

Calificación

Masari CB LP
Masari CB CP

HR BBB-
HR3

Revisión Especial

Contactos

Erika Gil
Analista
erika.gil@hrratings.com

Helene Campech
Subdirectora de Instituciones Financieras
helene.campech@hrratings.com

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

Evolución de la Calificación Crediticia



Fuente: HR Ratings.

Definición

La calificación de largo plazo que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es HR BBB- en Revisión Especial. La calificación asignada, en escala local, considera que el emisor o emisión ofrece moderada seguridad para el pago oportuno de obligaciones de deuda. Mantiene moderado riesgo crediticio, con debilidad en la capacidad de pago ante cambios económicos adversos. El signo “-” indica una posición de debilidad relativa dentro de la escala de calificación.

La calificación de corto plazo que determina HR Ratings para Masari Casa de Bolsa es HR3. La calificación asignada, en escala local, significa que el emisor o emisión ofrece moderada capacidad para el pago oportuno de obligaciones de deuda de corto plazo y mantiene mayor riesgo crediticio comparado con instrumentos de mayor calificación crediticia.

HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR BBB- y de corto plazo de HR3 para Masari Casa de Bolsa y mantiene la Revisión Especial.

La ratificación de la calificación para Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o MCB y/o la Casa de Bolsa) se debe a la mejora en la situación financiera de la Casa de Bolsa a pesar de las dificultades presentadas dentro de las operaciones de la misma durante los últimos doce meses. Asimismo, los índices de solvencia se mantuvieron adecuados a pesar de un incremento en las inversiones en valores de. Por su parte, los índices de rentabilidad se mantienen en niveles deteriorados, sin embargo, al 2015 MCB presente una generación de utilidades por P\$3.0m por un crecimiento en el volumen de operaciones, mostrando una tendencia favorable. Asimismo, aunque la eficiencia de MCB ha mostrado mejoras, ésta continúa manteniéndose en niveles presionados. Por último, la Revisión Especial se mantiene por el posible incremento en el Capital, lo cual podría impactar directamente la estrategia de operación de la Casa de Bolsa y a su vez en la situación financiera. Los supuestos y resultados obtenidos en el escenario base y de estrés son:

Supuestos y Resultados: MCB	Escenario Base						Escenario de Estrés		
	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	2015P*	2016P	2017P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-5.3%	-4.2%	-3.1%	-2.5%	-2.0%	-1.7%	-6.7%	-7.0%	-3.4%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	102.4%	94.0%	91.0%	90.0%	94.9%	93.3%	116.1%	102.4%	94.7%
Gastos de Administración	-61.6	-57.9	-59.3	-61.1	-60.3	-62.3	-48.4	-52.2	-55.2
Valores en Custodia / Activos Totales	1.2	1.6	1.9	2.1	2.4	2.7	1.4	1.4	1.5
Resultado Neto	-11.2	-6.1	-7.6	4.1	2.6	3.8	-17.2	-15.3	-10.9
Margen Operativo	-11.8%	-7.1%	-9.2%	4.2%	2.6%	3.5%	-27.6%	-22.2%	-14.2%
Margen Neto	-11.8%	-7.1%	-9.2%	4.2%	2.6%	3.5%	-27.6%	-22.2%	-14.2%
Índice de Eficiencia a Ingresos	64.8%	67.1%	71.7%	62.9%	60.0%	57.6%	77.6%	75.9%	72.1%
Índice de Eficiencia a Activos	7.9%	7.1%	7.8%	6.6%	5.9%	5.6%	5.3%	5.5%	5.4%
ROA Promedio	-1.4%	-0.8%	-1.0%	0.4%	0.3%	0.3%	-1.9%	-1.6%	-1.1%
ROE Promedio	-16.7%	-10.1%	-14.6%	7.9%	4.8%	6.4%	-37.4%	-63.5%	-91.6%
Índice de Consumo de Capital	28.3%	28.6%	39.6%	34.6%	32.8%	30.7%	43.8%	61.2%	76.5%
Índice de Capitalización	28.3%	28.0%	20.2%	23.1%	24.4%	26.0%	18.3%	13.1%	10.5%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.7%	3.4%	5.2%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0

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

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

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

- **Sanos indicadores de solvencia a pesar de la presión mostrada, en donde el índice de capitalización y consumo de capital cerraron en 21.8% y 36.7% al 2T15 (vs. 25.0% y 32.0% al 2T14).** A pesar del perfil conservador de MCB y el bajo requerimiento de capital, el incremento en las inversiones en valores de la Casa de Bolsa debido al aumento en BONDES y Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento, ha llevado a que la solvencia de la Casa de Bolsa se presione ligeramente.
- **Resultado neto positivo al 2T15 cerrando en P\$3.0m (vs. -\$4.2m al 2T14).** La utilidad al 2T15 se debe a un incremento en los ingresos por intereses, en la utilidad por compraventa y el cierre de un resultado por intermediación en niveles positivos, así como un ingreso extraordinario generado por la venta de un inmueble. Con ello, al 2T15, la Casa de Bolsa muestra mejoras en el ROA y ROE Promedio colocándose en -0.1% y -0.8% al 2T15 (vs. -1.3% y -17.3% al 3T13). No obstante, continúan mostrándose en niveles presionados.
- **Razón de VaR a capital global se mantienen en un rango de fortaleza al cerrar en 1.2% al 2T15 (vs. 1.2% al 2T14).** Esto refleja la posición conservadora que mantiene MCB en cuanto a la toma de riesgo. Asimismo, el 42.9% de la posición propia de MCB se encuentra colocada en BONDES (41.2% vs 2T14).
- **Presionados niveles de eficiencia.** A pesar de mostrar una mejora en los índices de eficiencia, principalmente por el incremento en su utilidad por compraventa y otros ingresos, el índice de eficiencia a ingresos y el índice de eficiencia a activos se encuentran en 67.2% y 7.5% al 2T15 (vs. 75.4% y 7.9% al 2T14).
- **Elevada competencia en el sector en donde operan.** Derivado de la elevada competencia, Masari Casa de Bolsa se ha enfrentado a la dificultad de atraer a nuevos clientes que le permitan generar mayores ingresos.
- **Amplia experiencia de los directivos en el mercado de divisas.** Lo anterior fortalece la toma de decisiones y operaciones de la Casa de Bolsa.

Principales Factores Considerados

Masari Casa de Bolsa inició operaciones el 3 de noviembre de 2008, teniendo una sólida trayectoria en el sistema financiero anteriormente operando como Masari Casa de Cambio (MCC), constituida en 1986. La migración hacia la Casa de Bolsa se da con la finalidad de complementar los productos ofrecidos a sus clientes, buscando incrementar el retorno de sus inversiones y otorgar mayores alternativas de inversión. Inicialmente MCB enfocaba sus operaciones en el mercado de divisas y dinero, siendo el mercado de divisas su principal área de negocio. Sin embargo, en 2010 incursionó en el mercado de capitales con el fin de incrementar su línea de productos. Masari Casa de Bolsa tiene un perfil conservador en la toma de riesgos, buscando establecer una relación de largo plazo con sus clientes y ofrecer soluciones personalizadas e innovadoras para maximizar el entorno de los mismos. Actualmente, todas las operaciones de la Casa de Bolsa se encuentran centralizadas en las oficinas del Distrito Federal.

Es importante mencionar que durante los últimos doce meses, MCB sobrellevó una serie de eventos que tuvieron impacto en la Casa de Bolsa. A principios del presente año, se presentó un evento extraordinario en una cuenta bancaria que mantiene la Casa de Bolsa en el extranjero compuesto por dos cargos bancarios no reconocidos, uno por USD\$2.8m y otro por USD\$0.5m. Con respecto a dichos cargos, se realizaron gestiones legales para recuperarlos y logran recuperar la mayor parte del monto (USD\$2.8m), los cuales ya se encuentran reintegrados a la Casa de Bolsa. En cuanto al monto restante, éste se encuentra registrado en cuentas por cobrar y al cierre de junio de 2015 se ha creado una estimación de difícil cobro por dicha diferencia del cargo. Como respuesta a la situación ocurrida, la Casa de Bolsa reforzó la seguridad de sus operaciones y trasladó su dinero a otra cuenta de otro Banco. Por otro lado, en el presente año, Masari Casa de Bolsa recibió la solicitud de un tercero por adquirir el inmueble donde se encuentran ubicadas las oficinas de la misma. La transacción se realizó en febrero de 2015 por lo que los estados financieros ya muestran dicha utilidad generada por una cantidad de P\$9.8m. La diferencia entre la utilidad de la venta del inmueble y el monto de difícil cobro constituyen los otros ingresos de la operación en el estado de resultados.

Por parte de sus operaciones, Masari Casa de Bolsa ha mostrado en los últimos doce meses un decremento al pasar de P\$3,955.2 al 2T14 a P\$3,423.1m al 2T15, lo que a su vez se traduce en un decremento relativo de -13.5% de manera interanual (vs. 82.6% del 3T13 al 3T14). Por parte de las operaciones por cuenta de clientes y las cuentas de registro propias se observa una disminución del -11.7% y -64.9% respectivamente (vs. 82.5% y 691.9% al 3T14). Lo anterior, en respuesta a un primer trimestre en el que se tuvieron situaciones desfavorables y un mercado financiero volátil. Con ello, parte de sus clientes redujeron el volumen de su operación por las variaciones del mercado.

En cuanto al margen operativo, es relevante comentar que la Casa de Bolsa cerró al 2T15 con una utilidad neta acumulada de P\$3.0m después de haber mostrado pérdidas desde el 2009 (vs. P\$-4.2m al 2T14). Asimismo, cabe mencionar que parte de esta utilidad se debe a un ingreso extraordinario generado por la venta de un inmueble el cual no se considera para futuros años. Complementariamente, se puede observar que históricamente los ingresos brutos de la operación se han mantenido en niveles constantes debido a la generación de ingresos por comisiones y tarifas cobradas, un incremento en la utilidad por compraventa, un crecimiento en ingresos por intereses, así como un resultado por intermediación en niveles positivos. Es así que dicho incremento en la generación de ingresos, el ingreso extraordinario, así como los constantes gastos de administración llevaron a que el resultado de la operación y el resultado neto se

colocaran en niveles positivos. Con ello el margen operativo y el margen neto cerraron en niveles de -0.5% al 4T14 (vs. -12.4% al 2T14). HR Ratings considera que los márgenes de la Casa de Bolsa se mantienen en niveles presionados.

A pesar de que en el último año los gastos de administración de Masari (acumulado 12 meses) mostraron un ligero incremento al ubicarse en P\$63.0m UDM al 2T15, en comparación con P\$59.0m UDM al 2T14, el incremento en los ingresos brutos de la operación, principalmente a causa de una mayor utilidad por compraventa y el ingreso ocasionado por la venta del inmueble, derivó en una mejora del índice de eficiencia a ingresos. De acuerdo con lo anterior, este indicador se colocó en 67.2% al 2T15 (vs. 75.4% al 2T14). No obstante, en opinión de HR Ratings, este indicador se ubica en un nivel fuertemente deteriorado para la operación de la Casa de Bolsa. En cuanto al índice de eficiencia a activos, éste mostró de igual manera una mejora ubicándose al cierre del 2T15 en 7.5% (vs. 7.9% al 2T14). Esto se debe a que el monto de activos promedio de la Casa de Bolsa mostró un incremento al ubicarse en P\$860.3m al 2T15 (vs. P\$739.7m al 2T14), lo que refleja un incremento del 16.3%, el cual se ocasionó principalmente por un aumento en el volumen de inversiones por un crecimiento en Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal y en Pagarés con Rendimiento liquidable al Vencimiento por decisión estratégica.

Por otra parte, la rentabilidad de Masari Casa de Bolsa mostró un incremento cerrando en niveles positivos, como mencionado anteriormente. Lo anterior ocasionó que las métricas de rentabilidad se coloquen en -0.1% el ROA Promedio y en -0.8% el ROE Promedio al 2T15 (vs. -1.3% y -17.3% al 2T14). La mejora en los niveles de estas métricas se debe a que Masari Casa de Bolsa ha podido incrementar los ingresos de la operación y recibió ingresos extraordinarios, manteniendo en niveles constantes sus gastos. Para los siguientes periodos bajo un escenario base, se esperaría que los ingresos generados por la Casa de Bolsa continúen mostrando un crecimiento. HR Ratings considera que ambos indicadores se mantienen en niveles presionados de acuerdo al modelo de negocio de Masari Casa de Bolsa.

Durante los últimos 12 meses los activos ponderados por riesgo totales mostraron un ligero incremento de 7.0% para colocarse en P\$228.0m al 2T15 (vs. un cambio de -4.5% del 2T13 al 2T14 y un saldo de P\$200.0m al 2T14). Asimismo, las utilidades que ha presentado la Casa de Bolsa han ocasionado que el capital global de la Casa de Bolsa se mantenga, cerrando en P\$51.6m al 2T15 (vs. P\$52.0m al 2T14). Lo anterior se ve reflejado en un impacto sobre el índice de capitalización, el cual cerró en niveles de 21.8% al 2T15, en contraste con el 25.0% observado al 2T14. HR Ratings considera que aun con el deterioro presentado, este indicador se mantiene en un nivel aceptable. En cuanto al requerimiento de capital de la Casa de Bolsa éste se encuentra en niveles bajos, debido al perfil conservador que maneja la Casa de Bolsa. Aunado a esto, se tuvo una ligera reducción en el capital contable lo que se traduce en una disminución del capital global. Con ello, el índice de consumo de capital cierra al 2T15 en 36.7% (vs. 32.0% al 2T14). A pesar del deterioro, este indicador se mantiene en niveles relativamente adecuados.

En cuanto al VaR a Capital Global, éste se ha mantenido en niveles adecuados, cerrando en 1.2% al 2T15 (vs. 1.2% al 2T14). Esto refleja la política conservadora que tiene la Casa de Bolsa en cuanto al riesgo. Por último, la razón de liquidez se mantuvo en los mismos niveles cerrando en 1.0x al 2T15 (vs. 1.0x al 2T14). HR Ratings considera que a pesar de la disminución observada, esta métrica se mantiene en un nivel adecuado, dada la sana administración de la tesorería de Masari Casa de Bolsa.

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, S.A. (Masari Casa de Bolsa y/o MCB y/o la Casa de Bolsa). Para mayor información sobre las calificaciones iniciales asignadas por HR Ratings a Masari Casa de Bolsa, se puede revisar el reporte publicado por HR Ratings el 12 de octubre de 2009, así como los reportes de revisión anual con fecha del 9 de diciembre de 2010, 16 de noviembre de 2011, 14 de noviembre de 2012, 13 de noviembre de 2013 y 26 de noviembre de 2014. Los reportes pueden ser consultados en la página web: <http://www.hrratings.com>.

Eventos Relevantes

Cargos Realizados no Reconocidos

Es importante mencionar que durante los últimos doce meses, MCB sobrellevó una serie de eventos que tuvieron impacto en la Casa de Bolsa. A principios del presente año, se presentó un evento extraordinario en una cuenta bancaria que mantiene la Casa de Bolsa en el extranjero compuesto por dos cargos bancarios no reconocidos, uno por USD\$2.8m y otro por USD\$0.5m. Con respecto a dichos cargos, se realizaron gestiones legales para recuperarlos y logran recuperar la mayor parte del monto (USD\$2.8m), los cuales ya se encuentran reintegrados a la Casa de Bolsa. En cuanto al monto restante, éste se encuentra registrado en cuentas por cobrar y al cierre de junio de 2015 se ha creado una estimación de difícil cobro por dicha diferencia del cargo. Como respuesta a la situación ocurrida, la Casa de Bolsa reforzó la seguridad de sus operaciones y trasladó su dinero a otra cuenta de otro Banco. De manera más específica, en cuanto a acciones correctivas Masari Casa de Bolsa contrató a especialistas en tecnología de la información y continúa trabajando con un despacho legal para consolidar la recuperación de los cargos. Asimismo, la Casa de Bolsa, decidió asignar una cantidad de recursos humanos y materiales a reforzar para continuar con el desarrollo e implementación de políticas de uso de los equipos, cifrado de datos, acceso seguro a redes corporativas, filtrado de información, protección contra las amenazas y programas maliciosos. Igualmente, se incorporaron medidas de control para reducir riesgos tecnológicos a través de sus personas, procesos y tecnología. HR Ratings, considera que con estas medidas tomadas MCB maneja un menor riesgo y en caso de que ocurriera un evento similar la Casa de Bolsa ha demostrado poder seguir operando de manera adecuada.

Venta de Inmueble

Por otro lado, en el presente año, Masari Casa de Bolsa recibió la solicitud de un tercero por adquirir el inmueble donde se encuentran ubicadas las oficinas de la misma. La transacción se realizó en febrero de 2015 por lo que los estados financieros ya muestran dicha utilidad generada por una cantidad de P\$9.8m. La diferencia entre la utilidad de la venta del inmueble y el monto de difícil cobro constituyen los otros ingresos de la operación en el estado de resultados.

Fortalecimiento de Sistemas Tecnológicos

Durante los últimos 12 meses, la Casa de Bolsa ha implementado sistemas tecnológicos buscando mayor seguridad para las operaciones de Masari Casa de Bolsa. Dentro de los cambios realizados se mejoraron los recursos de Internet, se adquirió una plataforma que provee una mayor seguridad de la información, se compraron nuevos equipos de cómputo y se contrató el servicio de respaldo en un servidor adicional fuera de sus instalaciones. El proveedor de los sistemas contratados es uno de los más reconocidos en el mercado y actualmente se encuentra implementando la última etapa de transición, por lo que se espera que el ecosistema tecnológico se encuentre corriendo al 100.0% antes del cierre del 2015. Asimismo, cabe mencionar que el plan de contingencia también se maneja con el mismo proveedor del cual se han realizado pruebas y han salido libres de problemas. Complementariamente, la Casa de Bolsa ha desarrollado procesos de seguridad internos, por lo que ha capacitado a sus empleados para ejecutar sus operaciones de una manera más segura.

Posición de la Casa de Bolsa

Al cierre de junio del 2015, Masari Casa de Bolsa mantiene una posición propia de P\$848.3m (vs. P\$650.7m al 2T14), la cual se encuentra únicamente colocada en la mesa de dinero y está distribuida en 25 emisiones diferentes. La posición más importante está en los títulos 95PEMEX12 con un saldo de P\$103.1m equivalente al 12.0% de la posición total de Masari Casa de Bolsa. Asimismo MCB, cuenta con papel de 7 emisiones de BONDES las cuales suman un saldo de P\$363.9m, representando el 42.9% en dichos instrumentos (vs. 41.2% al 3T14). Por otra parte, el 57.1% restante se encuentra invertido en instrumentos que cuentan con una calificación equivalente a HR AAA. HR Ratings considera que lo anterior refleja la posición conservadora que mantiene Masari Casa de Bolsa en cuanto al riesgo.

Tabla 1. Posición de Masari Casa de Bolsa

Emisión	Número de Títulos	Importe*	Calificación Equivalente
95PEMEX12	1,027,115.0	103,019.9	HR AAA
LD161027	1,000,000.0	99,970.7	HR AAA
LD161229	1,000,000.0	99,872.2	HR AAA
LD151001	600,000.0	60,082.9	HR AAA
95PEMEX13	541,711.0	53,943.7	HR AAA
IBAINVEX15392	40,315,000.0	40,157.7	HR1
94BINBUR14	400,000.0	40,138.1	HR AAA
95PEMEX11	400,000.0	40,026.7	HR AAA
IBSCTIA15281	39,526,799.0	39,482.1	HR1
FBMIFEL14011	325,618.0	32,596.7	HR2
LD160901	300,000.0	29,997.7	HR AAA
LD180215	300,000.0	29,904.7	HR AAA
LD160630	220,814.0	22,097.8	HR AAA
LD160505	219,815.0	22,005.5	HR AAA
IBACMEXT15284	20,047,600.0	20,019.8	HR1
94VWBANK14	200,000.0	19,999.8	HR AAA
95PEMEX14	200,000.0	19,996.6	HR AAA
FBINVEX14024	192,009.0	19,239.6	HR1
FBINVEX14022	145,419.0	14,567.1	HR1
94SCOTIAB12	126,249.0	12,660.9	HR AAA
95CFE14	100,000.0	10,006.7	HR AAA
94BACOMER15	90,000.0	9,009.5	HR AAA
94BANOB11	57,291.0	5,732.5	HR AAA
94BINBUR10	35,675.0	3,575.3	HR AAA
91MONTPIO14	1,791.0	180.3	HR AA
Total	107,372,906.0	848,284.2	

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

*Cifras en miles de pesos.

Plan de Negocios

Masari Casa de Bolsa tiene contemplado para los siguientes periodos continuar incrementando las operaciones, de manera constante sin ningún crecimiento agresivo. Con respecto a sus clientes, esperan incentivar de mayor manera a los clientes que cuentan con buen desempeño histórico con ellos, refiriéndose a los que generan más ingresos, realizando un análisis para mantener a los más rentables. Sin embargo, se tiene considerado que las operaciones de divisas continuarían siendo la principal línea de negocios de la Casa de Bolsa. De igual manera, Masari Casa de Bolsa tiene considerado mantener el perfil conservador que ha mostrado históricamente. Relacionado con sus sistemas, se esperaría que la Casa de Bolsa termine la implementación de sus sistemas para proteger la información interna así como los valores de los clientes de Masari Casa de Bolsa. Por último, se esperaría que la Casa de Bolsa obtenga la autorización por parte de la CNBV para realizar el incremento en el Capital de Masari Casa de Bolsa. En caso de que tuvieran dicha autorización y se incorporaran los nuevos accionistas, ocasionaría que el consejo y los comités mostraran importantes cambios. Lo que de igual manera llevaría a que el plan de negocios y toda la estrategia de operación de la Casa de Bolsa se alterara y a su vez tendría impacto en su situación financiera.

Análisis de Riesgos Cuantitativos

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 MCB, HR Ratings realizó un análisis financiero bajo un escenario económico base y un escenario económico de alto estrés. Ambos escenarios determinan la capacidad de pago de la Casa de Bolsa y su 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 2. Supuestos y Resultados: MCB	2012	2013	2014	Escenario Base			Escenario de Estrés		
				2015P*	2016P	2017P	2015P*	2016P	2017P
Comisiones y Tarifas Netas / Ingresos Netos de la Operación	-5.3%	-4.2%	-3.1%	-2.5%	-2.0%	-1.7%	-6.7%	-7.0%	-3.4%
Utilidad por Compraventa / Ingresos Netos de la Operación	102.4%	94.0%	91.0%	90.0%	94.9%	93.3%	116.1%	102.4%	94.7%
Gastos de Administración	-61.6	-57.9	-59.3	-61.1	-60.3	-62.3	-48.4	-52.2	-55.2
Valores en Custodia / Activos Totales	1.2	1.6	1.9	2.1	2.4	2.7	1.4	1.4	1.5
Resultado Neto	-11.2	-6.1	-7.6	4.1	2.6	3.8	-17.2	-15.3	-10.9
Margen Operativo	-11.8%	-7.1%	-9.2%	4.2%	2.6%	3.5%	-27.6%	-22.2%	-14.2%
Margen Neto	-11.8%	-7.1%	-9.2%	4.2%	2.6%	3.5%	-27.6%	-22.2%	-14.2%
Índice de Eficiencia a Ingresos	64.8%	67.1%	71.7%	62.9%	60.0%	57.6%	77.6%	75.9%	72.1%
Índice de Eficiencia a Activos	7.9%	7.1%	7.8%	6.6%	5.9%	5.6%	5.3%	5.5%	5.4%
ROA Promedio	-1.4%	-0.8%	-1.0%	0.4%	0.3%	0.3%	-1.9%	-1.6%	-1.1%
ROE Promedio	-16.7%	-10.1%	-14.6%	7.9%	4.8%	6.4%	-37.4%	-63.5%	-91.6%
Índice de Consumo de Capital	28.3%	28.6%	39.6%	34.6%	32.8%	30.7%	43.8%	61.2%	76.5%
Índice de Capitalización	28.3%	28.0%	20.2%	23.1%	24.4%	26.0%	18.3%	13.1%	10.5%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.7%	3.4%	5.2%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0

Fuente: HR Ratings con información interna y anual de la Casa de Bolsa dictaminada por Deloitte Touche Tohmatsu.
* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

A continuación se detallan las características de cada uno de los escenarios planteados por HR Ratings. Asimismo, se muestra un comparativo entre los resultados proyectados por HR Ratings en el reporte de revisión anual anterior y los resultados observados al cierre del 2T15.

Comportamiento Observado vs. Proyectado

Los escenarios base y estrés proyectados por HR Ratings, incluidos en el reporte con fecha del 26 de noviembre de 2014, consideraban ciertos supuestos y resultados con el objetivo de poder plantear el plan de negocios de MCB. A continuación se muestra una tabla comparativa entre los resultados observados y los proyectados por HR Ratings en dicho reporte.

Tabla 3. Supuestos y Resultados: MCB	Observado	Base	Estrés
Cifras en millones de pesos	2T15	2T15	2T15
Valores en Custodia	1,305.2	1,819.4	1,503.0
Comisiones y Tarifas Netas	(1.5)	(1.5)	(2.6)
Utilidad por Compraventa Neta	53.2	47.2	43.5
Gastos de Administración 12m	(62.9)	(63.8)	(63.7)
Resultado Neto 12m	(0.4)	(12.2)	(20.1)
Otros Ingresos 12m	1.8	1.4	1.4
Otros	(0.5)	1.4	1.4
<i>Estimación de difícil cobro</i>	(7.5)	0.0	0.0
<i>Ingresos extraordinarios por venta inmueble</i>	9.8	0.0	0.0
Margen Operativo	-0.5%	-14.1%	-26.5%
Margen Neto	-0.5%	-14.1%	-26.5%
Índice de Eficiencia a Ingresos	67.2%	73.9%	84.2%
Índice de Eficiencia a Activos	7.5%	8.5%	8.5%
ROA Promedio	-0.1%	-1.6%	-2.7%
ROE Promedio	-0.8%	-26.6%	-47.1%
Índice de Consumo de Capital	36.7%	46.2%	56.7%
Índice de Capitalización	21.8%	17.3%	14.1%
VaR a Capital Global	1.2%	1.6%	1.9%
Razón de Liquidez	1.0	1.0	1.0

*Proyecciones realizadas en la última acción de calificación, el día 26 de noviembre de 2014.

Al analizar los resultados obtenidos de la Casa de Bolsa en comparación con los escenarios proyectados por HR Ratings, se puede observar que la mayoría de éstos se encuentran por encima de lo esperado en un escenario base. En lo anterior influye el constante crecimiento de los valores de sus clientes y el incremento en sus inversiones en valores, lo que logró que se mantuvieran las comisiones y tarifas netas. Asimismo, las condiciones del mercado durante el 2014 y principios del 2015 llevaron a que el resultado por valuación a valor razonable de la posición propia de la Casa de Bolsa cerrara con utilidades. Por otra parte, se muestra una mayor utilidad por compraventa neta que la esperada, principalmente por el alza del precio del dólar. En cuanto a los gastos de administración, éstos se han mantenido en niveles estables, lo que benefició a las utilidades de la Casa de Bolsa. Adicionalmente, cabe mencionar que durante el 1T15 Masari Casa de Bolsa obtuvo un ingreso extraordinario generado por la venta de su inmueble a petición de un tercero interesado. Esto llevó a que el resultado neto se viera impactado de manera positiva, reflejando utilidades al 2T15.

Es importante mencionar que con la estabilidad de ingresos provenientes de la constante generación de comisiones y tarifas cobradas, un incremento en ingresos extraordinarios, lo que llevó a la generación de utilidades, los márgenes operativos de la Casa de Bolsa se vieron impactados de manera positiva al 2T15. Esto llevó a que los márgenes de la Casa de Bolsa se colocaran en niveles superiores a los proyectados dentro de un escenario base por HR Ratings. No obstante, si no se hubiera llevado a cabo la venta del inmueble el rubro de otros ingresos hubiera cerrado en un nivel muy por debajo de lo esperado, lo que hubiera presionado las utilidades. Por otra parte, los indicadores de eficiencia se mostraron mejor que los proyectados como consecuencia del aumento en los ingresos brutos de la operación por un resultado de valuación positivo y una mayor cantidad de ingresos por intereses, así como el mantenimiento de los gastos de administración en niveles similares a los periodos anteriores.



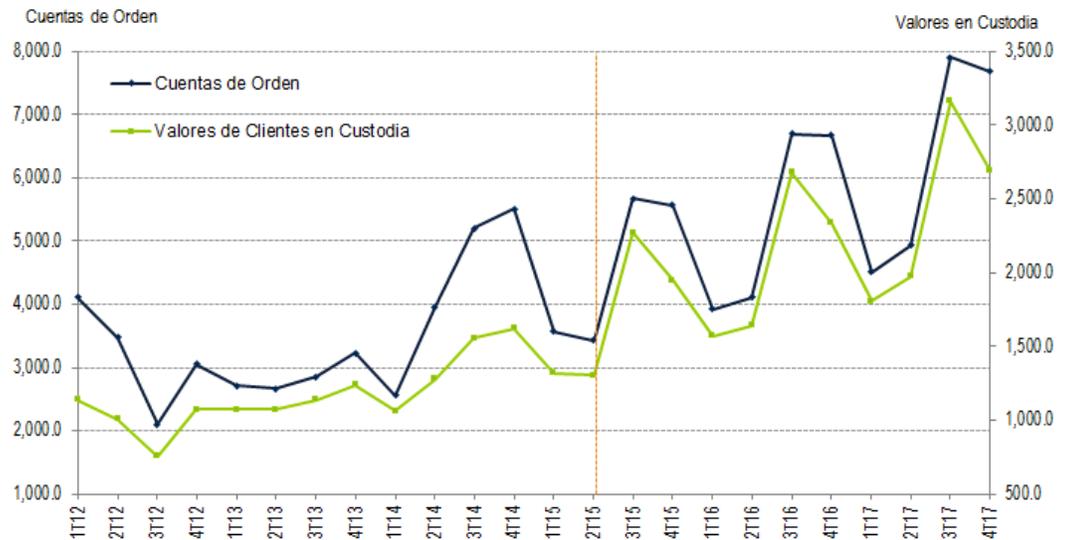
Con respecto a la posición de solvencia, las métricas cerraron en niveles mayores a los esperados en el escenario base, debido a la generación de utilidades de la Casa de Bolsa. Esto después de haber cerrado en pérdidas durante el 4T12, 4T13 y 4T14. Asimismo, el índice de capitalización se mostró por encima de las proyecciones en respuesta al incremento del Capital Contable por la generación de utilidades netas. En cuanto al VaR a Capital Global, éste se ubicó en niveles inferiores a los esperados, derivado de la estrategia conservadora de MCB lo que cuenta con una menor posición de VaR por parte de la Casa de Bolsa.

Escenario Base

El escenario base planteado por HR Ratings para Masari Casa de Bolsa toma en consideración un entorno económico estable, en donde se observaría una mayor estabilidad en los mercados. De esta manera se esperaría que las cuentas de orden de la Casa de Bolsa mostraran un ligero incremento, permitiendo generar un mayor ingreso por comisiones cobradas. Asimismo, se considera que las cuentas de orden de la Casa de Bolsa mostrarían un ligero incremento por la cultura conservadora con la que cuenta actualmente MCB. Por otra parte, aunque se considera un crecimiento en sus ingresos por intereses así como en el resultado por valuación a valor razonable, la Casa de Bolsa continuaría obteniendo su principal ingreso de las operaciones de cambio de divisas. Además, cabe mencionar que se contempla un ingreso extraordinario solamente en el 2015 por la venta de un bien inmueble. En cuanto a los gastos de administración, éstos se mantendrían estables mostrando una reducción en el 2016 dejando fuera un gasto por servicios legales los cuales impactan los gastos de Masari Casa de Bolsa al 2015 de mayor manera que la renta de sus oficinas. Es así que con lo mencionado anteriormente, la operación sería suficiente para cubrir los gastos de administración, por lo que se considera que dentro de un escenario base la Casa de Bolsa presentaría utilidades en los periodos proyectados.

Masari Casa de Bolsa ha mostrado en los últimos doce meses un decremento al pasar de P\$3,955.2 al 2T14 a P\$3,423.1m al 2T15, lo que a su vez se traduce en un decremento relativo de -13.5% de manera interanual (vs. 82.6% del 3T13 al 3T14). Por parte de las operaciones por cuenta de clientes y las cuentas de registro propias se observa una disminución del -11.7% y -64.9% respectivamente (vs. 82.5% y 691.9% al 3T14). Lo anterior en respuesta a un primer trimestre en el que se tuvieron eventos desfavorables extraordinarios en sus operaciones y un mercado financiero volátil. Con ello, parte de sus clientes redujeron el volumen de su operación por las variaciones del mercado; sin embargo, no han tenido pérdida de clientes aún con la competencia que existe en el mercado. De esta manera, se espera que las cuentas de orden Masari Casa de Bolsa dentro de un escenario base muestren cierto crecimiento ya que en el segundo semestre es cuando más actividad tienen. Con ello en el escenario base se ubicarían en P\$5,564.4m al 4T15, P\$6,677.3m al 4T16 y P\$7,678.9m al 4T17 (vs. P\$5,509.4m al 4T14). Lo anterior reflejaría un incremento de 70.0% del 4T13 al 4T14, 32.7% del 4T14 al 4T15 y 31.0% del 4T15 al 4T16 (vs. 5.9% del 4T12 al 4T13).

Gráfica 1. Cuentas de Orden vs. Valores de Clientes en Custodia

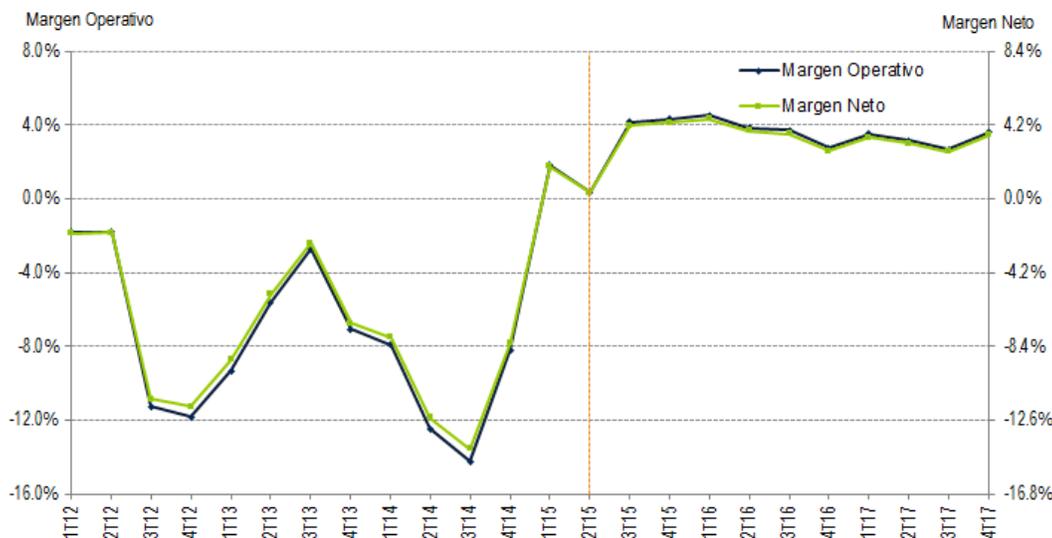


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario base.

En cuanto al margen operativo, es relevante comentar que la Casa de Bolsa cerró al 2T15 con una utilidad neta de P\$3.0m después de haber mostrado pérdidas desde el 2009 (vs. -P\$4.2m al 2T14). Asimismo, cabe mencionar que parte de esta utilidad se debe a un ingreso extraordinario generado por la venta de un inmueble, el cual no se considera para futuros años. Complementariamente, se puede observar que históricamente los ingresos brutos de la operación se han mantenido en niveles constantes debido a la generación de ingresos por comisiones y tarifas cobradas, un incremento en la utilidad por compraventa, un crecimiento en ingresos por intereses, así como un resultado por intermediación en niveles positivos. Es así que esto lleva a que el resultado de la operación y el resultado neto mostraran una mejora. Es así que, el margen operativo y el margen neto cerraron en niveles de -0.5% al 4T14 (vs. -12.4% al 2T14). Cabe destacar que dentro del resultado de la operación, la Casa de Bolsa no muestra otros ingresos, por lo que los indicadores cuentan con los mismos valores. HR Ratings considera que los márgenes de la Casa de Bolsa se encuentran en niveles presionados aunque hayan tenido una mejora y utilidades positivas durante el periodo.

Gráfica 2. Margen Neto vs. Margen Operativo



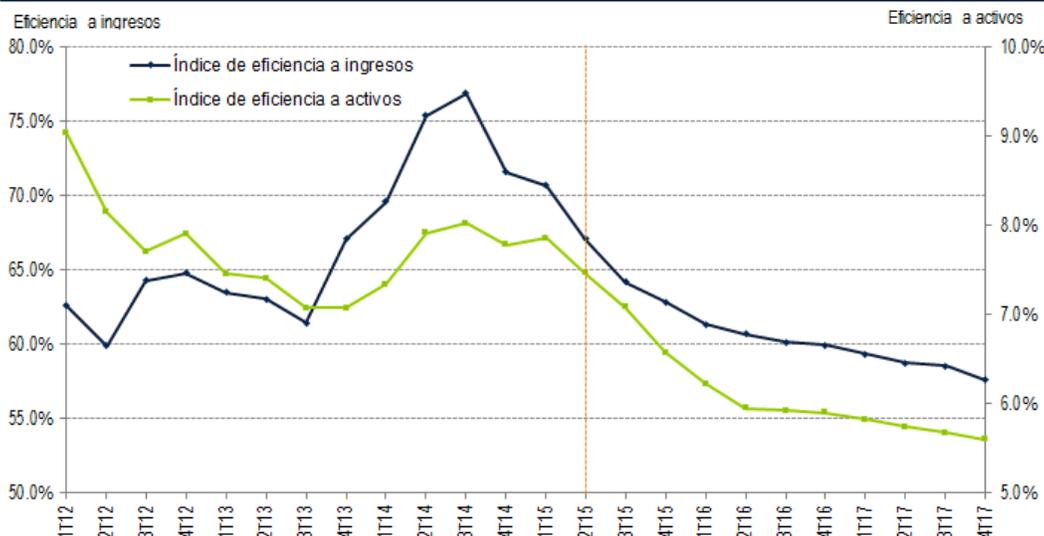
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario base.

Bajo un escenario base se esperaría una constante mejora de los indicadores como consecuencia de un mayor crecimiento del resultado de la operación que de los ingresos brutos de la operación. Lo anterior tomando en cuenta la estabilidad en la generación de ingresos por comisiones. Asimismo, se tendría un incremento de los ingresos por intereses por un mayor volumen de operaciones, así como un resultado positivo de la posición propia de la Casa de Bolsa debido a un entorno favorable de los mercados. No obstante, no se tomarían en cuenta ingresos extraordinarios como el ocurrido el presente año, lo que ocasionaría que los indicadores mostraran un decremento al cierre del 2016. Dicho esto, el margen operativo y neto se colocarían en niveles de 4.2%, 2.6% y 3.5% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. -9.2% al 4T14). HR Ratings considera que el indicador se ubicaría en niveles adecuados según el modelo de negocios de la Casa de Bolsa.

A pesar de que en el último año los gastos de administración de Masari (acumulado 12 meses) mostraron un ligero incremento al ubicarse en P\$63.0m al 2T15, en comparación con P\$59.0m al 2T14, el incremento en los ingresos brutos de la operación, principalmente a causa de una mayor utilidad por compraventa, incremento en los ingresos por intereses y el ingreso ocasionado por la venta del inmueble, derivó en una mejora del índice de eficiencia a ingresos. De acuerdo con lo anterior, este indicador se colocó en 67.2% al 2T15 (vs. 75.4% al 2T14). No obstante, en opinión de HR Ratings, este indicador se ubica en un nivel fuertemente deteriorado para la operación de la Casa de Bolsa. Dentro un escenario base se esperaría que un escenario con estabilidad económica permitiría que MCB generara un mayor volumen de ingresos continuando con la mejora de su índice ubicándose en niveles de 62.9%, 60.0% y 57.6% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. 71.7% al 4T14). Sin embargo, estas mejoras no serían suficientes para permitir que el índice de eficiencia a ingresos muestre una importante mejoría que lleve a que este indicador se coloque en un nivel adecuado.

Gráfica 3. Eficiencia a Ingresos vs. Eficiencia a Activos (Prom. 12m)



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

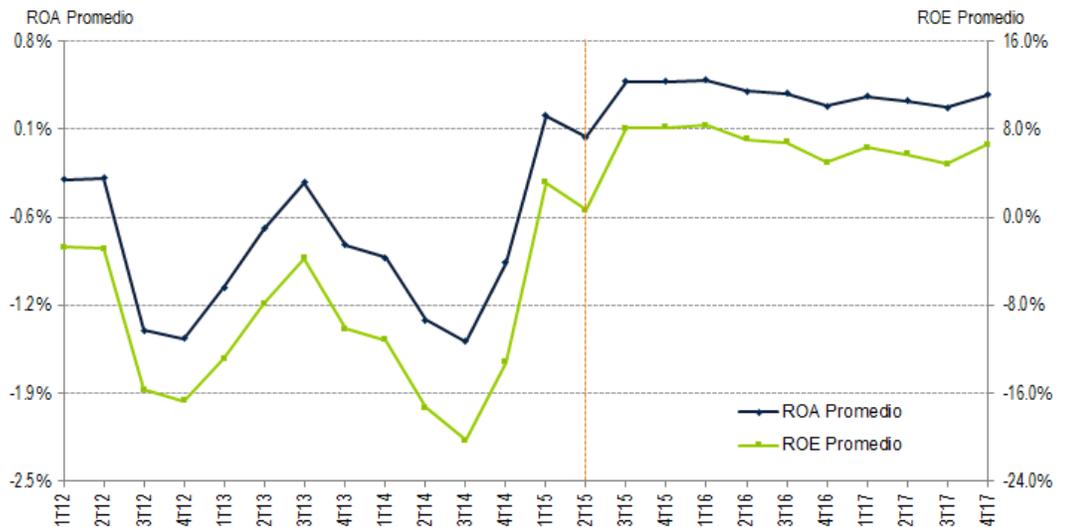
* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario base.

En cuanto al índice de eficiencia a activos, éste mostró de igual manera una mejora ubicándose al cierre del 2T15 en 7.5% (vs. 7.9% al 2T14). Esto se debe a que el monto de activos promedio de la Casa de Bolsa mostró un incremento al ubicarse en P\$860.3m al 2T15 (vs. P\$739.7m al 2T14), lo que refleja un incremento del 16.3%. Esto se ocasionó principalmente por un aumento en el volumen de inversiones en valores por crecimiento en BONDES y Pagarés con Rendimiento liquidable al Vencimiento lo cual también refleja un nivel deteriorado en dicho indicador. Para los siguientes periodos se proyecta que el monto promedio de activos de la Casa de Bolsa muestre un ligero incremento derivado en su mayoría por el aumento en inversiones en valores. Esto provocaría que el índice de eficiencia a activos muestre una ligera presión y se ubique en 6.6%, 5.9% y 5.6% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. 7.8% al 4T14). Esto debido a que el incremento en el gasto de administración se daría en menor proporción al crecimiento de los activos.

Por otra parte, la rentabilidad de Masari Casa de Bolsa mostró un incremento cerrando en niveles positivos, como mencionado anteriormente. Lo anterior ocasiona que las métricas de rentabilidad se coloquen en -0.1% con el ROA Promedio y en -0.8% con el ROE Promedio al 2T15 (vs. -1.3% y -17.3% al 2T14). La mejora en los niveles de estas métricas se debe a que Masari Casa de Bolsa ha podido incrementar los ingresos de la operación y recibió ingresos extraordinarios, manteniendo en niveles constantes sus gastos. Para los siguientes periodos bajo un escenario base, se esperaría que los ingresos generados por la Casa de Bolsa continúen mostrando un crecimiento. Para los siguientes periodos bajo un escenario base, se esperaría que los ingresos generados por la Casa de Bolsa continúen mostrando un crecimiento. Lo anterior permitiría proyectar utilidades para MCB de P\$4.2m, P\$2.8m y P\$3.9m durante 2015, 2016 y 2017 (vs. -P\$6.8m durante 2014). La disminución de la utilidad en el cierre del 2016 se debe a que no se toma en cuenta el ingreso que tuvo la Casa de Bolsa por la venta del inmueble en el 2015. De esta manera, bajo un escenario base se esperaría que el ROA Promedio se coloque en 0.4% al 4T15, 0.3% al 4T16 y 0.3% al 4T17 (vs. -1.0% al 4T15). En cuanto al ROE Promedio, éste se posicionaría en 7.9% al 4T15, 4.8% al 4T16 y 6.4%

al 4T17 (vs. -14.6% al 4T15). HR Ratings considera que ambos indicadores se mantendrían en niveles adecuados de acuerdo al modelo de negocio de Masari Casa de Bolsa.

Gráfica 4. ROE Promedio vs. ROA Promedio

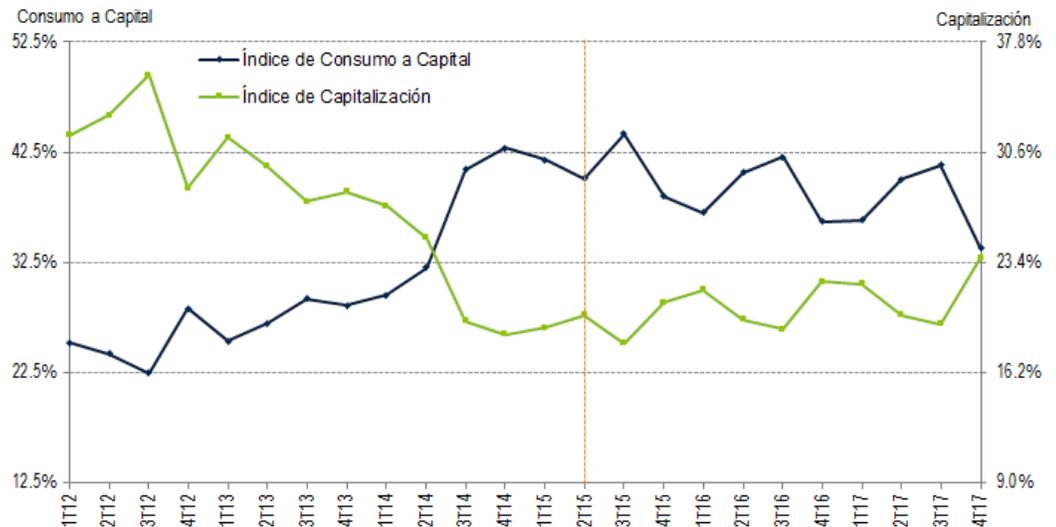


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario base.

Durante los últimos 12 meses los activos ponderados por riesgo totales mostraron un ligero incremento de 7.0% para colocarse en P\$228.0m al 2T15 (vs. un cambio de -4.5% del 2T13 al 2T14 y un saldo de P\$200.0m al 2T14). Asimismo, las utilidades que ha presentado la Casa de Bolsa han ocasionado que el capital global de la Casa de Bolsa se mantenga, cerrando en P\$51.6m al 2T15 (vs. P\$52.0m al 2T14). Lo anterior se ve reflejado en un impacto sobre el índice de capitalización, el cual cerró en niveles de 21.8% al 2T15, en contraste con el 25.0% observado al 2T14. HR Ratings considera que aun con el deterioro presentado, este indicador se mantiene en un nivel aceptable. Para futuros periodos se esperaría que Masari Casa de Bolsa incrementara su capital a través de utilidades positivas, lo que llevaría a que el índice de capitalización muestre mejoras ubicándose en 23.1%, 24.4% y 26.0% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. 18.7% al 4T14).

Gráfica 5. Índice de Consumo de Capital vs. Índice de Capitalización



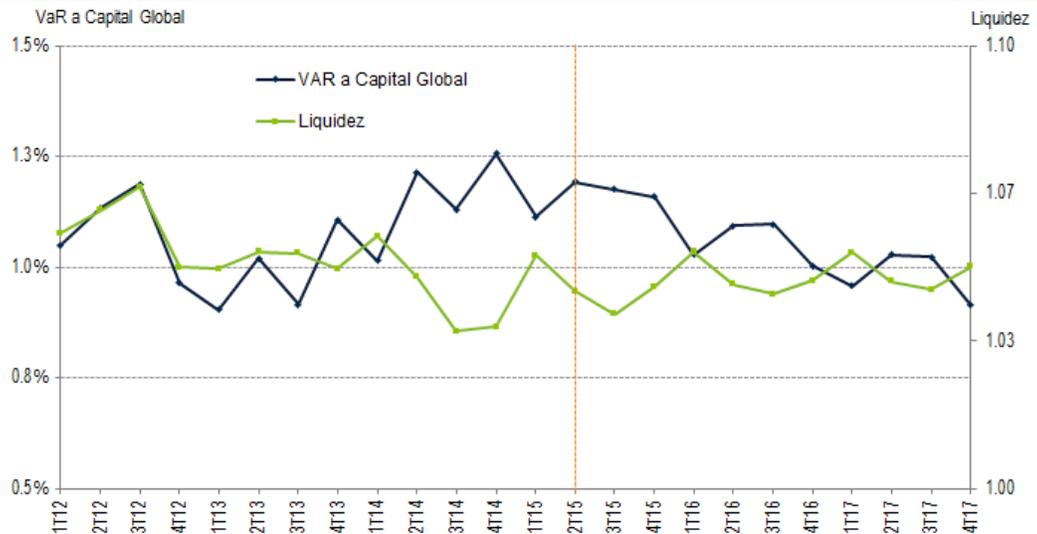
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario base.

En cuanto al requerimiento de capital de la Casa de Bolsa, debido al perfil conservador que maneja éste cuenta con requerimiento bajo. Aunado a esto existe una ligera reducción en el capital contable lo que se traduce en una disminución en el capital global. Con ello, el índice de consumo de capital cerró al 2T15 en 36.7% (vs. 32.0% al 2T14). A pesar del deterioro, este indicador se mantiene en niveles relativamente adecuados. Como se mencionó anteriormente, se proyecta que aún bajo el escenario base el capital se debilitaría por las pérdidas esperadas, colocando el índice de consumo de capital en 34.6% al 4T15, 32.8% al 4T16 y 30.7% al 4T17 (vs. 39.6% al 4T14). Con estos valores, HR Ratings considera que el índice se encontraría en niveles adecuados para la operación de la Casa de Bolsa.

En cuanto al VaR a Capital Global, este se ha mantenido en niveles adecuados, cerrando en 1.2% al 2T15 (vs. 1.2% al 2T14). Esto refleja la política conservadora que tiene la Casa de Bolsa en cuanto al riesgo, por lo que se esperaría que durante los siguientes periodos este perfil conservador se siga manteniendo. No obstante, el incremento en el capital global llevaría a que el VaR a Capital Global disminuya para ubicarse en 1.2%, 1.1% y 1.0% al 4T15, 4T16 y 4T17 (vs. 0.9% al 4T14).

Gráfica 6. VAR a Capital Global vs. Razón de Liquidez



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

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario base.

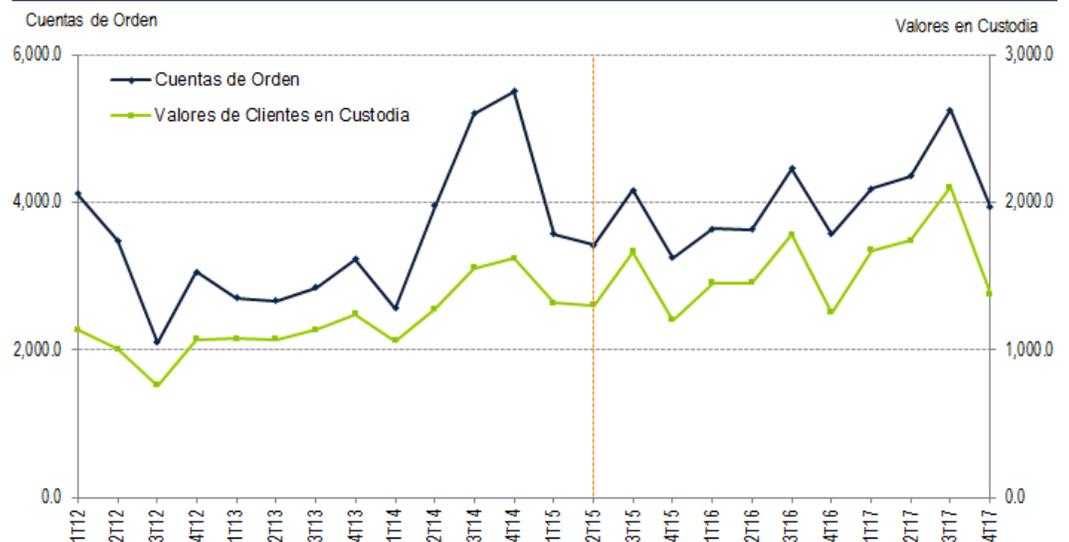
Por último, la razón de liquidez se mantuvo en los mismos niveles cerrando en 1.0x al 2T15 (vs. 1.0x al 2T14). HR Ratings considera que a pesar de la disminución observada, esta métrica se mantiene en un nivel adecuado, dada la sana administración de la tesorería de Masari Casa de Bolsa. Para los siguientes periodos se proyecta que el indicador se mantenga en el mismo nivel, cerrando en 1.0x al 4T15 y 4T16 y en 1.1x al 4T17 (vs. 1.0x al 4T14).

Escenario Estrés

El escenario de estrés proyectado por HR Ratings para Masari Casa de Bolsa toma en consideración un deterioro en el entorno económico en el que se desempeña la Casa de Bolsa, llevando a que exista una elevada incertidumbre y a su vez los mercados presenten una mayor volatilidad. Asimismo, se considera un incremento en la competencia, lo cual llevaría a que la Casa de Bolsa se vea con la dificultad de captar nuevos clientes. Es así que se proyecta que las cuentas de orden mostrarían un decremento al 2015, mostrando una recuperación con un incremento en el 2016 y 2017, pero manteniéndose en todo momento en niveles inferiores al del escenario base. Por otra parte, se asume que la Casa de Bolsa tendría una reducción en los gastos de administración, debido a que se considera que las comisiones que se les pagan a los *brokers* disminuyan de mayor manera debido a la reducción del nivel de operaciones a comparación de lo que podría impactarles la renta de sus oficinas. A pesar de ello, la Casa de Bolsa muestra un deterioro en el resultado neto con pérdidas en todos los periodos. De esta manera se asume que el estrés iniciaría a finales de 2015, siendo ese mismo año el de mayor deterioro.

Bajo un escenario de estrés, se proyecta que las cuentas de orden muestren una disminución a causa de una menor captación de clientes nuevos y una menor actividad de los clientes actuales derivado de la volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros. De esta manera, se proyecta que las cuentas de orden caigan -41.0% del 4T14 al 4T15, un crecimiento del 10.0% del 4T15 al 4T16 y 10.0% del 4T16 al 4T17 (vs. un crecimiento de 1.0%, 20.0% y 15.0% a los mismos periodos de un escenario base y 70.3% del 4T13 al 4T14). Dichos cambios llevarían a que las cuentas de orden alcancen un saldo de P\$3,250.5m al 4T15, P\$3,575.6m al 4T16 y P\$3,933.1m al 4T17 (vs. P\$5,499.3m al 4T15, P\$6,677.3m al 4T16 y P\$7,678.9m al 4T17 de un escenario base y P\$5,509.4m al 4T14). HR Ratings considera que estos cambios demuestran la dificultad de Masari Casa de Bolsa de incrementar su base de clientes ante un escenario adverso.

Gráfica 7. Cuentas de Orden vs. Valores de Clientes en Custodia

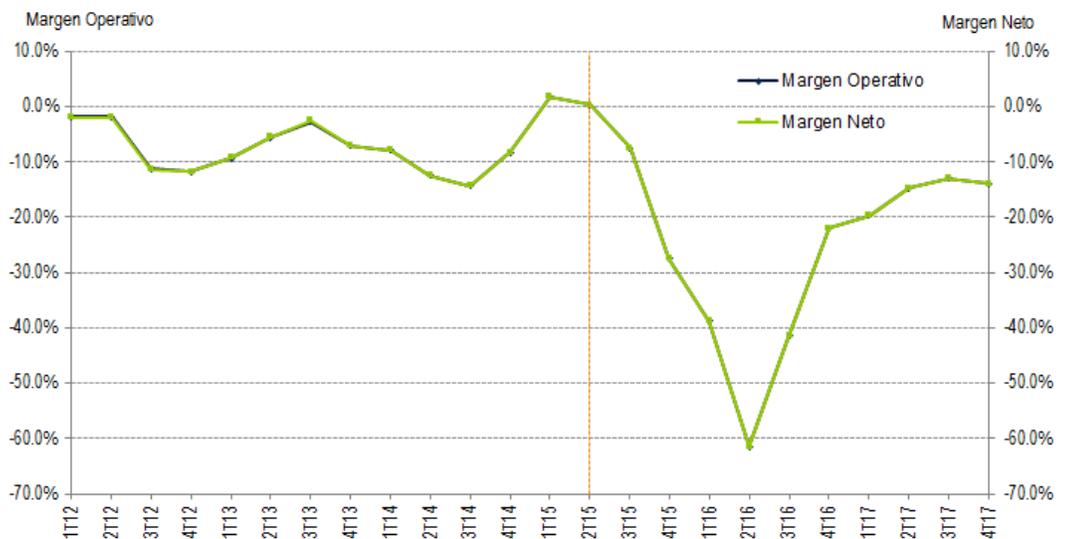


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario estrés.

Conforme al escenario de estrés, se espera el margen operativo muestre una tendencia decreciente para cerrar en -27.6%, -22.2% y -14.2% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. 4.3%, 2.7% y 3.6% dentro de un escenario base y -9.2% al 4T15). El deterioro esperado sería como consecuencia de una reducción en las comisiones y tarifas cobradas debido a una menor actividad de sus clientes, así como por un menor ingreso por compraventa, una reducción en los ingresos netos por intereses y un resultado por valuación a valor razonable con valor negativo al primer año. HR Ratings considera que este indicador se ubicaría en un rango deteriorado, reflejando la dificultad a la que se enfrentaría la Casa de Bolsa ante un escenario adverso para mostrar utilidades.

Gráfica 8. Margen Neto vs. Margen Operativo



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

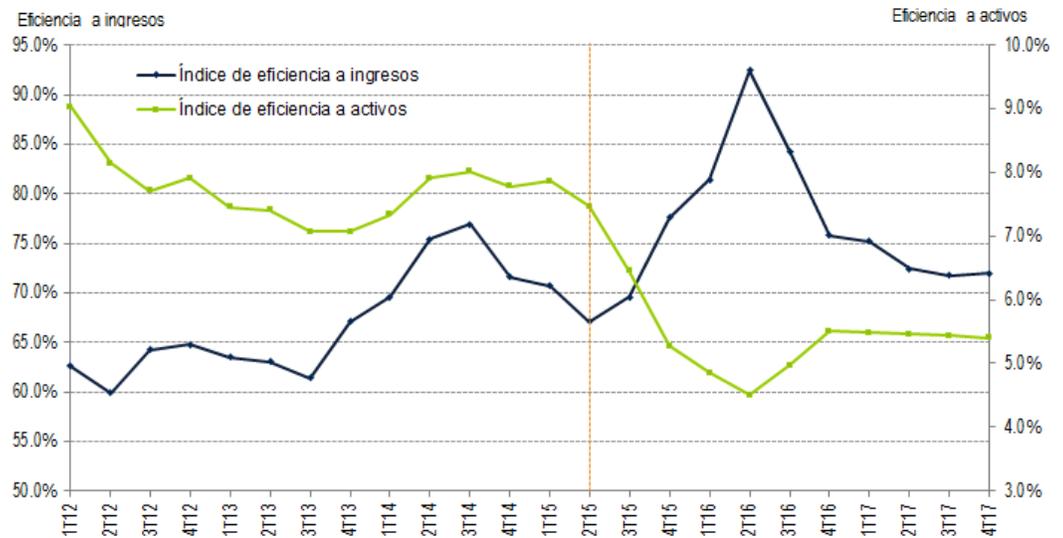
* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario estrés.

En cuanto al margen neto, este mostraría la misma tendencia derivado de que la Casa de Bolsa no genera ingresos ni egresos de otros productos o gastos, siendo el único rubro del estado de resultados que impacta esta métrica, sin impactar en el margen. De acuerdo con lo anterior, se proyecta que este indicador se ubique -27.6%, -22.2% y -14.2% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. 4.3%, 2.7% y 3.6% dentro de un escenario base y -9.2% al 4T15). HR Ratings considera que estos indicadores se ubicarían en un rango deteriorado, reflejando el fuerte deterioro al que estaría expuesta la Casa de Bolsa.

Por parte del índice de eficiencia, bajo un escenario adverso, se proyecta que este se vería fuertemente deteriorado mostrando una mejora paulatina el segundo y tercer año de proyección. Esto derivado de una fuerte disminución durante el 2015 en los ingresos brutos de la operación continuando con un ligero incremento los siguientes periodos, principalmente por menores utilidades por compraventa y un menor ingreso neto por intereses a causa del deterioro e incertidumbre que existiría en los mercados. A pesar de que bajo un escenario adverso la Casa de Bolsa disminuiría sus gastos de administración, el índice de eficiencia sigue mostrándose deteriorado y mayor al que se proyectó en el escenario base. Todo lo anterior llevaría a que el índice de eficiencia a

ingresos se coloque en 77.6%, 75.9% y 72.1% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. 62.8%, 60.0% y 57.6% dentro de un escenario base y 71.7% al 4T15). HR Ratings considera que este indicador se ubicaría en un nivel altamente deteriorado e indicaría la fuerte afectación que sufriría la Casa de Bolsa ante una situación adversa.

Gráfica 9. Eficiencia a Ingresos vs. Eficiencia a Activos (Prom. 12m)



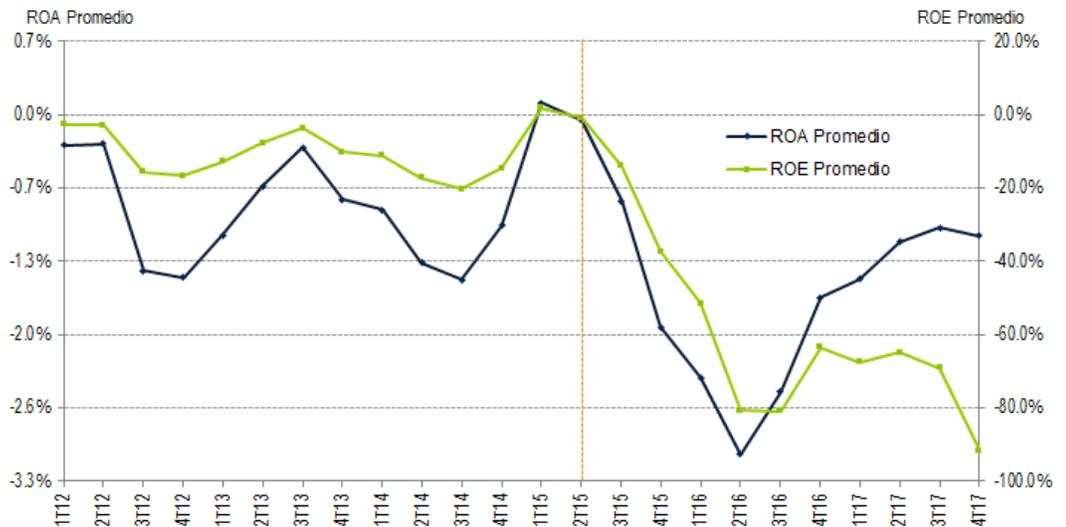
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario estrés.

Por su parte, el índice de eficiencia a activos no mostraría un deterioro, ya que se proyecta que el activo de MCB continuaría mostrando un ligero incremento, cuando los gastos de administración disminuyen por la reducción en el volumen de operaciones. Es así que se proyecta que este indicador se coloque en 5.3%, 5.5% y 5.4% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente (vs. 6.6%, 5.9% y 5.6% dentro de un escenario base y 7.8% al 4T15). No obstante, HR Ratings considera que este indicador se ubicaría todavía en niveles deteriorados.

La contracción en la generación de ingresos totales de la Casa de Bolsa llevaría a que la utilidad neta de Masari Casa de Bolsa se vea altamente presionada, mostrando pérdidas por -P\$17.2m, -P\$15.3m y -P\$10.9m durante 2015, 2016 y 2017 (vs. utilidades por P\$4.2m, P\$2.8m y P\$3.9m en los mismos periodos dentro del escenario base y -P\$7.6m durante 2014). Por otra parte, se proyecta que el activo total mostraría un ligero incremento ante el escenario de estrés, lo que ocasionaría que el ROA Promedio se vea afectado y se ubique en -1.9% al 4T15, -1.6% al 4T16 y -1.1% al 4T17 (vs. 0.5%, 0.3% y 0.4% al 4T15, 4T16 y 4T17, respectivamente, dentro del escenario base y -1.0% al 4T14).

Gráfica 10. ROE Promedio vs. ROA Promedio



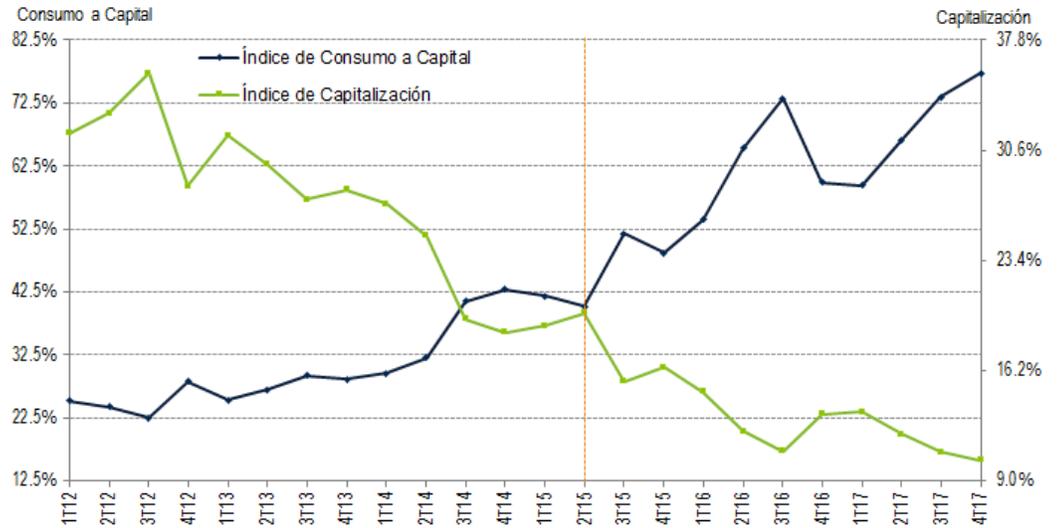
Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario estrés.

Por su parte, las pérdidas presentadas durante 2015, 2016 y 2017 también ocasionarían que el ROE Promedio se deteriore para ubicarse en -37.4% al 4T15, -63.5% al 4T16 y -91.6% al 4T17 (vs. 8.1% al 4T15, 5.0% al 4T16 y 6.6% al 4T17 de un escenario base y -14.6% al 4T15). El deterioro en las métricas de rentabilidad revelaría la fuerte dificultad a la que se enfrentaría la Casa de Bolsa ante una situación de estrés.

De igual manera, las pérdidas presentadas durante 2015, 2016 y 2017 ocasionarían que el capital contable de Masari Casa de Bolsa se vea impactado negativamente al absorber dichas pérdidas. Esto a su vez llevaría a que las métricas de solvencia se deterioren. Asimismo, es importante mencionar que se considera que antes una situación adversa los accionistas de MCB se verían imposibilitados para realizar aportaciones de capital que contrarresten el deterioro. De esta manera, se proyecta que el índice de capitalización cierre en 18.3% al 4T15, 13.1% al 4T16 y 10.5% al 4T17 (vs. 20.8%, 22.1% y 23.7% a los mismos periodos y 20.2% al 4T15). Por su parte, el índice de consumo de capital se ubicaría en 43.8%, 61.2% y 76.5% al 4T15, al 4T16 y al 4T17 (vs. 38.5%, 36.2% y 33.8% en los mismos periodos del escenario base y 39.6% al 4T14). Con ello, HR Ratings considera que los indicadores de solvencia se colocarían en niveles fuertemente deteriorados.

Gráfica 11. Índice de Consumo de Capital vs. Índice de Capitalización

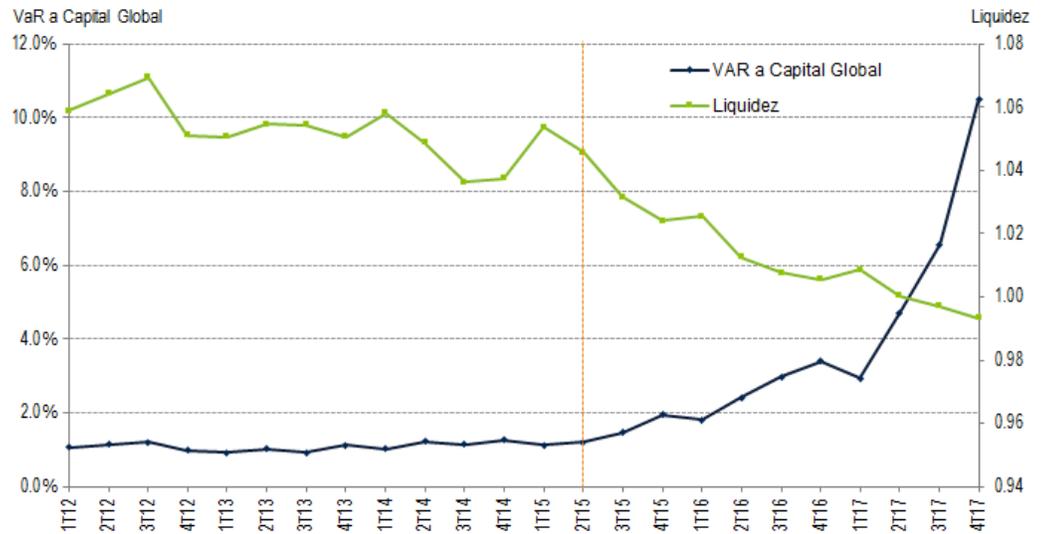


Fuente: HR Ratings con información de la Casa de Bolsa.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario estrés.

En relación al VaR a Capital Global, este mostraría un incremento que sería el resultado del deterioro en el capital global derivado de las pérdidas que presentaría Masari Casa de Bolsa durante 2015, 2016 y 2017. Es así que se proyecta que este indicador se coloque en 1.7%, 3.4% y 5.2% al 4T15, 4T16 y 4T17 (vs. 1.2%, 1.0% y 0.9% en los mismos periodos del escenario base y 1.2% al 4T14). HR Ratings considera que a pesar del incremento que sufriría el VaR a Capital Global, este se mantendría en un nivel adecuado para la Casa de Bolsa.

Gráfica 12. VaR a Capital Global vs. Razón de Liquidez



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

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15 bajo un escenario estrés.

Por el lado de la razón de liquidez, se considera que aún bajo un escenario de estrés esta se mantendría en un rango sano al cerrar en 1.0x al 4T15, 4T16 y 4T17 (vs. 1.0x en todos los periodos del escenario base y 1.0x al 4T14). HR Ratings considera que este indicador se mantendría en un nivel adecuado.

Conclusión

De acuerdo al análisis de riesgos realizado, HR Ratings ratificó la calificación de largo plazo de HR BBB- y de corto plazo de HR3 para Masari Casa de Bolsa y mantiene la Revisión Especial. Lo anterior tomando en cuenta la situación financiera de la Casa de Bolsa a pesar de las dificultades presentadas dentro de las operaciones de la misma durante los últimos doce meses. Por otro lado, los índices de solvencia se mostraron presionados debido a un incremento en las inversiones en valores de MCB y el impacto sobre el capital debido a que éste se ha mantenido en niveles similares a periodos anteriores. Igualmente, los índices de rentabilidad se mantienen en niveles deteriorados aún a pesar de haber mostrado una mejora por la generación de utilidades al 2T15 ocasionada por un crecimiento en los ingresos. Asimismo, aunque la eficiencia de MCB ha mostrado mejoras, ésta continúa manteniéndose en niveles presionados. Por último, la Revisión Especial se mantiene por el posible incremento en el Capital, lo cual podría impactar directamente la estrategia de operación de la Casa de Bolsa y a su vez en la situación financiera.

ANEXOS – Escenario Base

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Escenario Base								
ACTIVOS	875.7	771.9	861.9	936.8	970.1	991.9	720.9	931.4
Disponibilidades	48.0	41.8	34.8	42.3	44.8	46.1	38.1	42.5
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	787.2	692.3	783.7	854.3	888.4	906.2	650.7	848.3
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	17.4	16.9	22.9	26.0	23.5	25.8	11.0	24.3
Cuentas por cobrar	1.2	1.0	1.4	3.6	2.5	2.8	1.7	4.7
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.1	0.0	0.4	2.6	1.8	2.0	0.7	4.5
<i>Otros</i>	1.1	1.0	1.0	1.0	0.7	0.8	1.0	0.2
Inmuebles, mobiliario y equipo	9.4	8.8	8.3	-0.3	-0.1	0.0	8.5	0.6
Impuestos diferidos (a favor)	5.8	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Otros activos	6.6	6.2	5.9	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
PASIVOS	812.4	715.7	812.5	884.1	914.8	932.7	668.9	879.8
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	787.5	692.4	764.9	818.7	848.1	864.9	629.1	808.4
Otras cuentas por pagar	24.9	23.3	47.6	65.4	66.6	67.8	39.8	71.4
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	21.0	19.8	43.9	61.7	62.9	64.1	36.4	67.7
<i>Otros</i>	4.0	3.5	3.8	3.7	3.7	3.7	3.4	3.7
CAPITAL CONTABLE	63.3	56.2	49.4	52.7	55.4	59.1	52.0	51.6
Capital contribuido	125.6	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
Capital ganado	-62.3	-3.8	-10.6	-7.3	-4.6	-0.9	-8.0	-8.4

Fuente: HR Ratings con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

CUENTAS DE ORDEN	3,054.7	3,234.9	5,509.4	5,564.4	6,677.3	7,678.9	3,955.2	3,423.1
Cientes cuentas corrientes	-0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	-0.7	3.8
Valores de clientes	1,071.8	1,240.4	1,620.4	1,947.6	2,337.1	2,687.6	1,277.3	1,305.2
<i>Valores en custodia</i>	1,071.8	1,240.4	1,620.4	1,947.6	2,337.1	2,687.6	1,277.3	1,305.2
Operaciones por cuenta de clientes	1,847.3	1,790.9	3,102.6	3,412.9	4,095.5	4,709.8	2,205.1	1,948.0
Cuentas de registro propias	136.2	203.4	786.1	203.7	244.5	281.2	473.5	166.0

Fuente: HR Ratings con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Escenario Base								
Comisiones y tarifas cobradas	1.5	2.0	2.8	3.1	3.6	4.1	1.4	1.3
Comisiones y cuotas pagadas	-4.1	-4.2	-4.4	-4.8	-4.8	-5.2	-2.3	-2.2
Resultado por servicios	-2.6	-2.2	-1.6	-1.7	-1.2	-1.1	-0.9	-0.8
Utilidad por compraventa	51.6	48.7	47.1	58.7	59.8	61.6	23.1	29.2
Pérdida por compraventa	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ingresos por intereses	44.1	35.2	29.9	33.6	35.4	40.5	13.4	16.6
Gastos por intereses	-40.6	-31.4	-26.1	-29.4	-33.2	-37.3	-11.5	-14.1
Resultado por valuación a valor razonable	-2.1	0.4	2.9	1.8	1.9	2.0	-0.2	1.6
Margen financiero por intermediación	53.0	52.8	53.7	64.7	63.9	66.7	24.8	33.2
Otros Ingresos de la Operación	-0.0	1.1	-0.4	2.2	0.3	0.4	-0.0	2.2
<i>Estimación de difícil cobro</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.5
<i>Ingresos Extraordinarios por Venta de Inmueble</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.8
<i>Otros</i>	-0.0	1.1	-0.4	2.2	0.3	0.4	-0.0	-0.1
Ingresos netos de la operación	50.4	51.8	51.7	65.2	63.0	66.1	23.8	34.6
Gastos de administración	-61.6	-57.9	-59.3	-61.1	-60.3	-62.3	-28.0	-31.6
Resultado antes de ISR y PTU	-11.2	-6.1	-7.6	4.1	2.6	3.8	-4.2	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	-11.2	-6.1	-7.6	4.1	2.6	3.8	-4.2	3.0

Fuente: HR Ratings con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

Métricas Financieras	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Margen Operativo	-11.8%	-7.1%	-9.2%	4.2%	2.6%	3.5%	-12.4%	-0.5%
Margen Neto	-11.8%	-7.1%	-9.2%	4.2%	2.6%	3.5%	-12.4%	-0.5%
Índice de Eficiencia a Ingresos	64.8%	67.1%	71.7%	62.9%	60.0%	57.6%	75.4%	67.2%
Índice de Eficiencia a Activos	7.9%	7.1%	7.8%	6.6%	5.9%	5.6%	7.9%	7.5%
ROA Promedio	-1.4%	-0.8%	-1.0%	0.4%	0.3%	0.3%	-1.3%	-0.1%
ROE Promedio	-16.7%	-10.1%	-14.6%	7.9%	4.8%	6.4%	-17.3%	-0.8%
Índice de Consumo de Capital	28.3%	28.6%	39.6%	34.6%	32.8%	30.7%	32.0%	36.7%
Índice de Capitalización	28.3%	28.0%	20.2%	23.1%	24.4%	26.0%	25.0%	21.8%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0

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

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Escenario Base								
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Resultado Neto	-11.2	-6.1	-7.6	4.1	2.6	3.8	-4.2	3.0
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.								
Resultado por valuación a valor razonable	2.1	-0.4	-2.9	-1.8	-1.9	-2.0	0.2	-1.6
Depreciación y amortización	1.0	0.9	0.8	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
Impuestos diferidos	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones para obligaciones diversas	1.1	0.8	0.9	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0
Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados	5.2	1.3	-1.2	-0.6	-1.8	-1.9	1.2	-0.6
Aum. o dism. de part. rel. con la op.								
Dism. o aum. en inversiones en valores	29.2	94.9	-91.4	-71.0	-34.2	-17.8	42.0	-65.0
Dism. o aum. en reportos netos	-16.7	-93.9	66.3	362.5	33.8	16.5	-194.5	353.7
Dism. o aum. en colaterales vendidos o dados en garantía	0.0	0.0	0.0	-311.0	0.0	0.0	138.0	-311.0
Dism. o aum. en otros activos operativos	4.0	-2.4	2.9	-133.4	0.0	0.0	-127.2	-133.4
Dism. o aum. en otros pasivos operativos	0.0	0.0	24.2	148.0	1.2	1.2	141.0	154.0
Dism. o aum. en otros activos y pasivos operativos netos	4.0	-2.4	27.1	14.6	1.2	1.2	13.8	20.6
Total Dism. o aum. de partidas de operación	16.5	-1.4	2.0	-3.7	1.9	-0.4	-0.7	-1.7
Recursos generados o utilizados por la operación	10.5	-6.1	-6.8	-0.2	2.8	1.5	-3.7	0.7
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	0.1	-0.1	-0.2	7.7	-0.3	-0.2	0.0	7.0
Rec. gen. o util. en actividades de inversión	0.1	-0.1	-0.2	7.7	-0.3	-0.2	0.0	7.0
Disminución o aumento de efectivo y equivalentes	10.6	-6.2	-7.0	7.5	2.5	1.3	-3.7	7.7
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	37.4	48.0	41.8	34.8	42.3	44.8	41.8	34.8
Efectivo y equivalentes al final del periodo	48.0	41.8	34.8	42.3	44.8	46.1	38.1	42.5

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

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

ANEXOS – Escenario Estrés

Masari CB: Balance General (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Escenario Estrés								
ACTIVOS	875.7	771.9	861.9	863.3	880.4	925.0	720.9	931.4
Disponibilidades	48.0	41.8	34.8	13.7	15.5	16.8	38.1	42.5
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	787.2	692.3	783.7	815.1	831.4	873.0	650.7	848.3
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Deudor)	17.4	16.9	22.9	20.0	20.3	21.7	11.0	24.3
Cuentas por cobrar	1.2	1.0	1.4	3.2	1.9	2.2	1.7	4.7
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0.1	0.0	0.4	3.0	1.8	2.1	0.7	4.5
<i>Otros</i>	1.1	1.0	1.0	0.1	0.1	0.1	1.0	0.2
Inmuebles, mobiliario y equipo	9.4	8.8	8.3	0.6	0.5	0.6	8.5	0.6
Impuestos diferidos (a favor)	5.8	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
Otros activos	6.6	6.2	5.9	6.0	6.0	6.0	6.1	6.1
PASIVOS	812.4	715.7	812.5	832.0	864.3	919.8	668.9	879.8
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	787.5	692.4	764.9	759.9	792.1	846.3	629.1	808.4
Otras cuentas por pagar	24.9	23.3	47.6	72.0	72.2	73.4	39.8	71.4
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	21.0	19.8	43.9	68.0	68.2	69.4	36.4	67.7
<i>Otros</i>	4.0	3.5	3.8	4.0	4.0	4.0	3.4	3.7
CAPITAL CONTABLE	63.3	56.2	49.4	31.4	16.1	5.2	52.0	51.6
Capital contribuido	125.6	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
Capital ganado	-62.3	-3.8	-10.6	-28.6	-43.9	-54.8	-8.0	-8.4

Fuente: HR Ratings con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

CUENTAS DE ORDEN	3,054.7	3,234.9	5,509.4	3,250.5	3,575.6	3,933.1	3,955.2	3,423.1
Clientes cuentas corrientes	-0.5	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	-0.7	3.8
Valores de clientes	1,071.8	1,240.4	1,620.4	1,202.7	1,251.4	1,376.6	1,277.3	1,305.2
<i>Valores en custodia</i>	1,071.8	1,240.4	1,620.4	1,202.7	1,251.4	1,376.6	1,277.3	1,305.2
Operaciones por cuenta de clientes	1,847.3	1,790.9	3,102.6	1,855.4	2,040.9	2,245.0	2,205.1	1,948.0
Cuentas de registro propias	136.2	203.4	786.1	192.3	283.0	311.4	473.5	166.0

Fuente: HR Ratings con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

Masari CB: Estado de Resultados (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Escenario Estrés								
Comisiones y tarifas cobradas	1.5	2.0	2.8	1.8	1.2	2.3	1.4	1.3
Comisiones y cuotas pagadas	-4.1	-4.2	-4.4	-3.8	-3.8	-3.8	-2.3	-2.2
Resultado por servicios	-2.6	-2.2	-1.6	-2.1	-2.6	-1.5	-0.9	-0.8
Utilidad por compraventa	51.6	48.7	47.1	36.2	37.8	42.0	23.1	29.2
Pérdida por compraventa	-0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ingresos por intereses	44.1	35.2	29.9	28.8	29.2	31.4	13.4	16.6
Gastos por intereses	-40.6	-31.4	-26.1	-29.6	-28.1	-28.6	-11.5	-14.1
Resultado por valuación a valor razonable	-2.1	0.4	2.9	-4.4	0.6	1.0	-0.2	1.6
Margen financiero por intermediación	53.0	52.8	53.7	31.1	39.4	45.7	24.8	33.2
Otros Ingresos de la Operación	-0.0	1.1	-0.4	2.2	0.1	0.1	-0.0	2.2
<i>Estimación de difícil cobro</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-7.5
<i>Ingresos Extraordinarios por Venta de Inmueble</i>	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.8
<i>Otros</i>	-0.0	1.1	-0.4	2.2	0.1	0.1	-0.0	-0.1
Ingresos netos de la operación	50.4	51.8	51.7	31.2	36.9	44.3	23.8	34.6
Gastos de administración	-61.6	-57.9	-59.3	-48.4	-52.2	-55.2	-28.0	-31.6
Resultado antes de ISR y PTU	-11.2	-6.1	-7.6	-17.2	-15.3	-10.9	-4.2	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	-11.2	-6.1	-7.6	-17.2	-15.3	-10.9	-4.2	3.0

Fuente: HR Ratings con información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

Métricas Financieras	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Margen Operativo	-11.8%	-7.1%	-9.2%	-27.6%	-22.2%	-14.2%	-12.4%	-0.5%
Margen Neto	-11.8%	-7.1%	-9.2%	-27.6%	-22.2%	-14.2%	-12.4%	-0.5%
Índice de Eficiencia a Ingresos	64.8%	67.1%	71.7%	77.6%	75.9%	72.1%	75.4%	67.2%
Índice de Eficiencia a Activos	7.9%	7.1%	7.8%	5.3%	5.5%	5.4%	7.9%	7.5%
ROA Promedio	-1.4%	-0.8%	-1.0%	-1.9%	-1.6%	-1.1%	-1.3%	-0.1%
ROE Promedio	-16.7%	-10.1%	-14.6%	-37.4%	-63.5%	-91.6%	-17.3%	-0.8%
Índice de Consumo de Capital	28.3%	28.6%	39.6%	43.8%	61.2%	76.5%	32.0%	36.7%
Índice de Capitalización	28.3%	28.0%	20.2%	18.3%	13.1%	10.5%	25.0%	21.8%
VaR a Capital Global	1.0%	1.1%	1.2%	1.7%	3.4%	5.2%	1.2%	1.1%
Razón de Liquidez	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0

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

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

Masari CB: Flujo de Efectivo (millones de pesos)	Anual						Semestral	
	2012	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	1S14	1S15
Escenario Estrés								
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN								
Resultado Neto	-11.2	-6.1	-6.8	-17.2	-15.3	-10.9	-4.2	3.0
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.								
Resultado por valuación a valor razonable	2.1	-0.4	-3.0	4.4	-0.6	-0.6	0.2	-1.6
Depreciación y amortización	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0
Impuestos diferidos	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisiones para obligaciones diversas	1.1	0.8	0.9	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0
Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados	5.2	1.3	-1.3	5.9	-0.1	-0.1	1.2	-0.6
Aum. o dism. de part. rel. con la op.								
Dism. o aum. en inversiones en valores	29.2	94.9	-91.4	-31.8	-16.3	-104.5	42.0	-65.0
Dism. o aum. en reportos netos	-16.7	-93.9	65.5	303.7	32.5	115.6	-194.5	353.7
Dism. o aum. en colaterales vendidos o dados en garantía	0.0	0.0	0.0	-311.0	0.0	0.0	138.0	-311.0
Dism. o aum. en otros activos operativos	4.0	-2.4	2.9	-133.4	0.0	0.0	-127.2	-133.4
Dism. o aum. en otros pasivos operativos	0.0	0.0	24.2	154.6	0.2	0.5	141.0	154.0
Dism. o aum. en otros activos y pasivos operativos netos	4.0	-2.4	27.1	21.2	0.2	0.5	13.8	20.6
Total Dism. o aum. de partidas de operación	16.5	-1.4	2.1	-16.3	17.6	12.8	-0.7	-1.7
Recursos generados o utilizados por la operación	10.5	-6.1	-6.0	-27.6	2.3	1.8	-3.7	0.7
ACTIVIDADES DE INVERSIÓN								
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	0.1	-0.1	-0.2	6.5	-0.5	-0.5	0.0	7.0
Rec. gen. o util. en actividades de inversión	0.1	-0.1	-0.2	6.5	-0.5	-0.5	0.0	7.0
Disminución o aumento de efectivo y equivalentes	10.6	-6.2	-6.2	-21.1	1.8	1.3	-3.7	7.7
Efectivo y equivalentes al principio del periodo	37.4	48.0	41.8	34.8	13.7	15.5	41.8	34.8
Efectivo y equivalentes al final del periodo	48.0	41.8	34.8	13.7	15.5	16.7	38.1	42.5

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

* Proyecciones realizadas a partir del 3T15.

Glosario para Casas de Bolsa

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

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

Índice de eficiencia a activos. Gastos de Administración 12m / Activos Totales Prom. 12m

Índice de eficiencia a ingresos. Gastos de Administración 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m

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

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

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

Índice de consumo de capital. Requerimientos Totales / Capital Contable

Razón de liquidez. Activo Circulante / Pasivo Circulante

VaR a Capital Global. Valor en Riesgo / Capital Global

HR Ratings Alta Dirección

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

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

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Pedro Latapí +52 55 1253 6532
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

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

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

Deuda Corporativa / ABS

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

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

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

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

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

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



Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, CP 01210, México, D.F. Tel 52 (55) 1500 3130.

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

Metodología de Calificación para Casas de Bolsa (México), Junio 2009

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar www.hrratings.com/es/metodologia.aspx

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

Calificación anterior	HR BBB- / HR3 / Revisión Especial
Fecha de última acción de calificación	26 de noviembre de 2014
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación.	1T10 - 3T15
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 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 o emitidas no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, a la alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia 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).