



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**  
**HR1**

La nueva alternativa en calificación de valores.

## Contactos

Fernando Montes de Oca  
Analista Senior  
E-mail: fernando.montesdeoca@hrratings.com

Luis Quintero  
Analista  
E-mail: luis.quintero@hrratings.com

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

C+ (52-55) 1500 3130

## Calificaciones

Calificación Contraparte de LP **HR A+**  
Calificación Contraparte de CP **HR1**

Perspectiva **Estable**

La calificación de largo plazo que determinó HR Ratings de México S.A. de C.V., para Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa es "HR A+". El emisor con esta calificación ofrece seguridad aceptable para el pago oportuno de obligaciones de deuda y mantiene bajo riesgo crediticio. El signo "+" representa una posición de fortaleza relativa dentro de la misma calificación.

La calificación de corto plazo que determinó HR Ratings de México, S.A. de C.V. para Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa es "HR1". El emisor con esta calificación ofrece alta capacidad para el pago oportuno de obligaciones de corto plazo y mantiene el más bajo riesgo crediticio.

HR Ratings de México, S.A. de C.V., asignó la calificación crediticia de largo plazo de "HR A+" y la calificación de corto plazo de "HR1" a Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero (Value o Casa de Bolsa). El análisis realizado por HR Ratings de México incluye la evaluación de factores cualitativos y cuantitativos. Las proyecciones realizadas por HR Ratings de México fueron bajo un escenario base y un escenario de estrés, reflejando el efecto de condiciones económicas adversas sobre la Casa de Bolsa. **La perspectiva de las calificaciones es Estable.**

Supuestos y Resultados: Value Casa de Bolsa	Escenario Base			Escenario de Estrés				
	2009	2010P*	2011P	2012P	2009	2010P*	2011P	2012P
Disponibilidades	2.5	3.5	3.6	3.9	2.5	3.4	3.1	2.9
Inversiones en Valores con Subyacente de Reporto	1,461.0	1,714.5	1,855.1	2,023.9	1,461.0	1,689.6	1,755.5	1,822.2
Operaciones con val. y der. sin Subyacente de Reporto (saldo deudor)	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5
Cuentas por Cobrar	20.6	22.1	22.1	22.1	20.6	22.1	22.1	22.1
<b>Activo Total</b>	<b>3,709.3</b>	<b>4,152.0</b>	<b>4,754.0</b>	<b>5,478.9</b>	<b>3,709.3</b>	<b>4,127.0</b>	<b>4,653.9</b>	<b>5,276.4</b>
Operaciones con val. y der. sin Subyacente de Reporto (saldo acreedor)	175.1	190.3	216.8	253.1	175.1	189.1	214.1	243.6
Colaterales vendidos o dados en garantía por Reporto	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5
<b>Pasivo Total</b>	<b>2,448.1</b>	<b>2,675.5</b>	<b>3,178.4</b>	<b>3,782.1</b>	<b>2,448.1</b>	<b>2,672.5</b>	<b>3,166.8</b>	<b>3,756.6</b>
Capital Mayoritario	1,260.8	1,476.6	1,575.7	1,697.0	1,260.8	1,454.6	1,487.3	1,517.9
Capital Contribuido	606.3	606.3	606.3	606.3	606.3	606.3	606.3	606.3
Capital Ganado	654.5	870.3	969.4	1,090.7	654.5	848.3	881.0	911.6
<b>Capital Contable</b>	<b>1,260.8</b>	<b>1,476.6</b>	<b>1,575.7</b>	<b>1,697.0</b>	<b>1,260.8</b>	<b>1,454.6</b>	<b>1,487.3</b>	<b>1,517.9</b>
Capital Global	1,241.9	1,451.3	1,548.3	1,667.5	1,241.9	1,429.7	1,461.4	1,491.5
Activos Ponderados por Riesgo Total	1,198.6	2,108.5	2,327.9	2,683.6	1,198.6	2,095.8	2,278.9	2,584.4
Cuentas de Orden	66,170.7	69,942.5	73,579.5	77,258.4	66,170.7	69,744.0	72,882.4	75,797.7
Comisiones y tarifas cobradas	249.3	250.8	264.0	277.3	249.3	246.1	252.8	258.8
Utilidad por compraventa	353.1	257.4	325.6	376.3	353.1	229.1	241.8	256.8
Pérdida por compraventa	-23.3	-14.2	-24.7	-36.5	-23.3	-12.4	-19.9	-26.8
Ingresos por asesoría financiera	1.5	121.2	0.8	0.8	1.5	121.2	0.8	0.8
Gastos de Administración	-371.3	-366.2	-386.0	-409.4	-371.3	-365.7	-382.3	-399.1
Ingresos netos de la operación	619.0	573.8	511.5	563.3	619.0	543.1	422.1	436.1
Ingresos brutos de la operación	674.3	603.7	552.8	617.2	674.3	570.8	457.8	479.2
Resultado Neto	178.6	169.3	99.1	121.3	178.6	147.3	32.7	30.6
ROA	5.7%	4.7%	2.5%	2.7%	5.7%	4.1%	0.8%	0.7%
ROE	15.7%	12.1%	6.4%	7.3%	15.7%	10.6%	2.2%	2.0%
Índice de Consumo de Capital	7.7%	11.6%	12.0%	12.9%	7.7%	11.7%	12.5%	13.9%
Índice de Capitalización	103.6%	68.8%	66.5%	62.1%	103.6%	68.2%	64.1%	57.7%
Liquidez	1.53	1.57	1.51	1.47	1.53	1.56	1.48	1.42

Fuente: HR Ratings proyecciones con información de la empresa

\*Proyecciones realizadas a partir del 2T10

## Factores positivos que afectaron en la calificación:

- Alto índice de capitalización de 70.5% al 2T10, junto con un bajo índice de consumo de capital de 11.4% al 2T10.
- Sano nivel de rentabilidad, reflejado en una ROA y ROE de 4.3% y 11.5% al 2T10, respectivamente.
- Alto índice de liquidez de 2.0x al 2T10.
- Concentración de sus ingresos totales (84.8%) en el mercado de dinero y sociedades de inversión al 2T10, fuentes de ingresos con menor volatilidad y sensibilidad ante cambios importantes en el mercado de valores.
- Amplia experiencia y conocimiento del mercado financiero mexicano, por parte de sus directivos alcanzando una experiencia acumulada superior a los 135 años.
- Alto nivel de lealtad mostrado por sus clientes durante la crisis financiera, incluso creciendo en el número de clientes de 2008 a 2009.
- Nivel de VAR de 1.0% al 2T10, además de no operar con derivados y una exposición limitada al mercado de capitales.
- Nula política de entrega de dividendos y alto compromiso por parte de los accionistas.

## Factores negativos que afectaron en la calificación:

- Concentración de 68.2% de su posición propia en sociedades de inversión de renta variable, las cuales tienen mayor susceptibilidad ante cambios en el mercado de valores.
- Bajo nivel de eficiencia en gastos, con un índice de eficiencia (gastos / ingresos de la operación) en 52.5% al 2T10.
- Incremento en el nivel de activos ponderados por riesgo total, creciendo 506.2% al 2T10 con relación al 2009.
- Nivel de volatilidad mostrado por el sector financiero durante el 2010.
- Cierta riesgo de concentración regional al tener una alta dependencia de ingresos a la ciudad de Monterrey (84.9%) y D.F. (11.5%).

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Supported by know how provided by

## Perfil de Value Casa de Bolsa

### Antecedentes y Descripción de la Compañía

Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa, es una subsidiaria de Value Grupo Financiero, S.A.B. de C.V., quien posee el 99.99% de su capital social. La Casa de Bolsa fue autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) para actuar como intermediario bursátil en la realización de las siguientes actividades: a) proporcionar y mantener a disposición del público, información sobre los valores inscritos en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y los listados en el sistema internacional de cotizaciones de la propia bolsa, sobre sus emisores y las operaciones que se realicen, b) establecer medidas necesarias para asegurar que las operaciones que se realicen por especialistas bursátiles se sujeten a las disposiciones que les sean aplicables y c) certificar cotizaciones en la BMV.

Value se especializa en el manejo de inversiones con el propósito de incrementar el patrimonio de sus clientes, distinguiéndose por una mejor calidad en su atención personal y servicios. Se especializa en cinco segmentos: mercado de dinero, sociedades de inversión, mercado de capitales, ingeniería financiera y administración de custodia. Esta gama de productos se ofrecen en cualquiera de sus cinco plazas a nivel nacional: Ciudad de México, Monterrey, Guadalajara, Morelia y Chihuahua.

Los eventos relevantes que han tenido impacto sobre la Casa de Bolsa son:

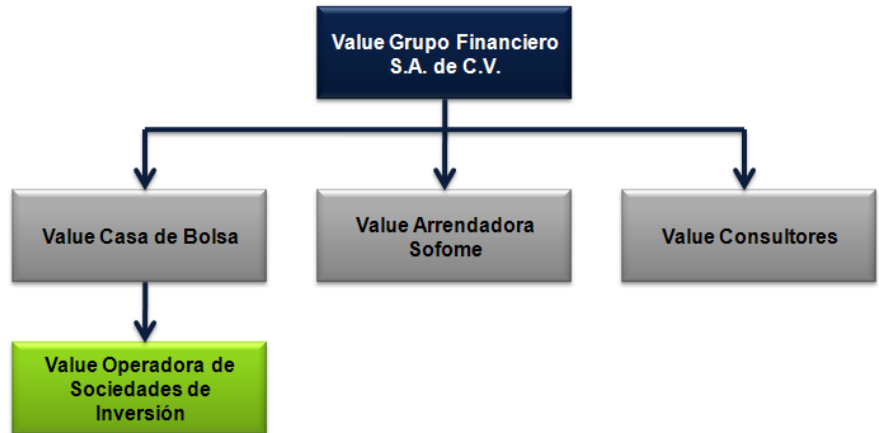


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa.

### Estructura Organizacional

Como se mencionó anteriormente, Value Casa de Bolsa es subsidiaria de Value Grupo Financiero, empresa líder en intermediación bursátil, operadora de fondos, gerencia de inversión y arrendamiento. La siguiente imagen muestra como está constituido el Grupo Financiero:

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.



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

**Value Arrendadora Sofome:** se dedica a financiar la adquisición de activos tangibles para personas físicas y morales, mediante el esquema de arrendamiento financiero. Se especializa en financiar equipo de transporte, maquinaria y equipo para uso industrial, bienes inmuebles para uso industrial y comercial, equipo de cómputo y mobiliario.

Desde que se fusionaron Value Arrendadora Sofome y Value Factoraje Sofome en febrero de 2010, se agregaron los servicios financieros de la última. El factoraje consiste en ofrecer financiamiento a empresas mediante la adquisición de sus cuentas por cobrar al amparo de un contrato de factoraje y cesión de derechos. Los servicios que ofrece Value Arrendadora Sofome son factoraje con recurso y sin recurso y factoraje a proveedores.

**Value Consultores:** se constituyó el 24 de enero de 1990 y es subsidiaria de Value Grupo Financiero. Su actividad principal es proporcionar servicios de asesoría en sistemas administrativos de calidad y productividad a compañías afiliadas.

**Value Operadora de Sociedades de Inversión:** la Operadora tiene por objeto crear y administrar sociedades de inversión para personas físicas y morales, con la autorización y supervisión de la CNBV. La Operadora es subsidiaria de Value Casa de Bolsa y actualmente administra 8 sociedades de inversión: 6 de renta fija y 2 de renta variable.

Sociedad de inversión	Clave	Horizonte	Tipo de sociedad	Instrumentos	Calificación de Crédito	Calificación de Mercado
Fondo Value de Renta Fija, S.A. de C.V.	VALUEF1	MP	Instrumentos de Deuda	11	AA	4(mex)F
Fondo Value Internacional, S.A. de C.V.	VALUEF8	MP	Instrumentos de Deuda	5	AAA	6(mex)F
Fondo Value Gubernamental, S.A. de C.V.	VALUEF4	CP	Instrumentos de Deuda	3	AAA	2(mex)F
Fondo Value Empresarial, S.A. de C.V.	VALUEF3	LP	Especializada en Cobertura	15	AA	5(mex)F
Fondo Value Patrimonial, S.A. de C.V.	VALUEF2	LP	Especializada en Cobertura	21	AA	5(mex)F
Fondo Value Institucional, S.A. de C.V.	VALUEF7	LP	Instrumentos de Deuda	9	AA	5(mex)F

Fuente: HR Ratings de México con base en información de la empresa al 16 de agosto de 2010.

## Comités de Administración, Organigrama y Directivos

### Consejo de Administración

El consejo de administración de Value está compuesto por 18 consejeros de los cuales 4 forman parte de la Casa de Bolsa. El alto número de consejeros que integran dicho organismo, le aporta diversidad y conocimiento en sectores clave dentro de la economía mexicana como el minero, financiero, bancario, e inmobiliario, además de un conocimiento específico sobre la región norte del país.

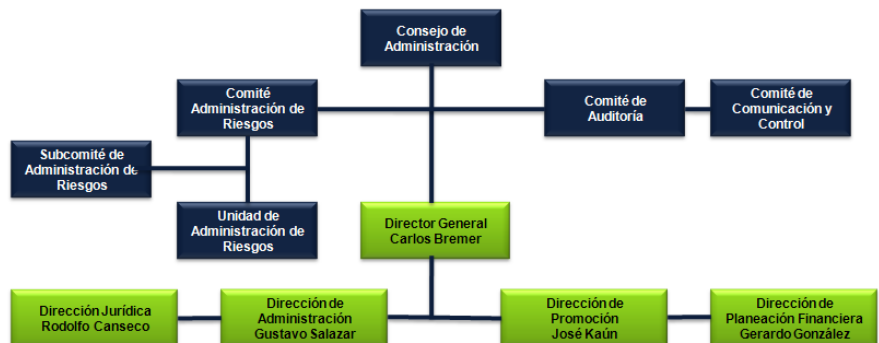
De manera complementaria Value cuenta con diversos comités que procuran hacer más eficiente la operación de la empresa, aportando consejo en áreas que resultan clave para la operación de la Casa de Bolsa. Es por eso que existen tres comités (Riesgo, Subcomité de Riesgos y Auditoría) relacionados con la administración de riesgos y uno correspondiente al área de promoción. A continuación se presenta cada comité con una breve descripción y sus integrantes.

Comité	Puesto	Descripción
Comité de Riesgos	Presidente del Consejo	Proponer para aprobación del Consejo de Administración: 1) Objetivos, lineamientos y políticas para la administración integral de riesgos. 2) Límites globales y específicos para exposición a los distintos tipos de riesgo considerando el riesgo consolidado por unidad de riesgo o factor de riesgo. 3) Metodologías para la identificación, valuación, medición y control de los riesgos de las nuevas operaciones, productos y servicios. 4) Realizar de manera trimestral un reporte sobre la exposición al riesgo asumida por la Casa de Bolsa.
	Director Jurídico	
	Director General	
	Director de Administración	
	Director de Planeación	
	Contralor Normativo	
Subcomité de Riesgos	Auditor Interno	El subcomité de riesgos es el brazo ejecutivo del comité de riesgos de tal manera que está revisando el día a día para después reportar al comité de riesgos de lo acontecido.
	Presidente del Consejo	
	Director de Control Operativo y Vigilancia de Riesgos	
	Contralor Normativo Jurídico	
Comité de Auditoría	Presidente	Apoya al consejo de administración en la definición y actualización de los objetivos, políticas y lineamientos del sistema de control interno, así como en la verificación y evaluación de este último. Asimismo, el comité dará seguimiento a las actividades de auditoría interna y externa de la Casa de Bolsa, fungiendo como un canal de comunicación entre el consejo de administración y los auditores internos y externos.
	Secretario	
	Vocal	
Comité de Comunicación y Control	Director General	Proponer para autorización del comité de auditoría las políticas de identificación y conocimiento de clientes, así como establecer y dar a conocer los criterios para clasificar a los clientes en función de su grado de riesgo y dictaminar las posibles operaciones relevantes, inusuales o preocupantes.
	Director Jurídico	
	Director de Administración	
	Director de Planeación	
	Director de Control Operativo y Vigilancia de Riesgos	
	Oficial de Cumplimiento y Contralor Normativo	

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

## Organigrama

Value cuenta con una estructura organizacional horizontal y con funciones claramente detalladas dentro de los diversos manuales para las respectivas áreas que forman parte de las direcciones señaladas en el organigrama: Mercado de Dinero, Mercado de Capitales, Tesorería, Contraloría, Financiamiento Corporativo, Control Operativo y Políticas de Conducta. A continuación observamos la estructura organizacional de la Casa de Bolsa.



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

## Directivos

La experiencia profesional y preparación que los directivos de Value poseen es clave para la correcta administración y ejecución de la operación de la Casa de Bolsa. Es de destacar que la totalidad de los directivos posee experiencia en diversas instituciones financieras como casas de bolsa, casas de cambio y bancos, acumulando más de 135 años de experiencia entre los 8 principales directivos, promediando 17 años de experiencia por directivo.

Puesto	Nombre	Preparación Académica	Experiencia Profesional	Años en la Empresa
Director General	Carlos Bremer Gutiérrez	Licenciatura	Abaco Casa de Bolsa y Banpais Casa de Bolsa	16 años
Director de Administración	Gustavo A. Salazar Salinas	Contador Público	Banpais Casa de Bolsa y Monex Casa de Cambio	20 años
Director de Promoción	José Kaun Nader	Licenciatura	Abaco Casa de Bolsa y Banca Serfin	17 años
Contralor Normativo	Antonio Mendoza Andrade	Contador Público	C.B.I. Casa de Bolsa y Operadora de Bolsa	18 años
Administración de Riesgos	José A. García García	Licenciatura	Invermexico Casa de Bolsa	17 años
Director de Planeación	Gerardo J. González Cantú	Maestría	Abaco Casa de Bolsa	17 años
Director de Sistemas	Gerardo Martínez Díaz	Licenciatura	Abaco Casa de Bolsa	13 años
Director Jurídico	Rodolfo Canseco Villarreal	Licenciatura	Abaco Casa de Bolsa	17 años

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

Hay que resaltar que existen directivos que poseen más de 16 años en Value, remontándose a 1993 cuando se incorporó la nueva administración, además de que diversos miembros comparten un historial profesional similar que se remonta a Abaco Casa de Bolsa, facilitando la operación y comprensión entre las diversas áreas de la Casa de Bolsa.

## Enfoque de Negocio

### Operación de la Casa de Bolsa

Value opera dentro de cinco segmentos que son: mercado de dinero, mercado de capitales, sociedades de inversión, ingeniería financiera y administración en custodia.

Al cierre de 2009 los ingresos por mercado de dinero representaron el 52.6% de los ingresos totales por ventas o servicios, seguido por el servicio de sociedades de inversión con 26.8%, mercado de capitales con 11.0% y el 9.7% restante en servicios de ingeniería financiera y administración y custodia de valores. La estrategia en el corto y mediano plazo de la Casa de Bolsa es impulsar sus sociedades de inversión para que adquieran un mayor peso entre sus ingresos, razón por la que al cierre del 2T10 éstos representan el 39.8% de los ingresos totales por ventas o servicios, mientras el mercado de dinero representa el 45.0%.

- Mercado de dinero: las posiciones tomadas por la mesa serán exclusivamente con el fin de cubrir inversiones de la clientela de la Casa de Bolsa y por excedentes de tesorería.
- Sociedades de inversión: Value ofrece 6 sociedades de inversión de renta fija (VALUEF1, VALUEF2, VALUEF3, VALUEF4,

VALUEF7 y VALUE8) y 2 sociedades de inversión de renta variable (VALUEV5 y VALUEV6).

- Mercado de capitales: es un servicio complementario para los clientes que desean invertir en acciones, sin embargo no es un servicio que se busca colocar por parte de los promotores.
- Ingeniería financiera: se refiere a las distintas acciones realizadas para otorgar un financiamiento corporativo a una empresa, estado, municipio o entidad de la administración pública. Esta acción puede ser concretada vía la inscripción de: acciones, obligaciones, certificados bursátiles de corto plazo, pagaré de mediano plazo o certificados bursátiles.
- Administración en custodia: se refiere al cobro por la administración y custodia de las acciones que los clientes de Value poseen. Al no especializarse en el mercado de capitales, este ingreso es bajo.

### Competencia

El 85% de sus ingresos al 2T10 provienen de su sucursal en Monterrey por lo que sus competidores directos son casas de bolsa con fuerte presencia en dicha ciudad. Con base en lo anterior, Banorte Casa de Bolsa y Vector Casa de Bolsa son sus competidores directos, sin embargo, por el volumen de valores en custodia, la Casa de Bolsa también compete con GBM Casa de Bolsa y Casa de Bolsa Arka.

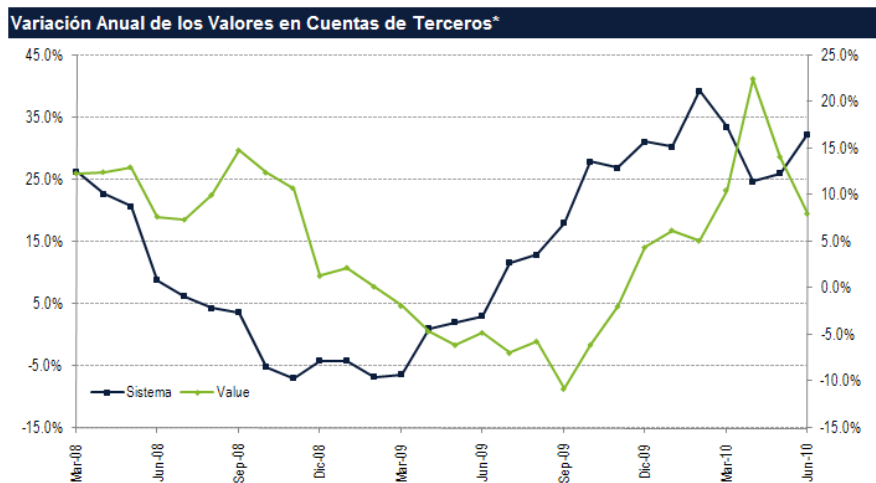
Casa de Bolsa	Características
Vector Casa de Bolsa, S.A. de C.V.	Servicios ofrecidos: mercado de capitales, mercado de dinero, sociedades de inversión, financiamiento corporativo, cobertura de riesgos y servicios fiduciarios. También ofrece acceso a acciones en el mercado global. Tiene presencia en 17 ciudades de la República. Monto mínimo de inversión \$500,000.
Banorte Casa de Bolsa, S.A. de C.V.	Servicios ofrecidos: mercado de capitales, mercado de dinero, sociedades de inversión, financiamiento corporativo, cobertura de riesgos y servicios fiduciarios. Tiene 36 oficinas dentro de la República y 1 en EUA.
Casa de Bolsa Arka, S.A. de C.V.	Servicios ofrecidos: mercado de capitales, mercado de dinero, sociedades de inversión, financiamiento corporativo, cobertura de riesgos y servicios fiduciarios. En 2004 fue adquirida por parte del Grupo Financiero BX+. Tiene presencia en 4 ciudades de la República. Monto mínimo de inversión \$500,000.
GBM Casa de Bolsa	Servicios ofrecidos: mercado de capitales, mercado de dinero, sociedades de inversión, financiamiento corporativo, cobertura de riesgos y servicios fiduciarios. Perteneció a Corporativo GBM, S.A.B. de C.V. y fue fundada el 16 de enero de 2008. Cuenta con una red de 6 oficinas dentro de la República y cuenta con oficinas en el extranjero.

Fuente: HR Ratings con base en información de la página de la empresa.

## Análisis de Riesgos Cualitativos

### Riesgo de la Industria

El segmento financiero fue uno de los más afectados durante la pasada crisis, lo cual redujo el volumen de los valores en cuentas de terceros, ya sea por una depreciación en los valores o una salida de capitales. Esta situación se tradujo en caídas consecutivas desde septiembre de 2008 hasta enero de 2009 con una caída acumulada del 7.6%. A partir de febrero de 2009 observamos una fuerte recuperación hasta junio de 2010, con un crecimiento acumulado de 52.3%.



Fuente: Con base en información de la CNBV.

\*Valores en Cuentas de Terceros: Clientes Cuentas Corrientes, Valores de Clientes, Operaciones por Cuentas de Clientes

El mercado de casas de bolsa en México está compuesto por 35 instituciones financieras que representan un total de P\$6,913.8mm (miles de millones) de valores en cuentas de orden al cierre del 2T10. Con relación a esta cifra, Value posee una participación de mercado del 0.9%. A pesar de que dicha participación es mínima, Value logró reducir la brecha con sus competidores al pasar de P\$59.5mm al 2T08 a P\$63.0mm en el 2T10.

Casa de Bolsa	Jun-08	Jun-10	Variación
Otros	89.3%	92.3%	3.0%
Banorte	4.4%	2.8%	-1.6%
GBM	3.0%	2.6%	-0.4%
Vector	2.1%	1.4%	-0.7%
Value	1.2%	0.9%	-0.3%

Fuente: HR Ratings de México con información al 2T10 de la CNBV.



Dicha situación se debe a que Value ha sido capaz de mantener y acrecentar el total de clientes que posee, mientras el resto del mercado ha visto una caída. Al cierre del 1T10 el total de inversionistas de Value creció 3.5% con relación al 1T09, mientras el resto de las casas de bolsa cayó 1.8%. Esto es consecuencia de la lealtad que los clientes poseen hacia la Casa de Bolsa, razón por la que fue capaz de presentar un resultado neto de P\$178.6m y una ROA del 5.7%, mientras el total del mercado cerró con una ROA de 1.2% al 4T09.

### ***Evaluación de la Administración***

La administración de Value cuenta con un equipo directivo que posee más de 135 años de experiencia profesional en diversas instituciones como casas de bolsa, bancos, casas de cambio, entre otros, además de que más de la mitad del equipo directivo ya había trabajado junto en Abaco Casa de Bolsa, facilitando la interacción entre los distintos directivos.

Su estructura organizacional es de tipo horizontal, sin que existan muchos niveles entre el mando directivo y los empleados de menor rango, facilitando la comunicación entre los miembros de cada área. Además, existen manuales y procedimientos de operación para cada área, lo cual facilita el desempeño y ejecución de las funciones de cada empleado.

La administración realiza una capacitación en materia de riesgos, distinguiendo entre el personal de la Unidad Integral de Administración de Riesgos (UIAR) y el resto del personal. El personal dedicado a la administración de riesgos recibe una capacitación más a fondo, mientras al resto de las estructuras de Value se le imparte una cultura de riesgo vía diversos medios de difusión:

- Unidad Integral de Administración de Riesgo: recibe capacitación vía cursos que son impartidos por la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB), Global Derivatives, entre otras instituciones.
- Resto del personal: culturización del personal a través de cápsulas informativas difundidas vía correo interno, manuales de políticas y procedimientos vía la intranet, además de un espacio de preguntas frecuentes dentro de la misma.

Como medida de control adicional, todos los operadores de la Casa de Bolsa deben de estar certificados por la AMIB, autorizados por la AMIB y CNBV y contar con el poder de Value para realizar operaciones en su representación.

La política interna de Value con relación a la utilización de los resultados netos, consiste en una reinversión de las utilidades para beneficio del crecimiento de la Casa de Bolsa, mejorando la solvencia de la misma.

Desde 1993 no se ha decretado un pago de dividendos, inclusive, durante el 2009 se aumentó el capital social contable en P\$95m para cumplir con las reglas de la CNBV.

En resumen, las acciones realizadas por la Casa de Bolsa y la política interna que sostiene con relación a su administración, resulta ser un factor positivo dentro de la calificación asignada por HR Ratings de México.

### **Riesgo por Concentración**

A junio de 2010 Value posee 6,637 clientes representando valores en administración de terceros por un total de P\$60.8mm. De dichos clientes ninguno representa más del 1% de los ingresos de Value. Con relación a la concentración de los ingresos de la operación, éstos se encuentran bien diversificados por tipo de negocio; no obstante durante el 3T10 se realizó una operación extraordinaria de ingeniería financiera que representó P\$120.5m a los ingresos de la operación y dieron un fuerte impulso a la Casa de Bolsa. Es importante mencionar que la concentración de ingresos por región es altamente dependiente a la Ciudad de México y Monterrey, representando el 96.4% de los ingresos operativos totales al 2T10.

### **Procedimientos, Control Interno y Tecnología**

Para incrementar los estándares de control interno de la Casa de Bolsa, primero se identificaron las zonas de riesgo de la empresa. Con base en este proceso se identificaron 7 áreas de negocio: Promoción, Mercado de Capitales, Mercado de Dinero, Financiamiento Corporativo, Control Operativo, Contraloría de Clientes y Tesorería. Debido a lo anterior, se formularon manuales de procedimientos y políticas para cada área entre otros como:

- Manual Integral de Administración de Riesgos
- Manual de políticas y procesos de contabilidad
- Código de Conducta Ética

El objetivo de dichos manuales es establecer los lineamientos de operación de la Casa de Bolsa, evitando posibles conflictos de intereses o incurrir en una posición de riesgo propia. De esta manera, Value logra reducir de manera significativa su riesgo operativo y le facilita mantener el VAR por debajo del límite autorizado.

Value cuenta con diversos comités (Pg. 4) que supervisan los principales aspectos de su operación. Estos comités están integrados por gente que forma parte de la Casa de Bolsa al igual que terceros que agregan una opinión objetiva sobre las acciones que se implementan. Como auditor externo, Value cuenta con los servicios del despacho KPMG.

El área de sistemas realiza pruebas de contingencia de manera regular para evaluar su capacidad de respuesta en caso de una emergencia o accidente en cualquiera de sus cinco plazas. A julio de 2010 ha realizado 4 pruebas de contingencia abarcando las distintas ubicaciones de sus sucursales, evaluando la capacidad de respuesta en caso de una caída del conmutador y grabación de voz IP en cada plaza, además de la caída del servidor y *Switch* Value de Voz y Datos en México. La totalidad de las pruebas se llevaron a cabo de manera exitosa.

Cumpliendo con los requerimientos de la CNBV, el sistema principal de la Casa de Bolsa (OASYS) se apega a las circulares regulatorias. Además, este sistema cuenta con una segmentación específica para el área de Operación, Administración y Control y Sistemas, lo cual eleva el nivel de funcionalidad dentro de las respectivas.

Para su correcta operación, Value cuenta con diversos sistemas y fuentes de información que se complementan entre sí para llevar a cabo la medición, monitoreo y control de los riesgos cuantificables, tanto discretos como no discretos. A continuación se muestra una tabla describiendo los sistemas de información utilizados por la Casa de Bolsa.

Sistema	Descripción
OASYS	Sistema principal que registra y procesa toda la información de las operaciones que provienen de la mesa de dinero, mercado de capitales y financiamiento corporativo. Fue desarrollado internamente sobre la plataforma de Sybase.
Value Risk Management System	Sistema encargado de la administración de los riesgos cuantificables discretos a los que está expuesta la Casa de Bolsa. Esta aplicación fue desarrollada de manera interna y reside en el sistema OASYS.
Var Global	Sistema complementario para el cálculo de riesgos cuantificables discretos (Cálculo del VAR) adquirido a Global Derivatives, S.C. Esta aplicación reside en un servidor independiente.
Meycor Coso AG	Sistema complementario para el riesgo operativo, desarrollado por DATASEC. Éste permite realizar una evaluación del control interno según el informe COSO. Esta aplicación reside en un servidor independiente.

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

Es de destacar que además de los servidores independientes que respaldan la operación de diversos sistemas de información de Value, ellos poseen 2 servidores propios (México y Monterrey) que sirven como base para la ejecución de la operación total. Estos operan de manera simultánea, por lo que en caso de que uno falle el otro entra de manera automática sin que la operación de alguna de las sucursales se vea comprometida.

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

## Administración de Riesgos y Manejo del VAR

Value cuenta con un Manual de Administración Integral de Riesgos que fue aprobado por el Consejo de Administración. Éste contiene la estructura corporativa, facultades y responsabilidades de cada cargo, límites de exposición al riesgo, sistemas utilizados, informes sobre exposición al riesgo, entre otros temas. Para confirmar la validez y efectividad de dicha metodología y manuales, Value recurre a un experto en riesgos. Dicho experto en riesgos es Valuación Operativa y Referencias de Mercado S.A. de C.V. (VALMER), empresa dedicada a proporcionar diariamente precios actualizados para la valuación de instrumentos financieros, así como servicios integrales de cálculo, información, análisis y riesgos relacionados con dichos precios. La administración de riesgos de Value cuenta con la siguiente estructura corporativa:



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

### Unidad Integral de Administración de Riesgos

La UIAR es la encargada de identificar, medir, monitorear e informar los riesgos discretivos y no discretivos que enfrenta la Casa de Bolsa. Se constituyó de manera independiente a las áreas de negocio para evitar conflictos de interés y asegurar una adecuada separación de responsabilidades.

Comité	Integrantes	Funciones
Unidad de Administración Integral de Riesgos	C.P. José Antonio García	Titular de la Unidad Vigilancia de Riesgos
	Ing. Gerardo González	Metodologías para la Administración de Riesgos
	Ing. Gerardo Martínez	Desarrollo de Sistemas de Riesgos

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

Value identifica los distintos tipos de riesgos a los que está expuesta, dependiendo de si son cuantificables o no. Los riesgos que sí son cuantificables se clasifican en discretivos (resultantes de una toma de

posición de riesgo) y no discrecionales (resultantes de la operación de la Casa de Bolsa). En función del tipo de riesgo que se busca acotar, se adoptan distintas metodologías para administrar el riesgo.

### Riesgos discrecionales

- **Riesgo de Mercado:** la metodología usada para acotar el riesgo de mercado es el Valor en Riesgo (VAR) y método *Value*.
- **Riesgo de Liquidez:** se mide por el modelo de Asset Liability Management (ALM), que sirve para medir brechas de liquidez de la posición en riesgo.
- **Riesgo de Crédito:** se apega a la metodología de la AMIB, delimitando los niveles de concentración que se pueden tener en diferentes emisores y contrapartes.

### Riesgos no discrecionales

- **Riesgo Operativo:** se identifican los procesos primarios que afectan los objetivos de la Casa de Bolsa y los riesgos que podrían impedir el cumplimiento de dichos procesos con base en una matriz de riesgos que cuantifica los antecedentes de los impactos y ocurrencia de eventos de pérdida.
- **Riesgo Legal:** se monitorea el cumplimiento de las disposiciones legales y administrativas.
- **Riesgo Tecnológico:** consiste en la realización constante de simulacros de fallas y caídas de los sistemas de procesamiento de datos, comunicaciones e información. Existen guías operativas para continuar con la operación en caso de que no esté operando el sistema Sybase en México y Monterrey.

El método *Value* se refiere a la posición valuada a mercado y ésta no debe exceder del monto equivalente a los porcentajes señalados respecto del capital global correspondiente al cierre del mes inmediato anterior. Esta medición se realiza con el sistema Value Risk Management System. Como el total de las operaciones de la mesa de dinero y capitales cuentan con una transacción complementaria de compra y venta, la posición propia de Value es cero al cierre de cada mes.

Tipo de posición	Límites establecidos
Posición Propia	15% del Capital Global
Posición Traders	5% del Capital Global

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

El VAR se calcula de manera mensual a través del modelo paramétrico basado en la teoría de portafolios de Markowitz con información de 250 días, un nivel de confianza del 95% y un horizonte de inversión de 1 día. El límite es del 33% del capital global. Aunque este límite es alto, es raro

que el índice suba más allá del 2.0%, cerrando en junio de 2010 en niveles de P\$13.7m o 1.04% del capital global. Dicho cálculo se lleva a cabo en el sistema Var Global desarrollado por Global Derivatives.

El VAR que presenta Value, corresponde a la posición propia de la tesorería. Esta posición corresponde al nivel de Sociedades de Inversión que mantiene la Casa dentro de su tesorería. Por otro lado, el VAR de la mesa de dinero y capitales es cero debido a que la Casa de Bolsa no cuenta con valores en dichas mesas, respetando los manuales de procedimientos y políticas para el Mercado de Dinero y Mercado de Capitales. Hay que destacar que la Casa de Bolsa no opera en el mercado de derivados, acotando su nivel de riesgo vía este tipo de productos.

Con relación a las operaciones por cuenta propia de Value, éstas representan P\$1,089.9m al cierre del 2T10. El 93.2% de estos recursos se encuentran depositados en sociedades de inversión de la Casa de Bolsa, tanto de renta variable como renta fija (Pg. 4), mientras el resto está en instrumentos de deuda gubernamental. Es de destacar que el 68.2% de los recursos se encuentran dentro de fondos de renta variable, lo cual eleva el nivel de riesgo al que está expuesto Value. Para HR Ratings esta situación es un factor negativo dentro de la calificación. A continuación se muestran los montos y porcentajes de la cartera descritos.

Renta Variable	Renta Fija	Deuda Gubernamental	Total
\$ 743.5	\$ 272.6	\$ 73.9	\$ 1,089.9
68.21%	25.01%	6.78%	100%

Fuente: HR Ratings de México con base en información de la empresa al 2T10.

### Riesgo Contable y Regulatorio

Las operaciones de Value están reguladas por la Ley del Mercado de Valores (LMV) y por las disposiciones de carácter general que emita la CNBV. La regulación aplicable incluye diversos límites para las operaciones e inversiones que lleva a cabo la Casa de Bolsa en función de su capital global, que se determina de acuerdo a un procedimiento establecido por la CNBV.

Los estados financieros de la Casa de Bolsa cumplen con los requerimientos de información financiera establecidos por la CNBV y se rigen por las Normas de Información Financiera mexicanas (NIF), emitidas por el Consejo Mexicano para la Investigación y Desarrollo de Normas de Información Financiera, A.C. (CIMIF). El auditor externo de los estados financieros de Value es KPMG.

## Análisis de Riesgos Cuantitativos

El análisis de riesgos cuantitativos realizado por HR Ratings de México incluye la evaluación de la Casa de Bolsa bajo un escenario base y un escenario de estrés. La capacidad de pago de Value se basa en el escenario de estrés, que incluye diversas presiones a causa de una reducción en la utilidad por compra venta de inversiones en valores, menor ritmo de crecimiento en el nivel de inversiones en valores y un menor crecimiento en los ingresos por comisiones y tarifas cobradas por cuentas de orden y manejo y administración de sociedades de inversión. Hay que mencionar que ambos escenarios incluyen un ingreso extraordinario en el rubro de ingeniería financiera, a causa de una operación que se pactó y materializó en el 3T10. Los supuestos realizados para cada uno de los escenarios se detallan a continuación.

Supuestos y Resultados: Value Casa de Bolsa	Escenario Base				
	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
Disponibilidades	1.1	2.5	3.5	3.6	3.9
Inversiones en Valores con Subyacente de Reporto	1,101.8	1,461.0	1,714.5	1,855.1	2,023.9
Operaciones con val. y der. sin Subyacente de Reporto (saldo deudor)	1,450.0	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5
Cuentas por Cobrar	16.8	20.6	22.1	22.1	22.1
<b>Activo Total</b>	<b>2,657.6</b>	<b>3,709.3</b>	<b>4,152.0</b>	<b>4,754.0</b>	<b>5,478.9</b>
Operaciones con val. y der. sin Subyacente de Reporto (saldo acreedor)	1,537.0	175.1	190.3	218.8	253.1
Colaterales vendidos o dados en garantía por Reporto	-	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5
<b>Pasivo Total</b>	<b>1,621.9</b>	<b>2,448.1</b>	<b>2,675.5</b>	<b>3,178.4</b>	<b>3,782.1</b>
Capital Mayoritario	1,035.5	1,260.8	1,476.6	1,575.7	1,697.0
Capital Contribuido	606.3	606.3	606.3	606.3	606.3
Capital Ganado	429.3	654.5	870.3	969.4	1,090.7
<b>Capital Contable</b>	<b>1,035.5</b>	<b>1,260.8</b>	<b>1,476.6</b>	<b>1,575.7</b>	<b>1,697.0</b>
Capital Global	1,006.0	1,241.9	1,451.3	1,548.3	1,667.5
Activos Ponderados por Riesgo Total	400.1	1,198.6	2,108.5	2,327.9	2,683.6
Cuentas de Orden	60,287.5	66,170.7	69,942.5	73,579.5	77,258.4
Comisiones y tarifas cobradas	464.5	249.3	250.8	264.0	277.3
Utilidad por compraventa	437.1	353.1	257.4	325.6	376.3
Pérdida por compraventa	-54.5	-23.3	-14.2	-24.7	-36.5
Ingresos por asesoría financiera	-	1.5	121.2	0.8	0.8
Gastos de Administración	-529.5	-371.3	-366.2	-386.0	-409.4
Ingresos netos de la operación	827.5	619.0	573.8	511.5	563.3
Ingresos brutos de la operación	888.5	674.3	603.7	552.8	617.2
Resultado Neto	262.0	178.6	169.3	99.1	121.3
ROA	9.2%	5.7%	4.7%	2.5%	2.7%
ROE	29.1%	15.7%	12.1%	6.4%	7.3%
Índice de Consumo de Capital	3.2%	7.7%	11.6%	12.0%	12.9%
Índice de Capitalización	251.4%	103.6%	68.8%	66.5%	62.1%
Liquidez	1.60	1.53	1.57	1.51	1.47

Fuente: HR Ratings proyecciones con información de la empresa

\*Proyecciones realizadas a partir del 2T10



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**

**HR1**

La nueva alternativa en calificación de valores.

Supuestos y Resultados: Value Casa de Bolsa	Escenario de Estrés				
	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
Disponibilidades	1.1	2.5	3.4	3.1	2.9
Inversiones en Valores con Subyacente de Reporto	1,101.8	1,461.0	1,689.6	1,755.5	1,822.2
Operaciones con val. y der. sin Subyacente de Reporto (saldo deudor)	1,450.0	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5
Cuentas por Cobrar	16.8	20.6	22.1	22.1	22.1
<b>Activo Total</b>	<b>2,657.6</b>	<b>3,709.3</b>	<b>4,127.0</b>	<b>4,653.9</b>	<b>5,276.4</b>
Operaciones con val. y der. sin Subyacente de Reporto (saldo acreedor)	1,537.0	175.1	189.1	214.1	243.6
Colaterales vendidos o dados en garantía por Reporto	-	2,141.0	2,333.6	2,800.4	3,360.5
<b>Pasivo Total</b>	<b>1,621.9</b>	<b>2,448.1</b>	<b>2,672.5</b>	<b>3,166.8</b>	<b>3,758.6</b>
Capital Mayoritario	1,035.5	1,260.8	1,454.6	1,487.3	1,517.9
Capital Contribuido	606.3	606.3	606.3	606.3	606.3
Capital Ganado	429.3	654.5	848.3	881.0	911.6
<b>Capital Contable</b>	<b>1,035.5</b>	<b>1,260.8</b>	<b>1,454.6</b>	<b>1,487.3</b>	<b>1,517.9</b>
Capital Global	1,006.0	1,241.9	1,429.7	1,461.4	1,491.5
Activos Ponderados por Riesgo Total	400.1	1,198.6	2,095.8	2,278.9	2,584.4
Cuentas de Orden	60,287.5	66,170.7	69,744.0	72,882.4	75,797.7
Comisiones y tarifas cobradas	464.5	249.3	246.1	252.8	258.8
Utilidad por compraventa	437.1	353.1	229.1	241.8	256.8
Pérdida por compraventa	-54.5	-23.3	-12.4	-19.9	-26.8
Ingresos por asesoría financiera	-	1.5	121.2	0.8	0.8
Gastos de Administración	-529.5	-371.3	-365.7	-382.3	-399.1
Ingresos netos de la operación	827.5	619.0	543.1	422.1	436.1
Ingresos brutos de la operación	888.5	674.3	570.8	457.8	479.2
<b>Resultado Neto</b>	<b>262.0</b>	<b>178.6</b>	<b>147.3</b>	<b>32.7</b>	<b>30.6</b>
ROA	9.2%	5.7%	4.1%	0.8%	0.7%
ROE	29.1%	15.7%	10.6%	2.2%	2.0%
Índice de Consumo de Capital	3.2%	7.7%	11.7%	12.5%	13.9%
Índice de Capitalización	251.4%	103.6%	68.2%	64.1%	57.7%
Liquidez	1.60	1.53	1.56	1.48	1.42

Fuente: HR Ratings proyecciones con información de la empresa

\*Proyecciones realizadas a partir del 2T10

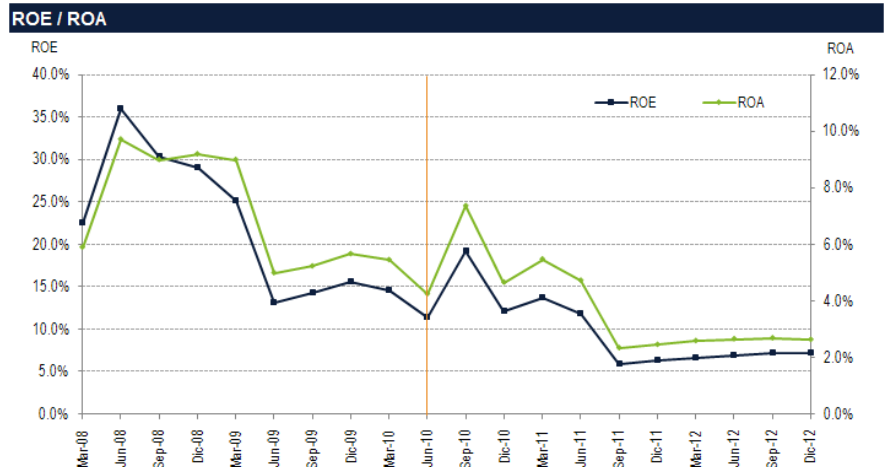
## Escenario Base

En el escenario base planteado por HR Ratings de México, durante 2010 y 2011 Value cierra con inversiones en valores por P\$1,714m y P\$1,855m, representando un crecimiento año con año de 17.4% y 8.2%, respectivamente, reflejando la gradual recuperación a nivel nacional. De acuerdo con estos niveles la Casa de Bolsa presenta una utilidad por compraventa de aproximadamente P\$251m y P\$264m para 2010 y 2011, respectivamente. Con relación al cierre del 2009 (P\$353m) observamos una caída de 27.1%, esto debido a un primer semestre con menores ingresos por este rubro y a que se percibe una menor volatilidad en el mercado de valores y menores oportunidades de inversión. Por otro lado, es de destacar que el nivel de pérdidas por compraventa de inversiones en valores se redujo de manera significativa con relación al primer semestre de 2009 (P\$21m), cerrando en niveles de P\$0.5m al primer semestre de 2010. Esta caída en las pérdidas impacta de manera positiva el Resultado por Compraventa (Utilidad por compraventa – Pérdida por compraventa) presentando niveles de P\$113m al cierre del 2T10.

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

Supported by know how provided by



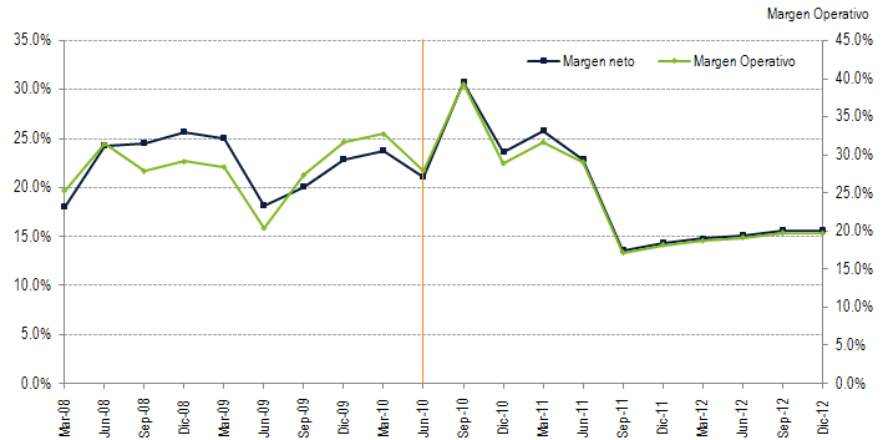


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario base.

En el escenario base planteado por HR Ratings de México, esperamos que la rentabilidad de Value mantenga movimientos laterales, beneficiado por los ingresos por asesoría financiera extraordinarios, así como por una menor pérdida por compraventa de valores. Del lado negativo, estimamos una pérdida por resultado por valuación razonable, que si bien podría deteriorar el nivel de rentabilidad, no representa salida de dinero de la Casa de Bolsa y por lo tanto no deteriora los indicadores de liquidez. Como resultado de lo anterior, la gráfica muestra niveles de ROA y ROE de 4.7% y 2.5% al cierre de 2010 y 2011, en comparación con un nivel de 5.7% al 4T09. Con relación al pico que observamos en la gráfica durante el 3T10, esto se debe al ingreso por P\$120.5m mencionado anteriormente.

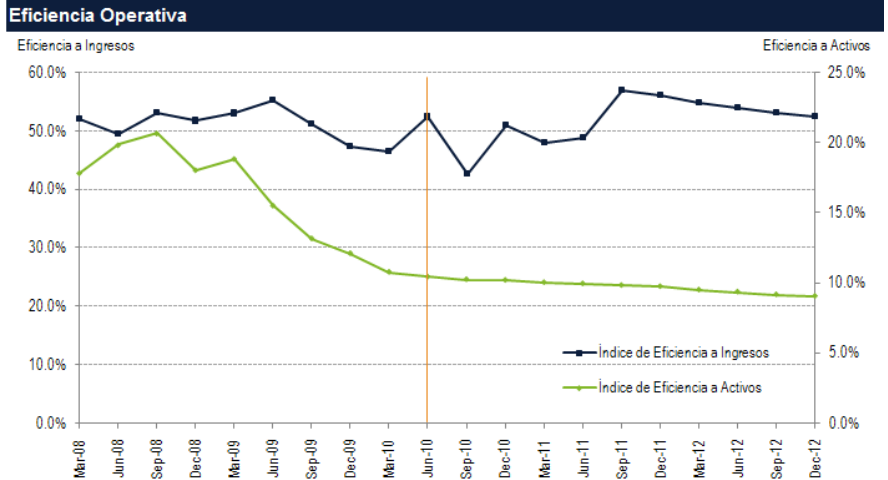
Adicionalmente al ROA y ROE, HR Ratings de México toma en consideración el margen neto (resultado neto 12m / ingresos totales operativos 12m) y margen operativo (resultado operativo 12m / ingresos totales operativos 12m), los cuales a junio de 2010 se situaban en 21.2% y 28.0%, respectivamente. Para los cierres del 4T10 y 4T11, se esperan niveles de 28.9% y 18.3% para el margen operativo y 23.6% y 14.9% para el margen neto. Aunque los indicadores reflejan ciertas presiones, por los factores previamente descritos, Value sigue presentando niveles positivos para su operación debido a la lealtad mostrada por sus clientes en época de crisis, además de los recursos aportados por las operaciones en el mercado de dinero y sociedades de inversión, los cuales reflejan menor susceptibilidad a cambios importantes en el mercado de valores nacional.

### Margen Neto / Margen Operativo



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario base.

El nivel de gasto asociado a la operación de Value resulta ser una debilidad, dado que deteriora los indicadores de eficiencia de la Casa de Bolsa. Al cierre del 2T10 el índice de eficiencia a ingresos (Gastos de Administración 12m / Ingresos Brutos de la Operación 12m) y el índice de eficiencia a activos (Gastos de Administración 12m / Activos Totales Promedio 12m) cerraron en niveles de 52.5% y 10.5%, respectivamente. Para el 4T10 y 4T11 en el escenario base se esperan niveles de 51.1% y 56.2% para el índice de eficiencia a ingresos, mientras para el índice de eficiencia a activos se esperan niveles de 10.3% y 9.8%. Esto se debe a que los gastos de administración crecen a una tasa de -1.4% y 5.4% para los años de 2010 y 2011, mientras que los ingresos presentan una tasa de -10.5% y -8.4% para 2010 y 2011, año contra año.

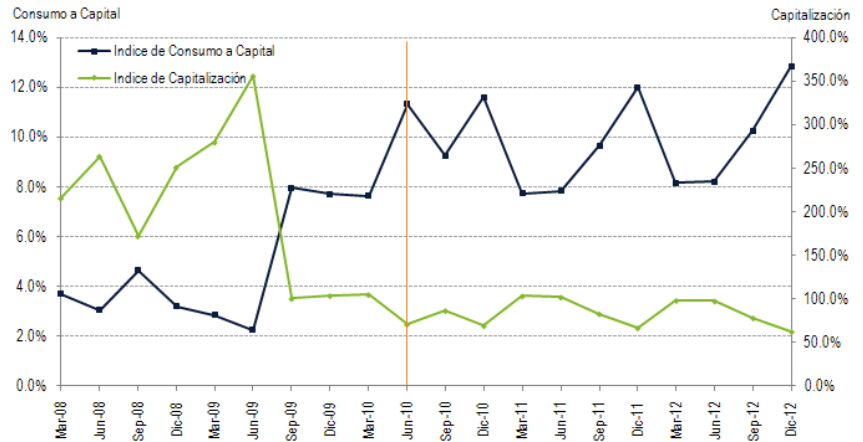


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario base.

La conservadora política de administración de riesgos tomada por la Casa de Bolsa, se refleja en las métricas de solvencia analizadas por HR Ratings de México. Value presenta un alto índice de capitalización (Capital Global / Activos Ponderados por Riesgo Total) y sano índice de consumo de capital (Requerimientos de Capital Total / Capital Global). Al 2T10 el índice de capitalización cerró en 70.5%, mientras para el 4T10 y 4T11 presenta niveles de 68.8% y 66.5%. Por otro lado, el índice de consumo de capital era de 11.4% al 2T10, mientras para el 4T10 y 4T11 se esperan niveles de 11.6% y 12.0%. Esta pequeña caída en el índice de capitalización se debe a un incremento en la tasa de crecimiento de los Activos Ponderados por Riesgo Total de 75.9% y 10.4% para 2010 y 2011, mientras que el Capital Global sólo creció a una tasa de 16.9% y 6.7% para el 2010 y 2011. Sin embargo, es de destacar que el índice de capitalización de Value se mantiene en niveles sanos y superiores al promedio de la industria (28.4% a mayo de 2010).

### Indice de Consumo a Capital / Indice de Capitalización

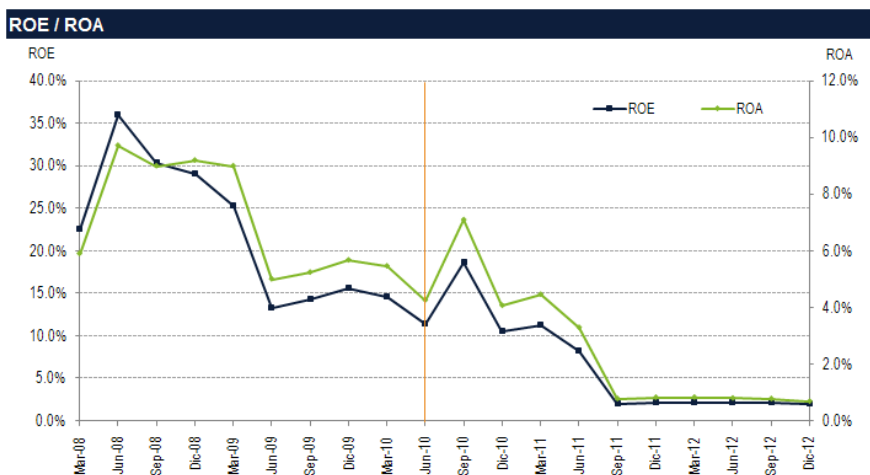


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario base.

El riesgo asociado a los niveles de liquidez es bajo debido a que la Casa de Bolsa no cuenta con pasivos con costo y el enfoque de negocios es hacia la administración de valores más que hacia la toma de riesgos. Adicionalmente, el nivel de capitalización y el bajo consumo de capital, fortalece su balance financiero. En caso de necesitar recursos adicionales para el cierre de alguna operación o hacer frente a alguna contraparte, la Casa de Bolsa cuenta con una línea de operación intradía por P\$300m con Nafinsa, que está disponible al 100% al 2T10. Al cierre del 2T10 el índice de liquidez de Value cerró en niveles de 2.0x, mientras que para el cierre de 2010 y 2011 se esperan niveles por 1.57x y 1.51x, cubriendo al 100% sus pasivos.

## Escenario Estrés

El escenario de estrés planteado por HR Ratings de México afecta la rentabilidad y generación de efectivo de Value, principalmente por un deterioro en las comisiones cobradas y una menor utilidad por compra venta de inversiones en valores. Bajo este escenario suponemos una ROA y ROE al 4T10 de 4.1% y 10.6 y al 4T11 0.8% y 2.2% (vs el escenario base al 4T10 de 4.7% y 12.1% y al 4T11 de 2.5% y 6.4%). En la gráfica siguiente observamos el desempeño esperado del ROA y ROE bajo el escenario de estrés, considerando un resultado neto de P\$147m y P\$33m al cierre de 2010 y 2011, respectivamente.

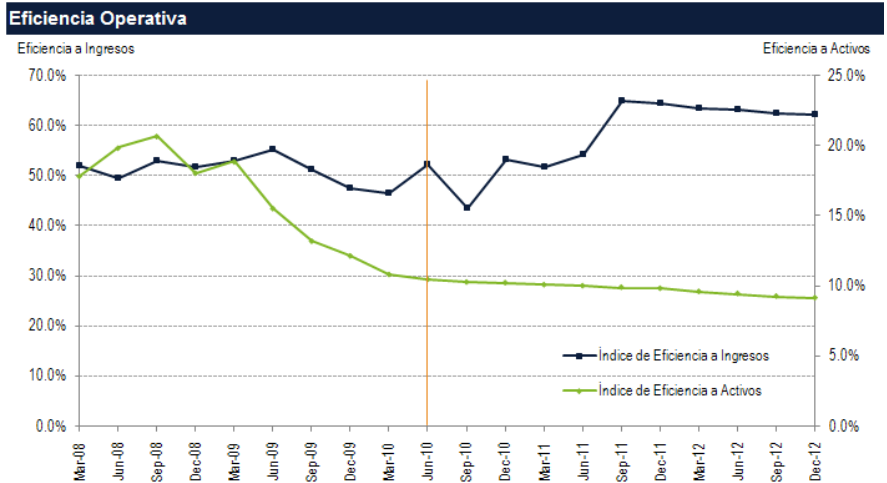


Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario de estrés.

Aunque podemos observar un deterioro significativo en la rentabilidad de la Casa de Bolsa a partir del 3T10, hay que destacar que al 2T10 el 63.7% de sus ingresos totales (P\$194m) provienen del cobro de servicios mientras el 36.3% es de resultados por intermediación financiera. Esto nos indica que los ingresos de Value no están sujetos a la volatilidad por cambios en condiciones de mercado, representando una fuente de ingresos estables y un factor positivo dentro de su calificación.

El nivel de eficiencia bajo condiciones económicas adversas refleja un mayor deterioro en el índice de eficiencia a ingresos, cerrando al 4T10 y 4T11 en niveles de 52.5% y 64.5% (vs el escenario base de 48.2% y 56.2%). Esta situación se explica debido a una caída fuerte en los ingresos de Value bajo el escenario de estrés durante 2011, al pasar de P\$684m al 4T10 a sólo P\$592m al 4T11, mientras los gastos de administración se mantuvieron en niveles similares, con cambios de -1.5% y 4.5% para el 2010 y 2011, respectivamente. Esta caída en los

ingresos se explica en parte por la falta del ingreso extraordinario del 3T10 por P\$120.5m.



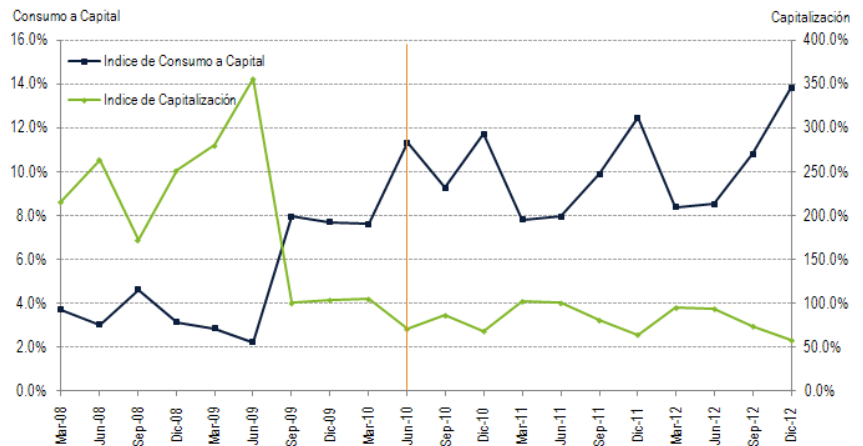
Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa  
\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario de estrés.

Como podemos observar en la gráfica, el índice de eficiencia a activos se reduce, dado que el activo total creció a una mayor tasa que el crecimiento experimentado por los gastos de administración. La tasa de crecimiento del activo total fue de 12.8% y 13.4% para 2010 y 2011, mientras los gastos de administración crecieron a una tasa de -1.5% y 4.5%.

Con relación al nivel de solvencia, esperamos que la conservadora política de riesgos de Value se mantenga, por lo que el nivel de activos ponderados por riesgo total reduzca su tasa de crecimiento, comparada con el incremento de 199.6% del 2009. Para nuestro escenario de estrés esperamos que dicho incremento sea menor, debido a una postura más cautelosa por parte de su administración de riesgos. Al cierre de 2010 y 2011 se esperan unas tasas de crecimiento del 74.8% y 8.7% para los activos ponderados por riesgo total. Dicha situación se reflejaría en un índice de capitalización de 68.2% y 64.1%, para los mismos periodos, debido al alto nivel de capital global (P\$1,430m y P\$1,461m al 4T10 y 4T11) que posee Value.

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.

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



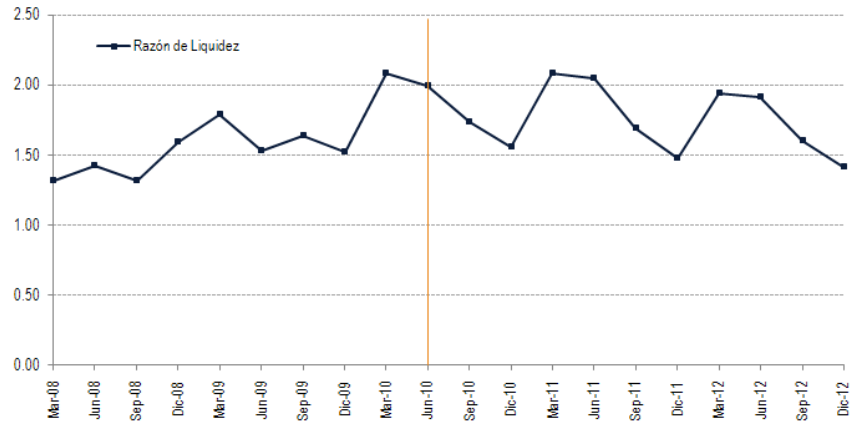
Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario de estrés.

Con relación al índice de consumo de capital se espera un ligero deterioro cerrando el 4T10 y 4T11 en niveles de 11.7% y 12.5% (vs el escenario base 11.6% y 12.0%). Dicha situación es consecuencia del incremento en los requerimientos de capital, influenciado por condiciones de mercado adversas y tasas de crecimiento menor en el capital global de Value. Bajo el escenario de estrés suponemos un crecimiento de 2.2% y 2.0% del capital global para el 2010 y 2011 (vs el escenario base 16.9% y 6.7%).

El nivel de liquidez de Value bajo el escenario de estrés no llega a sufrir presiones importantes, debido a la política de la Casa de Bolsa por financiarse vía su propio capital, cerrando en niveles de 1.56x y 1.48x para el 2010 y 2011 (vs el escenario base 1.57x y 1.51x). En este sentido es importante mencionar que los recursos de la Casa de Bolsa se encuentran invertidos al 2T10 en sociedades de inversión de renta variable, con un perfil de inversión de riesgo alto, lo que genera cierta preocupación en el análisis de riesgos realizado por HR Ratings de México y por lo tanto un factor negativo en la calificación.

## Razón de Liquidez



Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10 bajo un escenario de estrés.



### **Conclusión**

En el análisis de riesgos realizado por HR Ratings de México encontramos algunas debilidades dentro de Value como el bajo nivel de eficiencia en gastos de administración, además de que la posición propia de la Casa de Bolsa presenta un alto grado de concentración en sociedades de inversión de renta variable, con un perfil de riesgo alto. Adicionalmente, la concentración regional presentada por Value y la volatilidad que el sector ha seguido mostrando durante el 2010, son factores de riesgo a tomar en cuenta en la calificación asignada por HR Ratings de México.

Los factores que beneficiaron la calificación son la administración de riesgos, experiencia acumulada por la Casa de Bolsa, el apoyo mostrado por los socios al inyectar capital y no conceder dividendos, la poca toma de riesgos por el lado de sus ingresos, enfocándose al mercado de dinero y sociedades de inversión, además de que presentan un sano índice de capitalización, índice de consumo de capital y razón de liquidez. Es importante mencionar que los índices de rentabilidad de Value son sanos ayudando a elevar el nivel de capital global, fortaleciendo los indicadores de solvencia, además de que no recurren a pasivos financieros para financiar su operación.

## ANEXOS

Value Casa de Bolsa: Balance General (en millones de pesos)						
Escenario Base	2007	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
<b>ACTIVOS</b>	<b>3,675</b>	<b>2,658</b>	<b>3,709</b>	<b>4,152</b>	<b>4,754</b>	<b>5,479</b>
Disponibilidades	2	1	3	4	4	4
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	715	1,102	1,461	1,714	1,855	2,024
Op. con val. y der. sin Sub. de Rep. (sal. Deudor)	2,771	1,450	2,141	2,334	2,800	3,360
Cuentas por cobrar	34	17	21	22	22	22
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0	0	0	0	0	0
Inmuebles mobiliario y equipo	41	35	38	31	26	22
Inversiones permanentes en acciones	95	38	42	42	42	42
Impuestos diferidos (a favor)	3	0	0	0	0	0
Otros activos	12	15	4	5	5	5
<b>PASIVOS</b>	<b>2,951</b>	<b>1,622</b>	<b>2,448</b>	<b>2,676</b>	<b>3,178</b>	<b>3,782</b>
Pasivos bursátiles	0	0	0	0	0	0
Préstamos bancarios y de otros organismos	0	0	0	0	0	0
De corto plazo	0	0	0	0	0	0
De largo plazo	0	0	0	0	0	0
Valores Asignados por Liquidar	0	0	0	0	0	0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	2,871	1,537	175	190	219	253
Colaterales vendidos o dados en garantía por reportos	0	0	2,141	2,334	2,800	3,360
Otras cuentas por pagar	80	68	57	75	75	75
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	0	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas en circulación	0	0	0	0	0	0
Impuestos diferidos (a cargo)	0	16	75	76	84	93
Créditos diferidos y cobros anticipados	0	0	0	0	0	0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>724</b>	<b>1,036</b>	<b>1,261</b>	<b>1,477</b>	<b>1,576</b>	<b>1,697</b>
Capital minoritario	0	0	0	0	0	0
Capital mayoritario	724	1,036	1,261	1,477	1,576	1,697
Capital contribuido	549	606	606	606	606	606
Capital ganado	175	429	655	870	969	1,091

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**

**HR1**

La nueva alternativa en calificación de valores.

Value Casa de Bolsa: Estado de Resultados (en millones de pesos)						
Escenario Base	2007	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
Comisiones y tarifas cobradas	394	464	249	251	264	277
Comisiones y cuotas pagadas	-6	-6	-32	-16	-17	-17
Incremento por actual. de comis. y tarifas	0	0	0	0	0	0
Ingresos por oper. con soc. de inver.	0	0	0	0	0	0
Ingresos por asesoría financiera	0	0	2	121	1	1
<b>Resultado por servicios</b>	<b>388</b>	<b>458</b>	<b>219</b>	<b>356</b>	<b>248</b>	<b>261</b>
Utilidad por compraventa	295	437	353	257	326	376
Pérdida por compraventa	-25	-55	-23	-14	-25	-36
Ingresos por intereses	114	138	110	128	137	164
Gastos por intereses	-113	-133	-107	-114	-135	-162
Resultado por valuación a valor razonable	-2	-18	67	-40	-40	-40
Repomo	-26	0	0	0	0	0
<b>Margen financiero por intermediación</b>	<b>242</b>	<b>370</b>	<b>400</b>	<b>218</b>	<b>263</b>	<b>303</b>
<b>Ingresos netos de la operación</b>	<b>630</b>	<b>828</b>	<b>619</b>	<b>574</b>	<b>512</b>	<b>563</b>
Gastos de administración	-425	-530	-371	-366	-386	-409
<b>Resultado de la operación</b>	<b>205</b>	<b>298</b>	<b>248</b>	<b>208</b>	<b>125</b>	<b>154</b>
Otros productos	9	4	2	2	2	2
Otros gastos	-1	-0	-0	-0	0	0
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>213</b>	<b>302</b>	<b>250</b>	<b>209</b>	<b>127</b>	<b>156</b>
ISR y PTU causado	-82	-121	-49	-52	-20	-25
ISR y PTU diferido	2	7	-25	12	-7.62	-9.33
<b>Resultado antes de part. en subsid. y asoc.</b>	<b>133</b>	<b>187</b>	<b>177</b>	<b>169</b>	<b>99</b>	<b>121</b>
Part. en el resultado de subs. y asoc.	10	75	2	-0	0	0
<b>Resultado antes de oper. discount.</b>	<b>143</b>	<b>262</b>	<b>179</b>	<b>169</b>	<b>99</b>	<b>121</b>
Operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0	0
Interes Minoritario	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado neto</b>	<b>143</b>	<b>262</b>	<b>179</b>	<b>169</b>	<b>99</b>	<b>121</b>

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**

**HR1**

La nueva alternativa en calificación de valores.

Value Casa de Bolsa: Flujo de Efectivo (en millones de pesos)						
Escenario Base	2007	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
<b>Resultado Neto</b>	73	262	179	169	99	121
<b>Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.</b>						
Resultado por valuación a valor razonable	21	18	-67	40	40	40
Depreciación y amortización	6	9	8	7	7	8
Impuestos diferidos	26	-10	100	12	8	9
Part. en el resultado de subs. y asoci. no cons.	-8	-6	-3	0	0	0
Otras partidas	0	0	0	0	0	0
<b>Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados</b>	45	11	39	60	55	57
<b>Aum. o dism. de part. rel. con la op.</b>						
Dism. o aum. por op. de tesorería (inv. en valores)	-100	-343	-219	-244	-141	-169
Dism. o aum. en op. con val. y der. para negoc.	-27	17	88	-1,229	-478	-566
Otros aum. o dism. de part. rel. con la operación	0	-9	-84	1,245	467	560
<b>Tot. de aum. o dism. de part. Rel. con la op.</b>	-115	-335	-214	-228	-152	-174
<b>Recursos generados o utilizados por la operación</b>	3	-62	4	1	2	4
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>						
Emisión o reducción de capital social	75	0	0	0	0	0
Otras actividades de financiamiento	5	0	0	0	0	0
<b>Rec. Gen. o util. en act. de financiamiento</b>	80	0	0	0	0	0
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	0	-2	-1	-1	-2	-4
Adq. o venta de inversiones permanentes en acciones	-5	64	-1	0	0	0
Dism. o aum. en cargos o créditos diferidos	-69	0	0	0	0	0
Otras act. de inversión otras cuentas por cobrar	0	0	0	0	0	0
<b>Rec. gen. o util. en actividades de inversión</b>	-74	62	-3	-1	-2	-4
<b>Disminución o aumento de efectivo y equivalentes</b>	9	0	1	1	0	0
<b>Efectivo y equivalentes al principio del periodo</b>	6	2	2	3	4	4
<b>Efectivo y equivalentes al final del periodo</b>	15	2	3	4	4	4

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**  
**HR1**

La nueva alternativa en calificación de valores.

Value Casa de Bolsa: Balance General (en millones de pesos)						
Escenario de Estrés	2007	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
<b>ACTIVOS</b>	<b>3,675</b>	<b>2,658</b>	<b>3,709</b>	<b>4,127</b>	<b>4,654</b>	<b>5,276</b>
Disponibilidades	2	1	3	3	3	3
Inversiones en Valores con Subyacentes de Reportos	715	1,102	1,461	1,690	1,756	1,822
Op. con val. y der. sin Sub. de Rep. (sal. Deudor)	2,771	1,450	2,141	2,334	2,800	3,360
Cuentas por cobrar	34	17	21	22	22	22
<i>Deudores por liquidación de operaciones</i>	0	0	0	0	0	0
Inmuebles mobiliario y equipo	41	35	38	31	26	22
Inversiones permanentes en acciones	95	38	42	42	42	42
Impuestos diferidos (a favor)	3	0	0	0	0	0
Otros activos	12	15	4	5	5	5
<b>PASIVOS</b>	<b>2,951</b>	<b>1,622</b>	<b>2,448</b>	<b>2,673</b>	<b>3,167</b>	<b>3,759</b>
Pasivos bursátiles	0	0	0	0	0	0
Préstamos bancarios y de otros organismos	0	0	0	0	0	0
De corto plazo	0	0	0	0	0	0
De largo plazo	0	0	0	0	0	0
Valores Asignados por Liquidar	0	0	0	0	0	0
Op. con val. y der. sin Suby. de Rep. (sal. Acreedor)	2,871	1,537	175	189	214	244
Colaterales vendidos o dados en garantía por reportos	0	0	2,141	2,334	2,800	3,360
Otras cuentas por pagar	80	68	57	75	75	75
<i>Acreedores por liquidación de operaciones</i>	0	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas en circulación	0	0	0	0	0	0
Impuestos diferidos (a cargo)	0	16	75	75	77	79
Créditos diferidos y cobros anticipados	0	0	0	0	0	0
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>724</b>	<b>1,036</b>	<b>1,261</b>	<b>1,455</b>	<b>1,487</b>	<b>1,518</b>
Capital minoritario	0	0	0	0	0	0
Capital mayoritario	724	1,036	1,261	1,455	1,487	1,518
Capital contribuido	549	606	606	606	606	606
Capital ganado	175	429	655	848	881	912

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**

**HR1**

La nueva alternativa en calificación de valores.

Value Casa de Bolsa: Estado de Resultados (en millones de pesos)						
Escenario de Estrés	2007	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
Comisiones y tarifas cobradas	394	464	249	246	253	259
Comisiones y cuotas pagadas	-6	-6	-32	-15	-16	-16
Incremento por actual. de comis. y tarifas	0	0	0	0	0	0
Ingresos por oper. con soc. de inver.	0	0	0	0	0	0
Ingresos por asesoría financiera	0	0	2	121	1	1
<b>Resultado por servicios</b>	<b>388</b>	<b>458</b>	<b>219</b>	<b>352</b>	<b>238</b>	<b>243</b>
Utilidad por compraventa	295	437	353	229	242	257
Pérdida por compraventa	-25	-55	-23	-12	-20	-27
Ingresos por intereses	114	138	110	128	137	164
Gastos por intereses	-113	-133	-107	-114	-135	-162
Resultado por valuación a valor razonable	-2	-18	67	-40	-40	-40
Repomo	-26	0	0	0	0	0
<b>Margen financiero por intermediación</b>	<b>242</b>	<b>370</b>	<b>400</b>	<b>191</b>	<b>184</b>	<b>193</b>
<b>Ingresos netos de la operación</b>	<b>630</b>	<b>828</b>	<b>619</b>	<b>543</b>	<b>422</b>	<b>436</b>
Gastos de administración	-425	-530	-371	-366	-382	-399
<b>Resultado de la operación</b>	<b>205</b>	<b>298</b>	<b>248</b>	<b>177</b>	<b>40</b>	<b>37</b>
Otros productos	9	4	2	2	2	2
Otros gastos	-1	-0	-0	-0	0	0
<b>Resultado antes de ISR y PTU</b>	<b>213</b>	<b>302</b>	<b>250</b>	<b>179</b>	<b>41</b>	<b>39</b>
ISR y PTU causado	-82	-121	-49	-46	-6	-6
ISR y PTU diferido	2	7	-25	14	-2	-2
<b>Resultado antes de part. en subsid. y asoc.</b>	<b>133</b>	<b>187</b>	<b>177</b>	<b>147</b>	<b>33</b>	<b>31</b>
Part. en el resultado de subs. y asoc.	10	75	2	-0	0	0
<b>Resultado antes de oper. discount.</b>	<b>143</b>	<b>262</b>	<b>179</b>	<b>147</b>	<b>33</b>	<b>31</b>
Operaciones discontinuadas	0	0	0	0	0	0
Interes Minoritario	0	0	0	0	0	0
<b>Resultado neto</b>	<b>143</b>	<b>262</b>	<b>179</b>	<b>147</b>	<b>33</b>	<b>31</b>

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**  
**HR1**

La nueva alternativa en calificación de valores.

Value Casa de Bolsa: Flujo de Efectivo (en millones de pesos)						
Escenario de Estrés	2007	2008	2009	2010P*	2011P	2012P
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>						
<b>Resultado Neto</b>	73	262	179	147	33	31
Part. apl. a result. que no gen. o req. Util. de rec.						
Resultado por valuación a valor razonable	21	18	-67	40	40	40
Depreciación y amortización	6	9	8	7	7	8
Impuestos diferidos	26	-10	100	10	2	2
Part. en el resultado de subs. y asoci. no cons.	-8	-6	-3	0	0	0
<b>Partidas Virtuales Aplicadas a Resultados</b>	45	11	39	58	50	50
<b>Aum. o dism. de part. rel. con la op.</b>						
Dism. o aum. por op. de tesorería (inv. en valores)	-100	-343	-219	-219	-66	-67
Dism. o aum. en op. con val. y der. para negoc.	-27	17	88	-1,230	-482	-570
Amort. de préstamos de bancos y de otros org.	12	0	0	0	0	0
Otros aum. o dism. de part. rel. con la operación	0	-9	-84	1,245	467	560
<b>Tot. de aum. o dism. de part. Rel. con la op.</b>	<b>-115</b>	<b>-335</b>	<b>-214</b>	<b>-204</b>	<b>-81</b>	<b>-77</b>
<b>Recursos generados o utilizados por la operación</b>	3	-62	4	1	2	4
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>						
Emisión o reducción de capital social	75	0	0	0	0	0
Otras actividades de financiamiento	5	0	0	0	0	0
<b>Rec. Gen. o util. en act. de financiamiento</b>	80	0	0	0	0	0
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>						
Adq. o ventas de inmuebles, mobiliario y equipo	0	-2	-1	-1	-2	-4
Adq. o venta de inversiones permanentes en acciones	-5	64	-1	0	0	0
Dism. o aum. en cargos o créditos diferidos	-69	0	0	0	0	0
<b>Rec. gen. o util. en actividades de inversión</b>	<b>-74</b>	<b>62</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>
<b>Disminución o aumento de efectivo y equivalentes</b>	9	0	1	1	-0	-0
<b>Efectivo y equivalentes al principio del periodo</b>	6	2	2	3	3	3
<b>Efectivo y equivalentes al final del periodo</b>	15	2	3	3	3	3

Fuente: HR Ratings de México con información de la empresa

\* Proyecciones realizadas a partir del 2T10

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.



# Value S.A. de C.V., Casa de Bolsa Value Grupo Financiero

29 de octubre de 2010

Calificación Contraparte

**HR A+**  
**HR1**

*La nueva alternativa en calificación de valores.*

Las calificaciones de HR Ratings de México S.A. de C.V. son opiniones de calidad crediticia y no son recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento. HR Ratings basa sus calificaciones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables. HR Ratings, sin embargo, no garantiza, la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de los emisores de instrumentos de deuda calificados por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en la cantidad y tipo emitida por cada instrumento. La bondad del valor o la solvencia del emisor podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso a la alza o a la baja, la calificación, sin que esto implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings de México, S.A de C.V. La calificación que otorga HR Ratings de México es de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y en cumplimiento de la normativa aplicable que se encuentran en la página de la calificadoradora [www.hrratings.com](http://www.hrratings.com), donde se puede consultar documentos como el código y políticas de conducta, normas para el uso de información confidencial, metodologías, criterios y calificaciones vigentes.

\*The rating is the sole responsibility of HR and CARE disclaims all liability in respect of such ratings and any consequences relating to or arising from such rating.