De esta manera el índice de eficiencia activos suponemos que se mantiene en niveles similares a los del escenario base para los siguientes periodos. Sin embargo, al tener menores ingresos operativos el índice de eficiencia a ingresos alcanza niveles superiores a los del escenario base de 66.3% y 67.5% para el cierre de 2012 y 2013 (vs. 61.8% y 59.7% del escenario base). En la siguiente imagen se observa el desempeño de la eficiencia operativa de Masari Casa de Bolsa bajo el escenario de estrés.

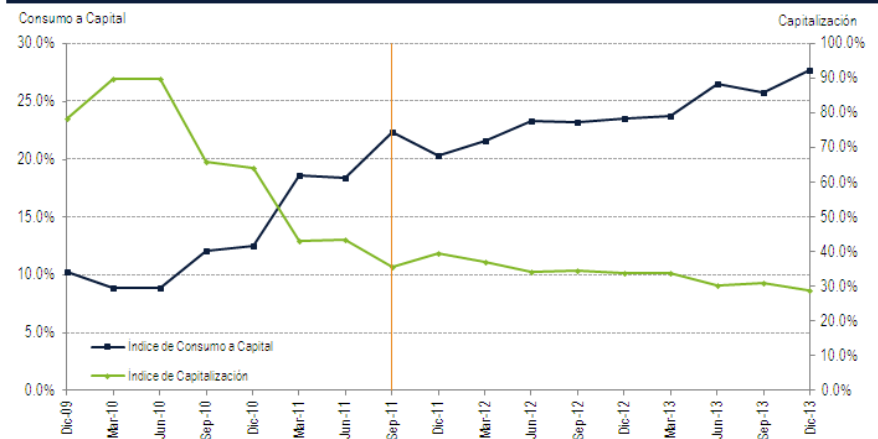
### Eficiencia Operativa



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario de estrés

El nivel de solvencia de Masari Casa de Bolsa se ve ligeramente deteriorado, sin embargo, no representa un riesgo en el análisis de HR Ratings de México. El índice de consumo de capital tiene un incremento hasta alcanzar niveles de 23.5% y 27.7% al cierre de 2012 y 2013 (vs. 21.4% y 20.7% del escenario base). Dicha incremento es como consecuencia de la disminución del capital global de la Casa de Bolsa cerrando en P\$52.7m al cierre de 2013, comparado con P\$72.3m del escenario base. De esta manera el índice de capitalización se disminuye a 34.0% y 28.8% al 4T12 y 4T13, respectivamente (vs. 37.4% y 38.7% del escenario base). En la siguiente imagen se observa el índice de consumo de capital e índice de capitalización bajo el escenario de estrés.

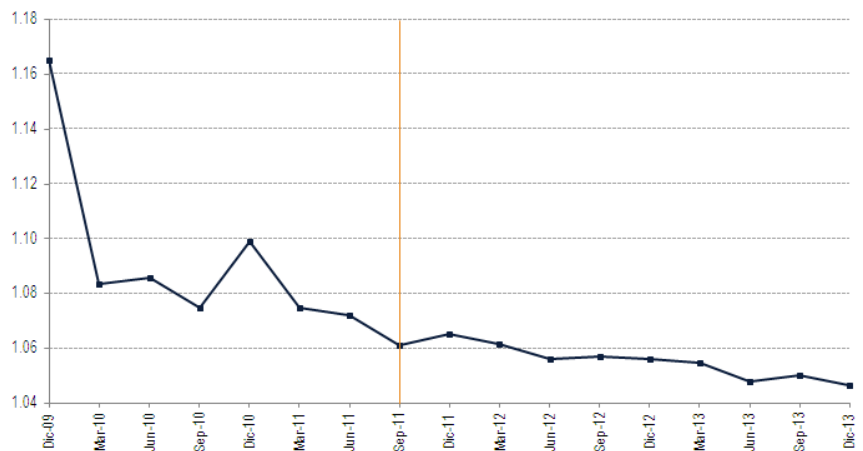
### Índice de Consumo a Capital / Índice de Capitalización



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario de estrés

La liquidez de Masari Casa de Bolsa sufre presiones bajo el escenario de estrés planteado por HR Ratings de México, con una razón de liquidez de 1.0x al cierre de 2013. Dicha situación es como consecuencia de menor generación de efectivo registrando disponibilidades por P\$26.6m y P\$15.7m al cierre de 2012 y 2013, comparado con P\$32.3m y P\$32.1m del escenario base. En la siguiente imagen se observa el deterioro de la razón de liquidez bajo el escenario de estrés.

Razón de Liquidez



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11 bajo un escenario de estrés

Por otro lado, la administración de riesgos de Masari Casa de Bolsa se mantiene sin representar una preocupación para HR Ratings de México debido a la política conservadora en la administración de riesgos. Sin embargo, derivado de la disminución de capital mencionado previamente, el VaR a capital global alcanza niveles superiores a los del escenario base de 0.7% y 0.8% para el 4T12 y 4T13.

## Conclusión

De acuerdo al análisis de riesgos realizado por HR Ratings de México, se ratificó la calificación crediticia de largo plazo en “HR BBB” y la calificación crediticia de corto plazo en “HR3” a Masari Casa de Bolsa, S.A. Dicha calificación incluye las fortalezas con las que la Casa de Bolsa cuenta, como la base sólida de clientes que tiene actualmente en las líneas de negocio que se especializa (mercado de divisas, mercado de dinero y mercado de capitales). Adicionalmente, cuenta con una experiencia de alrededor de 25 años en el mercado de divisas (ya que Masari Casa de Bolsa nace de Masari Casa de Cambio). Durante los últimos 12 meses la Casa de Bolsa ha fortalecido sus herramientas tecnológicas con sistemas específicos para sus operaciones. En cuanto al análisis cuantitativo la Casa de Bolsa mantiene un índice de consumo de capital en niveles sanos y cuenta con una posición conservadora en la administración de riesgos.

Es importante mencionar que Masari Casa de Bolsa cuenta con algunas debilidades como son los niveles de rentabilidad presionados y elevados gastos de administración en relación a los ingresos operativos que afectan la eficiencia operativa. La Casa de Bolsa cuenta con exposición a riesgo de mercado por posición abierta en mercado de divisas y mercado de dinero. Asimismo, se encuentra expuesta a una industria que refleja ciertas debilidades, con lo que se dificulta el incremento de operaciones para los siguientes periodos. Adicionalmente, en el nicho de negocio que se especializa se tiene alta competencia dificultando la captación de nuevos clientes.



## ANEXOS

### Masari Casa de Bolsa: Balance General (millones de pesos)

Escenario Base	2008	2009	2010	2011P*	2012P	2013P
<b>ACTIVOS</b>	<b>175.5</b>	<b>451.6</b>	<b>602.9</b>	<b>862.8</b>	<b>902.7</b>	<b>917.4</b>
Disponibilidades	22.7	29.3	22.6	44.0	32.4	32.5
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	58.2	355.1	395.9	554.3	582.0	593.6
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	80.0	40.0	160.0	240.0	264.0	266.6
Cuentas por cobrar	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Inmuebles mobiliario y equipo	11.7	10.8	9.9	9.7	9.3	8.8
Inversiones permanentes en acciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Impuestos diferidos (a favor)	0.5	8.1	6.7	6.9	7.0	7.8
Otros activos	1.7	8.1	7.5	7.7	7.7	7.7
<b>PASIVOS</b>	<b>81.2</b>	<b>364.4</b>	<b>526.5</b>	<b>787.2</b>	<b>826.6</b>	<b>837.5</b>
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	76.0	337.7	363.0	605.3	644.7	655.6
Colaterales vendidos o dados en garantía por reportos	0.0	22.3	158.1	169.7	169.7	169.7
Otras cuentas por pagar	5.2	4.4	5.5	12.2	12.2	12.2
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	0.4	0.1	0.2	12.2	12.2	12.2
Obligaciones subordinadas en circulación	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Impuestos diferidos (a cargo)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Créditos diferidos y cobros anticipados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>94.3</b>	<b>87.2</b>	<b>76.3</b>	<b>75.6</b>	<b>76.0</b>	<b>79.9</b>
Capital mayoritario	94.3	87.2	76.3	75.6	76.0	79.9
Capital contribuido	125.6	125.6	125.6	125.6	125.6	125.6
Capital ganado	-31.3	-38.4	-49.3	-50.0	-49.6	-45.7

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11

<b>CUENTAS DE ORDEN</b>	<b>86.3</b>	<b>543.3</b>	<b>1,407.7</b>	<b>3,462.9</b>	<b>3,705.3</b>	<b>3,964.7</b>
Cientes cuentas corrientes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores de clientes	10.2	121.0	568.7	325.5	348.3	372.7
<i>Valores en custodia</i>	10.2	121.0	568.7	325.5	348.3	372.7
Operaciones por cuenta de clientes	76.0	359.9	521.0	2,583.1	2,775.0	2,998.4
Cuentas de registro propias	0.0	62.3	318.0	554.3	582.0	593.6
Inver. en Val. con Suby. de Reportos	0.0	62.3	318.0	554.3	582.0	593.6

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11



## Masari Casa de Bolsa: Estado de Resultados (millones de pesos)

Escenario Base	2008	2009	2010	2011P*	2012P	2013P
Comisiones y tarifas cobradas	0.0	0.0	0.6	1.0	1.1	1.2
Comisiones y cuotas pagadas	-4.3	-5.0	-4.6	-4.1	-4.6	-5.1
Ingresos por asesoría financiera	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado por servicios</b>	<b>-4.3</b>	<b>-5.0</b>	<b>-4.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.9</b>
Utilidad por compraventa	52.3	42.1	51.5	56.6	65.1	75.0
Pérdida por compraventa	0.0	-0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4
Ingresos por intereses	9.6	31.8	31.1	34.1	37.9	41.9
Gastos por intereses	-1.2	-27.9	-28.5	-31.1	-35.4	-39.4
Resultado por valuación a valor razonable	0.0	-0.3	-1.9	3.9	2.3	0.8
<b>Margen financiero por intermediación</b>	<b>60.8</b>	<b>45.8</b>	<b>52.0</b>	<b>63.1</b>	<b>69.6</b>	<b>77.9</b>
Otros ingresos (egresos) de la operación	0.2	-0.2	-2.0	-0.0	-0.0	-0.0
<b>Ingresos netos de la operación</b>	<b>56.7</b>	<b>40.6</b>	<b>46.0</b>	<b>60.0</b>	<b>66.0</b>	<b>74.0</b>
Gastos de administración	-52.0	-54.7	-55.4	-60.9	-65.7	-71.0
<b>Resultado de la operación</b>	<b>4.8</b>	<b>-14.1</b>	<b>-9.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>3.0</b>
Otros productos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros gastos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>4.8</b>	<b>-14.1</b>	<b>-9.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.3</b>	<b>3.0</b>
ISR y PTU causado	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ISR y PTU diferido	0.0	6.8	-1.3	0.1	0.1	0.9
<b>Resultado neto</b>	<b>3.3</b>	<b>-7.4</b>	<b>-10.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>3.9</b>

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11

<b>Masari Casa de Bolsa: Flujo de Efectivo (millones de pesos)</b>						
Escenario Base	2008	2009	2010	2011P*	2012P	2013P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
<b>Resultado Neto</b>	3.5	-7.3	-10.8	-0.7	0.4	3.9
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.						
Resultado por valuación a valor razonable	0.0	0.2	1.8	-3.9	-2.3	-0.8
Depreciación y amortización	1.5	1.5	1.1	0.8	0.6	0.5
Impuestos diferidos	0.8	-6.8	1.3	-0.1	-0.1	-0.9
Provisiones para obligaciones diversas	0.0	2.1	3.1	2.5	0.0	0.0
<b>Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados</b>	2.3	-3.0	7.3	-0.8	-1.8	-1.2
<b>Aum. o dism. de part. rel. con la op.</b>						
Disminución o aumento en inversiones en valores	36.8	-293.2	-42.6	-158.4	-27.7	-11.6
Disminución o aumento en deudores por reporto	-1.5	-40.0	15.8	-128.0	17.7	9.1
Disminución o aumento en otros activos operativos	0.4	0.4	0.0	-152.3	0.0	0.0
Disminución o aumento en acreedores por reporto	-0.7	337.7	25.2	290.8	0.0	0.0
Disminución o aumento en colaterales vendidos o dados en garantía	0.0	22.3	0.0	12.1	0.0	0.0
Disminución o aumento en otros pasivos operativos	-44.0	-5.2	-2.1	156.4	0.0	0.0
<b>Recursos generados o utilizados por la operación</b>	-9.0	22.0	-3.7	20.7	-10.0	-2.6
<b>Recursos netos generados o utilizados por la operación</b>	-3.2	11.7	-7.2	19.2	-11.4	0.1
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>						
Cobros por emisión de acciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pagos por reembolso de capital social	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aportaciones de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aportaciones para futuros aumentos de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otras actividades de financiamiento	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Rec. Gen. o util. en act. de financiamiento</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Adquisiciones o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	-1.3	-1.0	-0.2	-0.6	-0.1	-0.1
Adquisición o venta de otros activos de larga duración	0.0	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Disminución o aumento en otros activos	0.0	0.0	0.7	-0.2	0.0	0.0
<b>Rec. gen. o util. en actividades de inversión</b>	-1.3	-5.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1
<b>Disminución o aumento de efectivo y equivalentes</b>	-4.5	6.6	-6.7	18.5	-11.5	0.0
<b>Diferencia en cambios</b>	0.0	0.0	0.0	2.9	0.0	0.0
<b>Efectivo y equivalentes al principio del periodo</b>	27.2	22.7	29.3	22.6	44.0	32.4
<b>Efectivo y equivalentes al final del periodo</b>	22.7	29.3	22.6	44.0	32.4	32.5

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11



# Masari Casa de Bolsa, S.A.

16 de noviembre de 2011

Calificación Contraparte

HR BBB

HR3

La nueva alternativa en calificación de valores.

## Masari Casa de Bolsa: Balance General (millones de pesos)

Escenario de Estrés	2008	2009	2010	2011P*	2012P	2013P
<b>ACTIVOS</b>	<b>175.5</b>	<b>451.6</b>	<b>602.9</b>	<b>862.8</b>	<b>895.1</b>	<b>895.7</b>
Disponibilidades	22.7	29.3	22.6	44.0	26.6	15.7
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	58.2	355.1	395.9	554.3	582.0	593.6
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	80.0	40.0	160.0	240.0	264.0	266.6
Cuentas por cobrar	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.6	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Inmuebles mobiliario y equipo	11.7	10.8	9.9	9.7	9.3	8.8
Inversiones permanentes en acciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Impuestos diferidos (a favor)	0.5	8.1	6.7	6.9	5.3	2.9
Otros activos	1.7	8.1	7.5	7.7	7.7	7.7
<b>PASIVOS</b>	<b>81.2</b>	<b>364.4</b>	<b>526.5</b>	<b>787.2</b>	<b>826.6</b>	<b>837.5</b>
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	76.0	337.7	363.0	605.3	644.7	655.6
Colaterales vendidos o dados en garantía por reportos	0.0	22.3	158.1	169.7	169.7	169.7
Otras cuentas por pagar	5.2	4.4	5.5	12.2	12.2	12.2
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	0.4	0.1	0.2	12.2	12.2	12.2
Obligaciones subordinadas en circulación	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Impuestos diferidos (a cargo)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Créditos diferidos y cobros anticipados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>94.3</b>	<b>87.2</b>	<b>76.3</b>	<b>75.6</b>	<b>68.5</b>	<b>58.1</b>
Capital mayoritario	94.3	87.2	76.3	75.6	68.5	58.1
Capital contribuido	125.6	125.6	125.6	125.6	125.6	125.6
Capital ganado	-31.3	-38.4	-49.3	-50.0	-57.1	-67.4

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11

<b>CUENTAS DE ORDEN</b>	<b>86.3</b>	<b>543.3</b>	<b>1,407.7</b>	<b>3,462.9</b>	<b>3,636.0</b>	<b>3,817.8</b>
Cientes cuentas corrientes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores de clientes	10.2	121.0	568.7	325.5	341.8	358.9
<i>Valores en custodia</i>	10.2	121.0	568.7	325.5	341.8	358.9
Operaciones por cuenta de clientes	76.0	359.9	521.0	2,583.1	2,712.3	2,865.3
Cuentas de registro propias	0.0	62.3	318.0	554.3	582.0	593.6
Inver. en Val. con Suby. de Reportos	0.0	62.3	318.0	554.3	582.0	593.6

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11



La nueva alternativa en calificación de valores.

## Masari Casa de Bolsa: Estado de Resultados (millones de pesos)

Escenario de Estrés	2008	2009	2010	2011P*	2012P	2013P
Comisiones y tarifas cobradas	0.0	0.0	0.6	1.0	1.0	1.2
Comisiones y cuotas pagadas	-4.3	-5.0	-4.6	-4.1	-4.5	-4.9
Ingresos por asesoría financiera	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado por servicios</b>	<b>-4.3</b>	<b>-5.0</b>	<b>-4.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.4</b>	<b>-3.8</b>
Utilidad por compraventa	52.3	42.1	51.5	56.6	62.6	69.0
Pérdida por compraventa	0.0	-0.0	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Ingresos por intereses	9.6	31.8	31.1	34.1	37.7	41.3
Gastos por intereses	-1.2	-27.9	-28.5	-31.1	-34.8	-38.3
Resultado por valuación a valor razonable	0.0	-0.3	-1.9	3.9	-0.1	-2.0
<b>Margen financiero por intermediación</b>	<b>60.8</b>	<b>45.8</b>	<b>52.0</b>	<b>63.1</b>	<b>65.1</b>	<b>69.7</b>
Otros ingresos (egresos) de la operación	0.2	-0.2	-2.0	-0.0	-0.0	-0.0
<b>Ingresos netos de la operación</b>	<b>56.7</b>	<b>40.6</b>	<b>46.0</b>	<b>60.0</b>	<b>61.6</b>	<b>65.9</b>
Gastos de administración	-52.0	-54.7	-55.4	-60.9	-67.1	-73.9
<b>Resultado de la operación</b>	<b>4.8</b>	<b>-14.1</b>	<b>-9.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>-5.5</b>	<b>-8.0</b>
Otros productos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros gastos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>4.8</b>	<b>-14.1</b>	<b>-9.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>-5.5</b>	<b>-8.0</b>
ISR y PTU causado	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ISR y PTU diferido	0.0	6.8	-1.3	0.1	-1.6	-2.4
<b>Resultado neto</b>	<b>3.3</b>	<b>-7.4</b>	<b>-10.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>-7.1</b>	<b>-10.3</b>

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11



# Masari Casa de Bolsa, S.A.

16 de noviembre de 2011

Calificación Contraparte

HR BBB

HR3

La nueva alternativa en calificación de valores.

## Masari Casa de Bolsa: Flujo de Efectivo (millones de pesos)

Escenario de Estrés	2008	2009	2010	2011P*	2012P	2013P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
<b>Resultado Neto</b>	3.5	-7.3	-10.8	-0.7	-7.1	-10.3
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.						
Resultado por valuación a valor razonable	0.0	0.2	1.8	-3.9	0.1	2.0
Depreciación y amortización	1.5	1.5	1.1	0.8	0.6	0.5
Impuestos diferidos	0.8	-6.8	1.3	-0.1	1.6	2.4
Provisiones para obligaciones diversas	0.0	2.1	3.1	2.5	0.0	0.0
<b>Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados</b>	2.3	-3.0	7.3	-0.8	2.3	4.9
<b>Aum. o dism. de part. rel. con la op.</b>						
Disminución o aumento en inversiones en valores	36.8	-293.2	-42.6	-158.4	-27.7	-11.6
Disminución o aumento en deudores por reporto	-1.5	-40.0	15.8	-128.0	15.3	6.3
Disminución o aumento en otros activos operativos	0.4	0.4	0.0	-152.3	0.0	0.0
Disminución o aumento en acreedores por reporto	-0.7	337.7	25.2	290.8	0.0	0.0
Disminución o aumento en colaterales vendidos o dados en garantía	0.0	22.3	0.0	12.1	0.0	0.0
Disminución o aumento en otros pasivos operativos	-44.0	-5.2	-2.1	156.4	0.0	0.0
<b>Recursos generados o utilizados por la operación</b>	-9.0	22.0	-3.7	20.7	-12.4	-5.4
<b>Recursos netos generados o utilizados por la operación</b>	-3.2	11.7	-7.2	19.2	-17.2	-10.8
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>						
Cobros por emisión de acciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pagos por reembolso de capital social	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aportaciones de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aportaciones para futuros aumentos de capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otras actividades de financiamiento	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Rec. Gen. o util. en act. de financiamiento</b>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Adquisiciones o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	-1.3	-1.0	-0.2	-0.6	-0.1	-0.1
Adquisición o venta de otros activos de larga duración	0.0	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Disminución o aumento en otros activos	0.0	0.0	0.7	-0.2	0.0	0.0
<b>Rec. gen. o util. en actividades de inversión</b>	-1.3	-5.1	0.5	-0.7	-0.1	-0.1
<b>Disminución o aumento de efectivo y equivalentes</b>	-4.5	6.6	-6.7	18.5	-17.4	-11.0
<b>Diferencia en cambios</b>	0.0	0.0	0.0	2.9	0.0	0.0
<b>Efectivo y equivalentes al principio del periodo</b>	27.2	22.7	29.3	22.6	44.0	26.6
<b>Efectivo y equivalentes al final del periodo</b>	22.7	29.3	22.6	44.0	26.6	15.7

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 3T11



**La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esta emisión y/o emisor 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 agencia 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](http://www.hrratings.com/es/metodologia.aspx)**

Las calificaciones de HR Ratings de México S.A. de C.V. son opiniones de calidad crediticia y no son recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento. La calificación otorgada no constituye una recomendación de inversión y puede estar sujeta a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las Metodologías de HR Ratings de México, S.A. de C.V., en términos del artículo 7, fracción III, de las Disposiciones de Carácter General Aplicables a las Emisoras de Valores y a otros Participantes del Mercado de Valores. HR Ratings de México basa sus calificaciones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables. HR Ratings de México, sin embargo, no garantiza, 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 los emisores de instrumentos de deuda calificados por HR Ratings de México han pagado una cuota de calificación crediticia basada en la cantidad y tipo emitida por cada instrumento. La bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso a la alza o a la baja, la calificación, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings de México. La calificación que otorga HR Ratings de México es de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y en cumplimiento de la normativa aplicable que se encuentran en la página de la calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se puede consultar documentos como el código y políticas de conducta, normas para el uso de información confidencial, metodologías, criterios y calificaciones vigentes.