

8 de marzo de 2018

Casas de Bolsa | Masari

Calificaciones

	Calificación Actual
Calificación LP	'BBB-/M'
Calificación CP	'3/M'

Perspectiva

'Estable'

Información financiera

Ps\$ millones	3T17	2016
Activos	952	1,014
Inversiones	870	912
Capital	48	50
ROAA (%)	(0.8)	(0.2)
ROAE (%)	(16.0)	(4.7)
Utilidad neta / Ingreso total (%)	(13.1)	(3.7)
Pasivo ajustado /Capital (x)	0.1	0.1
Capital / Activo ajustado (%)	58.5	48.7

Analistas
Ignacio Sandoval Jáuregui
 T (52 81) 1936 6692
 M ignacio.sandoval@verum.mx

Daniel Martínez Flores
 T (52 81) 1936 6694
 M Daniel.martinez@verum.mx

Jonathan Félix Gaxiola
 T (52 81) 1936 6693
 M jonathan.felix@verum.mx

Fundamentos de la calificación

Las calificaciones de Masari Casa de Bolsa, S.A. (Masari) toman en cuenta la trayectoria y experiencia de su equipo directivo, el robustecimiento en los procesos de operación, una política de inversión conservadora en su portafolio de valores que acota de forma eficiente su exposición a riesgos discretos, el favorable crecimiento durante los últimos doce meses de los valores en custodia, así como una adecuada estructura de administración de riesgos acorde al volumen de sus operaciones. Asimismo, las calificaciones se encuentran limitadas por sus presionados indicadores de desempeño financiero a causa de la reducción que ha sufrido su base de capital debido a los pérdidas operativas de los últimos dos años, los moderados crecimientos observados en los ingresos de su principal línea de negocios (intermediación de divisas), además de los retos de participar en un mercado altamente competido una gama de productos poco diversificada y sensible a los ciclos económicos.

Al cierre del 3T17 los valores en custodia ascendieron a Ps\$2,670 millones muy por encima a lo observado el año anterior (3T16: Ps\$1,371 millones), destacando los instrumentos de patrimonio neto por su participación del 55.0% en la composición de los valores custodiados por la Casa de Bolsa. Hacia adelante se espera una menor participación en el apartado de divisas respecto al total de ingresos y un crecimiento moderado el rubro de mercado de dinero, así como en capitales, que le permita a la Casa de Bolsa acotar en menor medida su exposición a ciclos de alta volatilidad.

A la fecha Masari cuenta con una fortaleza patrimonial adecuada. El índice de capitalización presentado por la Casa de Bolsa al cierre del 3T17 fue del 26.9% que compara de manera favorable con el 10.5% estipulado en la regulación vigente (24.5% en promedio durante los UDM).

Perspectiva y Factores Clave

La perspectiva de la calificación se mantiene 'Estable'. Las calificaciones podrían incrementarse en la medida en que Masari logre consolidar su estrategia de crecimiento, fortaleciendo la diversificación de su base de ingresos recurrentes que le permita mejorar sus indicadores de rentabilidad y eficiencia de manera sostenida en el mediano plazo, propiciando un fortalecimiento de los indicadores de capitalización y manteniendo el bajo apetito por riesgos discretos. Por el contrario, las calificaciones podrían reducirse en caso que la Casa de Bolsa continúe experimentando deterioros de su capital, que ocasionen niveles de capitalización inferiores a los requeridos por la regulación vigente, o si se incrementa significativamente la toma de riesgos.

Descripción de la compañía

Masari tiene una trayectoria de más de 30 años en el sistema financiero mexicano. La principal línea de negocios de la entidad ha sido históricamente la intermediación de divisas por cuenta de clientes (principalmente empresas pequeñas y medianas de diversos sectores). Los primeros 20 años operó bajo la figura de casa de cambio y desde el año 2007 recibió autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) para su operación como Casa de Bolsa.

Desde el 2010 Masari fue autorizada por la CNBV para operar en el mercado de renta variable de la Bolsa Mexicana de Valores (compra-venta de acciones por cuenta de clientes), para lo cual la entidad mantiene un contrato con GBM Casa de Bolsa para que ésta última le proporcione los servicios de acceso remoto a sus sistemas de recepción, registro, ejecución y asignación de sus operaciones en la BMV. Actualmente opera un total de 1,163 cuentas manteniendo un monto de Ps\$2,670 millones de valores en custodia.

Administración y Accionistas

Verum considera que la Casa de Bolsa mantiene adecuadas prácticas de gobierno corporativo, ya que cuenta con un equipo directivo con amplia experiencia dentro del sector financiero y buen arraigo dentro de la compañía. Para el apoyo en la toma de decisiones el Consejo ha delegado facultades a 5 comités institucionales que son: Comité de Control Interno, Comité de Auditoría, Comité de Riesgos, Comité de Remuneración y Comité de Comunicación y Control. Tanto el Comité de Auditoría como el Comité de Riesgos son presididos por un consejero independiente, en línea con las mejores prácticas de gobierno corporativo.

Estrategia

La estrategia de la institución para el mediano plazo continúa centrada en incrementar las operaciones bursátiles, privilegiando la incorporación de clientes con un enfoque patrimonial (no transaccional). La entidad busca penetrar el mercado de inversionistas con estrategias patrimoniales de largo plazo. Al cierre de octubre la mezcla de ingresos por línea de negocio continua evolucionando favorablemente siendo alrededor del 74.0% divisas y el 26.0% restante proviene de capitales y mercado de dinero.

Durante el 2018 la institución pretende conseguir una inyección adicional de capital a la Casa de Bolsa que soporte el plan de acción elaborado por la administración, y que a su vez ayude a revertir las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores. La fusión la institución pretende incursionar en nuevas áreas de negocio como lo son la Distribución de Fondos, además de fortalecer las líneas con que ya cuenta actualmente la institución.

Análisis de Operaciones

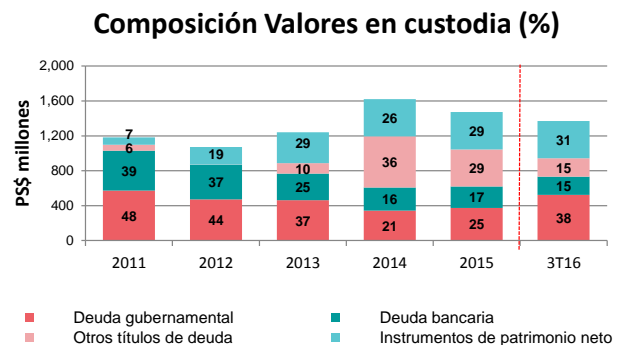
Al cierre del 3T17 las operaciones de la casa de bolsa continúan basadas en su oficina ubicada en la Ciudad de México y su plantilla laboral está compuesta de 48 empleados (2015: 50 empleados). Durante los últimos meses con la finalidad de mantener un servicio de calidad y sobre todo cercano al cliente se han contratado dos operadores junior, a los que se les desarrollará dentro de la institución con la finalidad de hacer más eficiente el proceso de promoción. La institución tiene programado para el próximo año terminar con la implementación de la nueva plataforma para poder realizar operaciones las 24 horas; lo cual ayudará a hacer más eficientes las operaciones así como atender a un nuevo segmento de mercado que va en ascenso. Dentro de los atributos de esta nueva plataforma debe destacarse toda la información que podrá recopilarse acerca de las operaciones mediante reportes estadísticos que apoyaran a la institución con las actividades de perfilamiento de clientes.

La Casa de Bolsa ha continuado incrementando el número de cuentas de inversión, gracias a los esfuerzos realizados por su área de promoción. Al cierre de septiembre del 2017 la Casa de Bolsa registró un total de 1,163 cuentas de inversión (+12.6% en los UDM) que representan menos del 0.5% del total de cuentas del sistema. La mayoría de estas cuentas corresponden a personas físicas (78.0% del total) y de nacionalidad mexicana (98.0%). Clasificadas por tipo de operación que realizan, el total de las cuentas de inversión están sujetas a instrucción por parte del cliente.

Al cierre del 3T17 los valores en custodia ascendieron a Ps\$2,670 millones muy por encima a lo observado el año anterior (3T16: Ps\$1,371 millones), destacando los instrumentos de patrimonio neto por su participación del 55.0% en la composición de los valores custodiados por Masari; resultado de un efecto

combinado de la estrategia comercial de la casa de Bolsa y del programa de estímulo fiscal sobre la repatriación de capitales emprendido por el Gobierno Federal durante el primer semestre del 2017.

Verum seguirá de cerca la consolidación de la estrategia de crecimiento planteada por la Casa de Bolsa, así como su impacto en el número de cuentas de inversión y posición accionaria de clientes; ya que serán los primeros indicadores de posibles incrementos en los ingresos recurrentes (tanto de la línea de negocio de capitales y mercado de dinero, así como del servicio de Asset Management pretendidos por la



institución) que puedan lograr el fortalecimiento de sus indicadores de desempeño financiero en el mediano plazo.

Análisis de la Utilidad

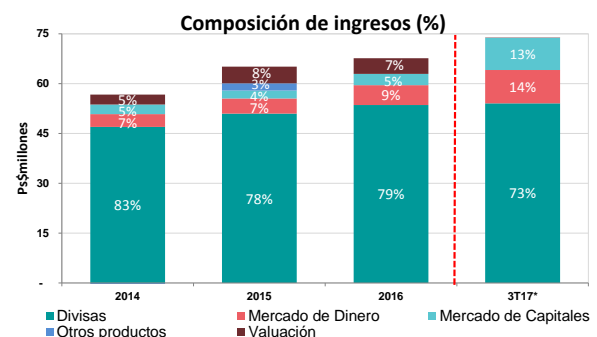
A pesar del gran esfuerzo realizado por el equipo directivo durante el último año intensificando su operación en el mercado de capitales, e implementando desarrollos tecnológicos innovadores, los indicadores de desempeño financiero y de consumo de capital de Masari continúan influenciados por la volatilidad del tipo de cambio y tasas observada en el mercado durante los últimos meses, y se mantienen como una de las principales limitaciones de sus calificaciones.

Al cierre del 3T17 el margen financiero por intermediación ascendió a Ps\$42.0 millones (influenciado principalmente por una baja en la utilidad por compra venta de divisas) que compara de manera desfavorable con los Ps\$46.0 millones registrados en el mismo periodo del año anterior, y que ante un nivel de gastos de administración de Ps\$48.0 millones originó un una pérdida de aproximadamente Ps\$6.0 millones. Como consecuencia de lo anterior, los indicadores de rentabilidad sobre ingresos totales y capital promedio continúan en niveles negativos y se ubicaron en -0.8% y -16.0% respectivamente (3T16: -0.4% y -9.2%).

En opinión de Verum, durante los UDM los indicadores financieros de Masari se han mantenido presionados a consecuencia de seguir contando con una base de ingresos recurrentes poco diversificada; por lo que la exposición de la Casa de Bolsa ante periodos de alta volatilidad en el mercado, como ha sucedido en el último año, es más alta en comparación con otros participantes en el sector. Hacía adelante, esperamos que una vez consolidado el incremento en aproximadamente Ps\$50.0 millones de su patrimonio, aunado a las estrategias de crecimiento en sus operaciones en el mercado de capitales y Asset Management, le permitan a la compañía incrementar su base de ingresos en el mediano plazo, consiguiendo revertir la tendencia en sus indicadores.

Ingresos

La composición de los ingresos ha evolucionado de forma satisfactoria de acuerdo con planeado por la compañía, logrando que al cierre del 3T17 el ingreso por divisas representara el 73.0%, le siguen en importancia las operaciones en mercado de dinero por cuenta de clientes (14.0%), las comisiones por compra venta de acciones (13.0%), y una participación marginal explicada por ganancias por valuación y otros productos. Hacia adelante se espera



una menor participación en el apartado de divisas respecto al total de ingresos y un crecimiento moderado el rubro de mercado de dinero, así como en capitales, que le permita a la Casa de Bolsa acotar en menor medida su exposición a ciclos de alta volatilidad (contracción en los spreads del tipo de cambio).

Costos de operación

Común a lo observado en otras entidades financieras, el costo de remuneración al personal es el componente más importante en su estructura de gastos. Durante el 2016 los gastos por este concepto representaron el 49.0% del total de los gastos de administración y promoción, cifra en línea a lo observado durante los últimos años (2015: 51.0%). Al cierre del 3T17 dichas remuneraciones representaron el 50.0%, seguido por gastos de administración y promoción (21%), impuestos diversos (8%), y rentas (5.0%). El resto de los egresos se debe a gastos por tecnología (5%), cuotas a la CNBV y AMIB (4%) y a partidas de menor importancia.

Estimamos que los gastos de administración y promoción seguirán una tendencia similar a lo observado en años recientes; su crecimiento estará ligado al crecimiento en el volumen de la operación, y en menor medida a los aumentos salariales para compensar los efectos de la inflación, por lo que muy probablemente durante el próximo año éstos terminen asciendan a un monto similar al observado y en línea con lo presupuestado por Masari.

Administración de Riesgos

Verum considera que el apetito por riesgos discretionales de Masari es bajo en comparación con otros participantes del sector, evidenciado por la importante participación que los instrumentos gubernamentales e instrumentos de deuda bancarios de alta calidad crediticia tienen en la composición de su portafolio; además de que realiza un adecuado monitoreo y administración de éste. Durante el 2017, el límite global de exposición al riesgo autorizado por el Consejo de Administración es el 25% del Capital Contable.

Riesgo Mercado

El VaR ha mostrado aumentos paulatinos durante los últimos años en gran medida por la volatilidad que se ha presentado en el mercado durante los últimos dos años; sin embargo, al cierre del 3T17 el Valor en Riesgo ascendió a Ps\$1.2 millones que representa el 2.84% de su capital contable, nivel que compara de manera favorable con respecto al 5.20% observado el mismo periodo del 2016, derivado en mayor medida por el vencimiento de posiciones gubernamentales de tasa revisable que se tenían en el portafolio de inversiones el año pasado, por lo que no se presentó ningún exceso al límite establecido para riesgo de mercado durante los últimos doce meses.

Si bien Verum considera que Masari cuenta con una adecuada estructura de administración de riesgos, y que las exposiciones son acotadas y permanecen

correctamente monitoreadas, el consumo del límite de riesgo de mercado continuará influenciado en gran medida por los resultados obtenidos por la Casa de Bolsa, ya que una disminución en el capital contable impactaría el nivel de consumo limitando su nivel de operación y, en última instancia, su capacidad de generación de utilidades.

Riesgo Crédito

El Riesgo de Crédito Proviene principalmente de su portafolio de inversiones (utilizado en sus operaciones de reporto) y es considerado bajo por Verum ante la elevada calidad crediticia de los instrumentos que lo componen. Aproximadamente el 74.0% de los instrumentos en portafolio corresponden a deuda gubernamental, mientras que el resto se compone de papel bancario de alta calidad crediticia (25.0%) y una participación marginal de las inversiones *over night* (1.0%). Al cierre del 1S17 la pérdida esperada se ubicó en Ps\$2.6 millones que representó el 4.8% del capital (3T17: Ps\$5.1 millones; 10.7% del capital). Por su parte, el riesgo contraparte en las operaciones de divisas es nulo ya que la entidad realiza el total de sus operaciones bajo la modalidad de Entrega contra Pago.

Riesgo Liquidez

Para calcular su exposición Masari realiza el análisis de brechas existentes entre las posiciones abiertas de la Casa de Bolsa y realiza el cálculo del VaR para determinar la pérdida potencial derivada de la venta anticipada o forzosa de activos a descuentos inusuales para hacer frente a sus obligaciones de manera oportuna. En los análisis de brechas, durante los últimos doce meses no se observan descalces importantes, mostrando siempre un saldo positivo en la primera banda (hasta 60 días). El cálculo de VaR de liquidez para el 1ST17 fue de 0.84% del capital contable (3T16: 0.41% del capital contable).

Riesgo Operativo y Legal

Masari cuenta con una infraestructura tecnológica adecuada para soportar su tamaño actual de operaciones y de los próximos periodos; además tiene instrumentado un Plan de Continuidad de Negocio (BCP) para evitar la interrupción de sus operaciones, así como la prestación de sus servicios con los clientes. Con respecto al área tecnológica, se integró al oficial de seguridad, para incluir en los procesos la serie de controles definidos por la CNBV en la normativa vigente con respecto a la seguridad e integridad de la información.

Para gestionar su exposición Masari cuenta con una bitácora de exposiciones y quebrantos desde el 2009 actualizada con todas las incidencias (2014 – 2017), en la cual registran cualquier impacto económico de algún evento de riesgo operativo. Verum considera que a la fecha no existe ninguna incidencia operativa o litigio que represente una amenaza importante para la continuidad del negocio. Al cierre del 3T17 los requerimientos de capital por riesgo operativo fueron de Ps\$2.2 millones (4.6% del capital contable).

Fondeo y Capitalización

Fondeo

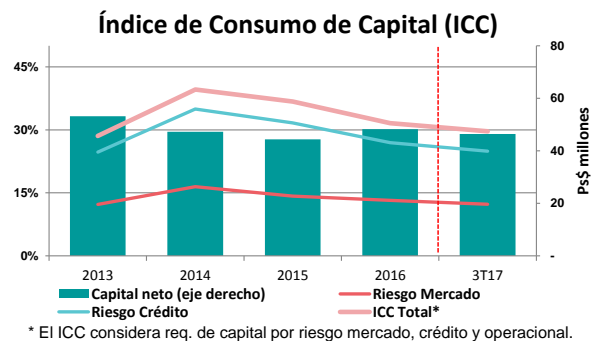
La casa de Bolsa tiene diversas líneas de operación de mesa de dinero y divisas con diferentes instituciones bancarias mexicanas y del exterior. Verum considera que estas líneas le brindan a la Casa de Bolsa los recursos necesarios para mantener su volumen de operación actual; sin embargo, a diferencia de lo observado en otras casas de bolsa independientes, Masari no cuenta con una línea de operación intradía (RSP).

Capitalización

Masari cuenta con una fortaleza patrimonial adecuada. El índice de capitalización presentado por la Casa de Bolsa al cierre del 3T17 fue del 26.9% que compara de manera favorable con el 10.5% estipulado en la regulación vigente (24.5% en promedio durante los UDM). La mejora observada se deriva de

la inyección de Ps\$3.8 millones realizada por los accionistas durante el pasado mes de agosto, ya que de no haberse efectuado, el nivel de solvencia continuaría presionada por los resultados negativos generados por la Casa de Bolsa en los últimos años. Favorablemente, la entidad cuenta con diversas alternativas para incrementar su capital, ya sea mediante la próxima adhesión de nuevos accionistas con su respectiva capitalización, o bien, que se recurra a un incremento en el patrimonio por parte de los actuales accionistas (Aprox. Ps\$26.4 millones a junio del 2018) de acuerdo a lo estipulado en su plan de capitalización para el 2018 presentado ante la CNBV.

El índice de consumo de capital (ICC) al cierre del año 2016 se ubicó en 31.7% (2015: 36.7%), que representa una disminución aproximada de 5.0 puntos porcentuales respecto al año anterior; derivado principalmente del incremento en el capital neto mediante la aportación de Ps\$6.0 millones por parte de los accionistas durante el 3T16, dado que el requerimiento de capital presentó una variación marginal con respecto al año anterior. Al 3T17 el ICC se ubicó en un nivel de 29.7%. Hacia adelante Verum espera continuar observando un índice de capitalización en niveles similares al reportado actualmente; de lo contrario, sus calificaciones podrían verse presionadas a la baja.



Calidad de la Información

Verum considera que cuenta con información suficientemente robusta para emitir una calificación crediticia para Masari. La información financiera para los años 2012 al 2016 fue auditada por Galaz, Yamazaki, Ruiz Urquiza, S.C. socio local de *Deloitte Touche Tohmatsu Limited* bajo las Normas Internacionales de Auditoría concluyendo que fue preparada en todos los aspectos materiales, de conformidad con los criterios contables para casas de bolsa, emitidos por la CNBV. Los estados financieros para los años 2008, 2009, 2010 y 2011 también fueron auditados sin salvedades por el mismo despacho pero bajo las Normas de Auditoría Generalmente Aceptadas en México. Los estados financieros trimestrales utilizados en este reporte no han sido auditados y la información operativa fue proporcionada por Masari u obtenida de fuentes que Verum considera confiables como son reportes sectoriales de la CNBV, la Bolsa Mexicana de Valores, entre otras.

Masari Casa de Bolsa, S.A.
Millones de pesos

	sep-17	%	dic-16	%	dic-15	%	dic-14	%	dic-13	%
Balance General										
Activo	952	100.0	1,014	100.0	929	100.0	862	100.0	771	100.0
Disponibilidades	66	6.9	71	7.0	48	5.1	35	4.0	42	5.4
Inversiones en valores	870	91.4	912	89.9	868	93.5	784	90.9	692	89.8
Deudores por reporto	2	0.2	17	1.7	2	0.2	23	2.7	17	2.2
Cuentas por Cobrar	1	0.1	3	0.3	-	-	1	0.2	1	0.1
Inmuebles, mobiliario o equipo, neto	2	0.2	1	0.1	1	0.1	8	1.0	9	1.1
Impuestos y PTU diferidos (neto)	5	0.5	5	0.5	5	0.5	5	0.6	5	0.6
Otros activos	6	0.6	5	0.5	6	0.6	6	0.7	6	0.7
Cargos difereidos, pagos anticipados e intangibles.	4	0.4	4	0.4	4	0.4	5	0.5	6	0.7
Otros activos a corto y largo plazo	2	0.2	2	0.2	2	0.2	1	0.2	-	-
Pasivo	904	95.0	964	95.1	883	95.0	813	94.3	715	92.7
Acreedores por reporto	871	91.5	898	88.6	831	89.5	765	88.7	692	89.8
Derivados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acreedores diversos y otras cuentas por pagar	33	3.5	66	6.5	51	5.5	48	5.5	23	2.9
Acreedores por liquidación de operaciones	30	3.2	63	6.2	48	5.2	44	5.1	20	2.6
Acreedores diversos y otras cuentas por pagar	3	0.3	3	0.3	4	0.4	4	0.4	3	0.4
Impuestos y PTU diferidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital Contable	48	5.0	50	4.9	46	5.0	49	5.7	56	7.3
Capital contribuido	70	7.4	66	6.5	60	6.5	60	7.0	60	7.8
Capital ganado	(22)	(2.3)	(16)	(1.6)	(14)	(1.5)	(11)	(1.2)	(4)	(0.5)
Reservas de capital	2	0.2	2	0.2	2	0.2	2	0.3	2	0.3
Resultado de ejercicios anteriores	(18)	(1.9)	(16)	(1.6)	(14)	(1.5)	(6)	(0.7)	-	-
Resultado neto	(6)	(0.6)	(2)	(0.2)	(2)	(0.3)	(7)	(0.8)	(6)	(0.8)
Suma del pasivo y capital contable	952	100.0	1,014	100.0	929	100.0	862	100.0	771	100.0

Estado de Resultados

Comisiones y tarifas cobradas	6	100.0	3	100.0	2	100.0	3	100.0	2	100.0
Comisiones y tarifas pagadas	6	96.4	6	182.4	5	200.0	4	151.7	4	215.8
Ingresos por asesoría financiera	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado por Servicios	0	3.6	(3)	(82.4)	(2)	(100.0)	(2)	(51.7)	(2)	(115.8)
Utilidad por compra venta	38	581.5	54	1,576.5	51	2,125.0	47	1,620.7	49	2,557.9
Pérdida por compra venta	0	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingreso por intereses	57	879.4	46	1,338.2	32	1,350.0	30	1,031.0	35	1,852.6
Gasto por intereses	50	776.7	40	1,161.8	28	1,162.5	26	900.0	31	1,647.4
Resultado por Vauación a Valor Razonable	(2)	(32.0)	5	138.2	5	204.2	3	103.4	0	15.8
Margen financiero por intermediación	42	652.1	64	1,891.2	60	2,516.7	54	1,855.2	53	2,778.9
Otros ingresos (egresos) de la operación	0	5.1	0	11.8	2	91.7	0	6.9	1	57.9
Gastos de administración y promoción	48	747.2	64	1,885.3	63	2,608.3	59	2,044.8	58	3,042.1
Resultado de operación	(6)	(86.4)	(2)	(64.7)	(2)	(100.0)	(7)	(234.5)	(6)	(321.1)
Resultado antes de impuestos a la utilidad	(6)	(86.4)	(2)	(64.7)	(2)	(100.0)	(7)	(234.5)	(6)	(321.1)
Impuestos a la utilidad causados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuestos a la utilidad diferidos (netos)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado antes de operaciones discontinuadas	(6)	(86.4)	(2)	(64.7)	(2)	(100.0)	(7)	(234.5)	(6)	(321.1)
Resultado neto	(6)	(86.4)	(2)	(64.7)	(2)	(100.0)	(7)	(234.5)	(6)	(321.1)

Masari Casa de Bolsa, S.A.

Millones de pesos

	sep-17	%	dic-16	%	dic-15	%	dic-14	%	dic-13	%
Otra información										
Valores de clientes recibidos en custodia	2,670.0		1,836.8		1,473.7		1,620.4		1,240.4	
Número de cuentas de inversión	1,163.0		1,045.0		962.0		908.0		866.0	
Dividendos decretados (en el periodo de generación)	-		-		-		-		-	
Índice de consumo de capital	29.74		31.59		36.71		39.59		28.57	
Capital Global	46.4		48.2		44.4		47.3		53.2	
Requerimiento de capital por riesgo mercado	5.7		6.4		6.3		7.8		6.5	
Requerimiento de capital por riesgo crédito	5.9		6.6		7.7		8.7		6.6	
Requerimiento de capital por riesgo operativo	2.2		2.2		2.3		2.2		2.0	
Personal	48.0		46.0		50.0		50.0		46.0	
Activos líquidos	9.0		27.5		9.0		7.8		20.6	
Disminución de activos por operaciones de reporte	870.0		911.6		868.4		783.7		692.3	
Disminución de pasivos por operaciones de reporte	901.0		961.0		879.1		808.7		712.2	
Análisis de Razones										
Desempeño Financiero (%)										
Gastos de operación / Ingresos totales	113.1		103.6		104.0		113.0		111.8	
Resultado de operación / Ingresos totales	(13.1)		(3.6)		(4.0)		(13.0)		(11.8)	
Resultado antes de impuestos / Ingresos totales	(13.1)		(3.6)		(4.0)		(13.0)		(11.8)	
Resultado neto / Ingresos totales	(13.1)		(3.6)		(4.0)		(13.0)		(11.8)	
Margen Financiero / Activo promedio	5.9		6.7		6.8		7.0		6.4	
Resultado de operación / Activo promedio	(0.8)		(0.2)		(0.3)		(0.9)		(0.7)	
ROAA	(0.8)		(0.2)		(0.3)		(0.9)		(0.7)	
ROAE	(16.0)		(4.7)		(4.8)		(13.0)		(10.1)	
Fondeo y Liquidez (%)										
Inversiones / Activo total	91.4		89.9		93.5		90.9		89.8	
Activos líquidos / Activo total	0.9		2.7		1.0		0.9		2.7	
Capitalización y apalancamiento										
Capital / Activo total	5.0		4.9		5.0		5.7		7.3	
Capital ajustado / Activo total	4.5		4.5		4.5		5.2		6.7	
Capital / Activo ajustado operac. reporte	58.5		48.7		76.5		63.2		71.2	
Capital ajustado / Activo ajustado operac. reporte	52.4		44.1		68.5		56.9		65.1	
Índice de consumo de capital	29.7		31.6		36.7		39.6		28.6	
Generación interna de capital	(14.9)		(4.8)		(4.9)		(12.1)		(9.8)	
Pasivo total / Activo total	95.0		95.1		95.0		94.3		92.7	
Pasivo total / Capital (x)	18.8		19.3		19.1		16.4		12.7	
Pasivo total ajustado operac. reporte / Capital (x)	0.1		0.1		0.1		0.1		0.0	
Pasivo total ajustado operac. reporte / Capital ajustado	0.1		0.1		0.1		0.1		0.1	
Estructura de ingresos										
Comisiones y tarifas netas	0.2	0.5	(2.8)	(4.5)	(2.4)	(4.0)	(1.5)	(2.9)	(2.2)	(4.3)
Ingresos por asesoría financiera	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Margen financiero por intermediación	42.3	98.7	64.3	103.9	60.4	100.3	53.8	102.5	52.8	102.1
Otros ingresos	0.3	0.8	0.4	0.6	2.2	3.7	0.2	0.4	1.1	2.1
Ingresos totales	42.9	100.0	61.9	100.0	60.2	100.0	52.5	100.0	51.7	100.0

La última revisión de las calificaciones de Masari se realizó el 28 de diciembre de 2017. La información financiera utilizada para el análisis y determinación de estas calificaciones comprende hasta el 30 de septiembre de 2017.

El significado de las calificaciones, una explicación sobre la forma en que se determinan y la periodicidad con la que se les da seguimiento a las calificaciones, sus particularidades, atributos y limitaciones, así como las metodologías de calificación, la estructura y proceso de votación del comité que determinó las calificaciones y los criterios para el retiro o suspensión de una calificación pueden ser consultados en nuestro sitio de internet <http://www.verum.mx>.

De conformidad con las metodologías de calificación antes indicadas y 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, se hace notar que las calificaciones en cuestión pueden estar sujetas a actualización en cualquier momento. Las calificaciones otorgadas son una opinión con respecto a la calidad crediticia o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social de la emisora, todo ello con respecto al emisor o emisiones en cuestión, y por tanto no constituye recomendación alguna para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar al cabo algún negocio, operación o inversión.

Las calificaciones antes indicadas están basadas en información proporcionada por la emisora y/u obtenida de fuentes que se asumen precisas y confiables, dentro de la cual se incluyen estados financieros auditados, información operativa, presentaciones corporativas, análisis sectoriales y regulatorios, entre otras, misma que fue revisada por Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. exclusivamente en la medida necesaria y en relación al otorgamiento de las calificaciones en cuestión, de acuerdo con las metodologías referida anteriormente. En ningún caso deberá entenderse que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha en forma alguna validado, garantizado o certificado la precisión, exactitud o totalidad de dicha información, por lo que no asume responsabilidad alguna por cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el análisis de tal información.

La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y la opinión sobre la capacidad de la emisora 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 las calificaciones, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. Las calificaciones en cuestión consideran un análisis de la calidad crediticia relativa a la emisora, pero no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago. Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. emite las calificaciones de que se trata con apego estricto a las sanas prácticas de mercado, a la normatividad aplicable y a su Código de Conducta, el cual se puede consultar en <http://www.verum.mx>.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor (o en su nombre) por lo que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. ha percibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. No obstante, se hace notar que Verum, Calificadora de Valores, S.A.P.I. de C.V. no ha recibido ingresos de la emisora por conceptos diferentes a los relacionados con el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación de la calidad crediticia y el otorgamiento de una calificación.