



### Sólido trimestre y año: El patrimonio de Monex sube 15% en 2021, haciendo más evidente la excesiva subvaluación de la acción. Aumentamos valor teórico y precio objetivo, tras actualizar modelo de valuación

- **Resultados 2021/2020**, los ingresos totales, resultado operativo y neto aumentaron 13%, 74% y 88%, respectivamente. Los márgenes operativo y neto brincaron a 24.2% y 18.3%, desde niveles muy castigados en el atípico año de 2020, afectado por una agresiva creación de reservas y un cargo no recurrente.
- **Mezcla de ingresos en 2021**. La menor volatilidad cambiaria respecto al 2020 estrechó los márgenes de intermediación del negocio de “Divisas” y disminuyó la actividad del de “Derivados”. La recuperación ha sido desigual con menor actividad relativa en Europa respecto a EUA, lo que afectó los resultados de la subsidiaria en el viejo continente. Creemos que esta situación mejorará en el 2022. Anticipamos también que el negocio de crédito y captación mantendrá su recuperación, apoyado por la dinámica del sector exportador mexicano, a su vez influido positivamente por el buen ritmo de crecimiento en la producción industrial de EUA.
- **Proyección 2022**. Los resultados en 2022 estarían encabezados por un mejor comportamiento esperado del negocio de Divisas y Pagos Internacionales, por mayores márgenes de intermediación estimados para el presente año. Los ingresos consolidados podrían crecer 13%, mientras los resultados operativo y neto brincarían 17% y 11%.
- **Balance muy sólido**. Al cierre del 4T21, las provisiones de Monex SAB suman 987 mp. Estas reservas cubren 3.4 veces su cartera vencida y tanto su índice de morosidad como el cociente de reservas sobre cartera vigente son significativamente mejores que los de la industria de la banca comercial. Por ahora Monex no planea liberar estas reservas, de manera conservadora y prudente.
- **Valuación**: Con el paso de los años, la emisora ha mostrado ser resiliente en crisis y exitosa en su administración financiera, al tiempo que ha seguido aumentando su valor patrimonial. A 3.4X P/U y 0.4X valor en libros, ambos respecto a nuestras estimaciones del 2022, la emisora parece muy subvaluada. Ello debido a su baja bursatilidad y poca visibilidad.

# MONEX B

Precio actual: MXN 12.00.

Valor teórico: MXN 29.50 Desc. por liquidez: 50%.

Precio objetivo 12 meses: MXN 14.75 / alto riesgo.



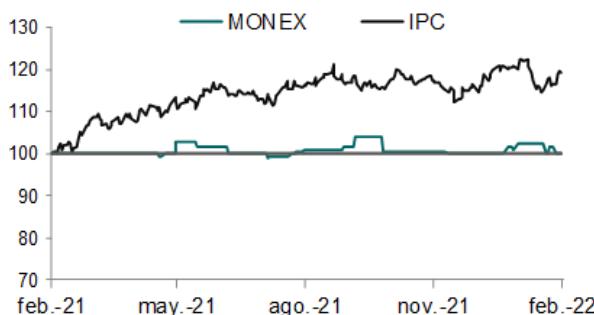
## Reporte trimestral del 4T21 y pronóstico al 2022

viernes, 18 de febrero de 2022

### Datos Clave

Clave Pizarra	MONEXB
Bolsa de Valores	BMV
Precio Objetivo 12 Meses	MKN 14.75
Último Precio	MKN 12.00
Rendimiento Potencial	22.9%
Rendimiento 12 Meses de Dividendo	1.1%
Rendimiento de Dividendo Esperado	1.3%
Rendimiento Total Potencial	24.2%
Rendimiento 12 Meses de MONEX	0.0%
UDM Rango de Precios (MKN)	(12.50 - 11.89)
Acciones en Circulación (millones)	523.5
Bursatilidad	Baja
Val. Capitalización (USD millones)	USD 306.06
P/U (2021)	3.4
PVL	0.5
Página Oficial	<a href="http://www.monex.com.mx">www.monex.com.mx</a>

### Rendimiento 12 meses vs IPC



	2019	2020	2021	2022e
<b>Estimados (MXN millones)</b>				
Ingreso total de la operación	8,049	7,980	9,031	10,201
Var. %	-0.9%	13.2%	13.0%	
Utilidad operativa	1,915	1,252	2,184	2,550
Var. %	-34.6%	74.4%	16.7%	
Resultado neto	1,380	878	1,654	1,839
Var. %	-36.4%	88.4%	11.1%	
UPA	2.6	1.6	3.2	3.5
Var. %	-36.4%	91.7%	11.1%	
<b>Valuación</b>				
P/U	4.6x	7.3x	3.8x	3.4x
P/VL	0.7x	0.6x	0.5x	0.4x
<b>Rentabilidad</b>				
ROE	15.5%	8.9%	15.3%	14.8%
Margen financiero	22.8%	36.2%	26.9%	26.9%
Margen neto	17.2%	11.0%	18.3%	18.0%
<b>Calificación Crediticia*</b>				
Largo Plazo	AA-		HR A+	
Corto Plazo	F1+		HR 1	
Perspectiva	Negativo		Estable	

\* Calificaciones para Monex S.A.B.

Fuente: MONEX y pronósticos de Prognosis

N/A: no aplica

- **Resultado 2021/2020.** El ingreso total de operación al 4T21 fue de 9,031 millones de pesos (mdp), un aumento anual de +13.2% y superior a nuestra estimación. El negocio de “crédito y captación” repuntó fuertemente normalizándose desde una base castigada en 2020. El negocio de “derivados” que tuvo un comportamiento estelar en 2020, perdió dinamismo y cayó -44%. La “intermediación bursátil” creció +2.4%, consolidando el buen comportamiento observado en 2020. El renglón de otros observó un fuerte repunte, reflejo, en parte, de la venta del 56% de la participación de Monex en la Fintech Bitso.

**El resultado de operación y el neto** sumaron 2,184 mdp y 1,654 mdp, respectivamente, brincando +74.4% y +88.4% vs 2020, por arriba de nuestra expectativa.

- **Estimaciones 2022.** Proyectamos ingresos consolidados por 10,200 mp, creciendo 13%, al tiempo que anticipamos un margen operativo de 25.0%. La utilidad neta estimada es de 1,800 mp equivalente a una UPA de 3.5 pesos por acción.
- **Monitoreo de Estrategia.** La expansión de líneas de negocios y la diversificación de ingresos avanza satisfactoriamente.
- **Precio Objetivo y Bursatilidad.** Aplicamos un descuento del 50% (desde 45% anterior) al valor teórico de la emisora, Ps. 29.50, que resulta de promediar una valuación por múltiplos comparativos de utilidad y valor en libros, con el “valor justo” del modelo de Damodaran. Así, nuestro PO es de 14.75 ps.
- **Riesgos:** Márgenes estrechos en la intermediación de divisas. Bajo dinamismo en la demanda por crédito. Atonía económica local y global. Disminución del comercio exterior. Competencia. Regulación. Ejecución.

## 1. Reporte anual del 2021

### Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)

	Cifras acumuladas		
	4T 2021	4T 2020	Variación anual
<b>Ingreso total de la operación</b>	<b>9,031</b>	<b>7,980</b>	+13.2%
Gastos de administración y promoción	6,846	6,728	+1.8%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>2,184</b>	<b>1,252</b>	+74.4%
Margen operativo	24.2%	15.7%	+849 pb
<b>Resultado antes de impuestos a la utilidad</b>	<b>2,184</b>	<b>1,252</b>	+74.5%
Impuestos ISR	-59	376	N.A.
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>1,660</b>	<b>876</b>	+89.6%
<b>Resultado neto</b>	<b>1,654</b>	<b>878</b>	+88.4%
Margen neto	18.3%	11.0%	+731 pb

Fuente: Prognosis con base en MONEX

N.A. = no aplica

En 2021, el **ingreso total de la operación** sumó 9,031 millones de pesos (mdp), un aumento de +13.2% a/a, y superior a nuestras estimaciones. Dicho aumento fue resultado principalmente del repunte en el negocio de crédito y captación, el avance en la arrendadora y el aumento en el negocio de divisas y pagos internacionales en México. Estos avances compensaron la caída en los ingresos de Monex Europe y de la división de Derivados.

En efecto, la principal fuente de dinamismo al 4T21 fue la línea de “**crédito y captación**”, que mostró mayor operación y margen financiero por disminución en el costo de fondeo, además de una reducción de 75% en la creación de reservas, que afectó el 2020. Así, la línea se incrementó +930%, representando el 10.7% de los ingresos totales de Monex. Asimismo, la línea de “**otros**” repuntó +935.3%, principalmente debido a la venta de una parte de su participación en la Fintech Bitso.

Por su parte, el rubro “**divisas y pagos internacionales**”, que representó el 63.7% de los ingresos totales, disminuyó -3.1%. Dentro de esta línea, los **ingresos en México** aumentaron +8.1% a/a, representando el 41.7% de los ingresos, y los ingresos de las “**Subsidiarias en el Extranjero**”, cayeron -19% a/a – debido a la debilidad de Monex Europe, representando el 22% de los ingresos.

Por otro lado, el negocio de “**derivados**” perdió dinamismo al caer -44% a/a en 2021, afectado por la baja volatilidad cambiaria y por debajo de nuestros estimados; por otro lado, la “**intermediación bursátil**” y los “**servicios fiduciarios**” crecieron +2.4% a/a y +11.8% a/a, respectivamente, por arriba de nuestra estimación. Finalmente, la línea de “**arrendadora**” registró un importante repunte de +422% a/a.

Pasando a la información financiera, los **gastos de ventas de administración y promoción** sólo aumentaron +1.8% a/a, sumando 6,846 mdp al 4T21. Como reflejo de 3 factores: (1) mayores comisiones al equipo de promoción por los buenos ingresos en negocios de México; (2) aumento en gastos de tecnología y (3) aumento en gastos de indemnización.

Finalmente, la **utilidad operativa** fue de 2,184 mdp, +74.4% anual; mientras que, la **utilidad neta** sumó 1,654 mdp, +88.4% más que al 4T20, 16% por arriba de nuestra estimación.

### Resumen del Balance General (MXN millones)

	4T 2021	%	4T 2020	%	Variación anual
Disponibilidades	21,188	11.5%	14,579	9.6%	+45.3%
Inversiones en valores	88,807	48.3%	69,746	45.9%	+27.3%
Cartera de crédito (neto)	25,945	14.1%	24,256	16.0%	+7.0%
Cuentas por cobrar	32,259	17.5%	28,160	18.5%	+14.6%
Inmuebles, mobiliario y equipo	803	0.4%	745	0.5%	+7.9%
Inversiones permanentes	168	0.1%	134	0.1%	+24.9%
Otros activos	3,908	2.1%	3,330	2.2%	+17.4%
<b>Suma del Activo</b>	<b>183,826</b>	<b>100.0%</b>	<b>151,984</b>	<b>100.0%</b>	<b>+21.0%</b>
Captación tradicional	48,333	26.3%	45,855	30.2%	+5.4%
Préstamos bancarios	1,734	0.9%	556	0.4%	+211.6%
Colaterales vendidos	3,635	2.0%	3,590	2.4%	+1.2%
Derivados	3,418	1.9%	5,902	3.9%	-42.1%
Otras cuentas por pagar	34,012	18.5%	33,891	22.3%	+0.4%
<b>Suma del Pasivo</b>	<b>171,393</b>	<b>93.2%</b>	<b>141,163</b>	<b>92.9%</b>	<b>+21.4%</b>
Capital contribuido	2,818	1.5%	2,818	1.9%	+0.0%
Capital ganado	9,568	5.2%	7,966	5.2%	+20.1%
<b>Suma del Capital</b>	<b>12,434</b>	<b>6.8%</b>	<b>10,820</b>	<b>7.1%</b>	<b>+14.9%</b>
Suma del Pasivo y Capital	183,826	100.0%	151,984	100.0%	+21.0%

Fuente: Prognosis con base en MONEX

En cuanto a la situación financiera, en 2021 el **capital contable** aumentó +14.9% a/a a 12,434 mdp. Lo que resultó en incrementos anuales de +21% del activo y de +21.4% del pasivo. Lo anterior significó un **valor en libros por acción de 23.75 pesos**, que compara favorablemente con el precio actual de los títulos de 12.00 pesos.

### Cartera de Crédito y Rentabilidad (MXN millones)

Cartera de Crédito	Dic 21 vs Dic 20			
	dic-21	dic-20	Variación %	Variación \$
Cartera de Crédito (neta)	25,945	24,256	7.0	1,689
Cartera de Crédito vigente	26,639	24,735	7.7	1,904
Cartera de Crédito Vencida	293	494	-40.7	-201
Estimación Preventiva para Riesgos Crediticios	-987	-973	1.4	-14
Índice de Morosidad (MOR) %*	1.09	1.96	-44.4	-0.87
Índice de Cobertura (ICOR) %**	337	197	71.1	140
EPRC/ Cartera Total %***	3.66	3.86	-5.2	-0.20

### Rentabilidad

### 2021 vs 2020

	2021	2020	Variación %	Variación \$
Rendimiento Activos % ****	0.99	0.67	47.8	0.32
Rendimiento Capital % ****	14.23	8.51	67.2	5.72

Fuente: Monex

Nota: \* Cartera de crédito vencida/ Cartera de Crédito Total

\*\*Estimación preventiva para riesgos crediticios/ Cartera de Crédito Vencida

\*\*\*Estimación preventiva para riesgos crediticios/ Cartera Total

\*\*\*\*Cálculo del Rendimiento = (Resultado neto del semestre anualizado / Activos o Capital Total Promedio)

## 2. Proyecciones para el 2022

Para el presente año esperamos que los ingresos totales de Monex crezcan +13.0%, alcanzando los 10,200 mdp. Este incremento refleja una mejoría del negocio de divisas y pagos, tanto en el mercado local y especialmente las subsidiarias foráneas que en 2021 tuvieron una ralentización. Estimamos que la demanda de crédito seguirá recuperándose de manera moderada, por el dinamismo del sector exportador, beneficiado por un buen ritmo esperado de la actividad industrial en EUA.

Nuestros supuestos centrales son: **1)** incremento de la volatilidad en los mercados financieros respecto a 2021, y consolidación de la actividad comercial. En “divisas y pagos” anticipamos un crecimiento promedio conjunto de +16.7%. **2)** Alza de 13% en el negocio de crédito y captación. **3)** Un avance del negocio de “intermediación bursátil” de +12%, **4)** un fuerte ritmo de +25% del negocio de “derivados”, un avance de +13% en los servicios fiduciarios y; por último, **5)**, Una contribución de 500 mdp en “Otros”, en donde se asocian plusvalías y minusvalías de posiciones de mercado.

A continuación, nuestro modelo por cada línea de negocio.

### Modelo de Ingresos 2022

(MXN millones)	2018	2019	2020	2021	2022e	19/18	20/19	21/20	22/21e
<b>Ingreso total de la operación</b>	<b>7,086</b>	<b>8,049</b>	<b>7,981</b>	<b>9,030</b>	<b>10,201</b>	<b>13.6%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.0%</b>
Divisas y Pagos	4,874	5,324	5,941	5,755	6,716	9.2%	11.6%	-3.1%	16.7%
México	2,875	2,978	3,482	3,764	4,366	3.6%	16.9%	8.1%	16.0%
Subsidiarias en el extranjero	1,999	2,346	2,459	1,991	2,349	17.4%	4.8%	-19.0%	18.0%
Crédito y Captación	571	913	89	917	1,036	59.9%	-90.3%	930.3%	13.0%
Intermediación Bursátil	447	537	736	757	848	20.1%	37.1%	2.9%	12.0%
Derivados	584	490	862	483	604	-16.1%	75.9%	-44.0%	25.0%
Servicios Fiduciarios	269	303	306	342	386	12.6%	1.0%	11.8%	13.0%
Arrendadora	38	57	-22	74	111	50.0%	N/A	N/A	50.0%
Otros	303	425	68	704	500	40.3%	-84.0%	935.3%	-28.9%

Fuente: Monex y estimados de Prognosis

N.A.: no aplica

Precio actual: MXN 12.00.

Valor teórico: MXN 29.50 Desc. por liquidez: 50%.

Precio objetivo 12 meses: MXN 14.75 / alto riesgo.



viernes, 18 de febrero de 2022

### 3. Resumen de Estados Financieros 2018 a 2021 y proyección 2022

#### Resumen Anual del Estado de Resultados de MONEX (MXN millones)

	2018	2019	2020	2021	2022e
<b>Ingreso total de la operación</b>	<b>7,086</b>	<b>8,049</b>	<b>7,980</b>	<b>9,031</b>	<b>10,201</b>
Gastos de administración y promoción	5,552	6,134	6,728	6,846	7,651
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1,534</b>	<b>1,915</b>	<b>1,252</b>	<b>2,184</b>	<b>2,550</b>
Margen operativo	21.7%	23.8%	15.7%	24.2%	25.0%
<b>Resultado antes de impuestos a la utilidad</b>	<b>1,534</b>	<b>1,915</b>	<b>1,252</b>	<b>2,184</b>	<b>2,550</b>
Impuestos ISR	411	532	376	-59	698
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>1,123</b>	<b>1,383</b>	<b>876</b>	<b>1,660</b>	<b>1,852</b>
<b>Resultado neto</b>	<b>1,116</b>	<b>1,380</b>	<b>878</b>	<b>1,654</b>	<b>1,839</b>
Margen neto	15.7%	17.2%	11.0%	18.3%	18.0%
Crecimiento del ingreso total de la operación, %		13.6%	-0.9%	13.2%	13.0%
Crecimiento de la utilidad operativa, %		24.8%	-34.6%	74.4%	16.7%
Crecimiento de la utilidad neta, %		23.7%	-36.4%	88.4%	11.1%

#### Otros Rubros e Indicadores

	2018	2019	2020	2021	2022e
ROE, %	13.7%	15.5%	8.9%	15.3%	14.8%
ROA, %	1.1%	1.4%	0.8%	1.1%	1.0%
Margen financiero, %	28.7%	22.8%	36.2%	26.9%	26.9%
Número de acciones en circulación (millones)	536.0	532.9	532.7	523.5	523.5
Utilidad por acción	2.1	2.6	1.6	3.2	3.5
Valor en libros por acción	16.6	18.4	20.3	23.8	27.0
P/U	6.8	4.6	7.3	3.8	3.4
P/VL	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

#### Resumen del Balance General (MXN millones)

	2018	2019	2020	2021	2022e
<b>Activo</b>	<b>98,944</b>	<b>112,108</b>	<b>151,984</b>	<b>183,826</b>	<b>189,242</b>
Cartera de crédito total (neto)	23,504	23,412	24,256	25,945	28,127
Cartera de crédito vigente	23,410	23,315	24,735	26,639	28,770
Cartera de crédito vencida	521	530	494	293	352
<b>Pasivo</b>	<b>90,042</b>	<b>102,284</b>	<b>141,163</b>	<b>171,393</b>	<b>175,114</b>
<b>Capital contable</b>	<b>8,902</b>	<b>9,824</b>	<b>10,820</b>	<b>12,434</b>	<b>14,127</b>

Fuente: Prognosis, MONEX y BMV

### 4. Valuación

Valuamos Monex B haciendo un análisis de múltiplos de empresas comparativas y utilizando el múltiplo implícito que calcula el valor “justo” del capital contable. En nuestro análisis de valuación de empresas similares, no encontramos ninguna compañía que sea exactamente comparable con Monex, pero incluimos empresas financieras locales de tamaño similar con negocios bursátiles y cambiarios.

**Múltiplo P/U.** MONEX B (MXN 12.0) actualmente cotiza a **3.8X** la UPA del 2021 de MXN 3.2 ps y a **0.5X** el valor en libros al 4T21. Ambos múltiplos son significativamente inferiores al promedio de comparables en México que se encuentra en 8.5X y 1.0X, respectivamente. Estos últimos múltiplos reflejan una degradación respecto al promedio de 2015-2019, probablemente incorporando un mayor riesgo país.

Aunque un múltiplo P/U “normal” para empresas financieras mexicanas es de ~12.0X, usamos uno de 8.5X utilidades del 2022, que nos lleva a un precio objetivo de 29.75 pesos. Usando un múltiplo de 1.0X valor en libros estimado del 2022 llegaríamos a un precio de 27. Así el valor de acuerdo con múltiplos relativamente normalizados es de **28.4 pesos**.

#### Valuación por múltiplo justificado o implícito

Usamos la fórmula del conocido modelo de Damodaran.

$$P/VL^* = (ROE - g)/(Ke - g)$$

P/VL\* Es el múltiplo implícito o “justo”.

ROE = Utilidad neta 12m/ capital contable promedio sostenible.

g= Tasa de crecimiento sostenible a largo plazo o perpetuidad.

Ke = Costo de oportunidad del capital contable (“tasa de descuento”).

El costo de capital lo determinamos de la manera tradicional como la tasa libre de riesgo esperada más el riesgo de mercado ajustado por la beta esperada de la acción. Esto es 8.0% la tasa libre de riesgo (bonos mexicanos a LP), más 5.0% riesgo de mercado, ajustado por una beta esperada de 0.90; de tal manera que el costo de oportunidad del capital es de 11.7%. El ROE sostenible en el largo plazo, que resulta de nuestro modelo es de 13.0% y el crecimiento a perpetuidad de 6.0% nominal. El múltiplo implícito resulta de 1.22X mientras que el valor en libros por acción (VLA) que estimamos para el 2022 es de 27.0 pesos. Así, **el valor teórico o “justo” de MONEX B es de 30.67 pesos**.

#### Precio objetivo combinado y descuento por liquidez

Si ponderamos al 50%, los valores obtenidos por el método de la fórmula de valor en libros “justo” y por múltiplos P/U y P/VL, llegamos a un **valor teórico de 29.50 ps**, significativamente superior a su precio actual de 12 ps. **Creemos que la razón principal de esta diferencia sigue siendo la baja liquidez y poca visibilidad de MONEX B.**

**Con un descuento de 50%, obtenemos un P.O. de 14.75 ps. por acción**, lo que equivale a 0.55X el valor en libros estimado por Prognosis para Monex B en 2022. Un múltiplo similar al inferido por el precio actual dividido entre el valor libros al 4T21, de 0.51X.

### 5. Eventos Relevantes

**Fitch Ratings mejora calificación crediticia de Monex S.A.B.:** “El 8 de octubre, Fitch Ratings subió la calificación nacional de riesgo emisor de largo plazo de Monex, S.A.B. a ‘AA-(mex)’ desde ‘A+(mex)’, mientras que la calificación en escala nacional de corto plazo subió a ‘F1+(mex)’ desde ‘F1(mex)’. Como resultado, Fitch subió la calificación de la emisión de certificados bursátiles MONEX 21 a ‘AA-(mex)’ desde ‘A+(mex)’”.

**HR Ratings ratifica calificaciones de largo y corto plazo:** “El 22 de octubre, HR Ratings ratificó las calificaciones de largo y corto plazo de Monex, S.A.B. en ‘HR A+’ y ‘HR1’, respectivamente. La perspectiva de la calificación de largo plazo es estable. Del mismo modo, HR Ratings ratificó la calificación de la emisión MONEX 21 en ‘HR A+’ con perspectiva estable”.

**Fitch Ratings revisa perspectiva de calificación de Monex S.A.B.:** “El 14 de diciembre, Fitch revisó la perspectiva de la calificación en escala nacional de largo plazo de Monex S.A.B. a estable desde negativa. El cambio de perspectiva negativa a estable también aplicó a las calificaciones nacionales de largo plazo de nuestras subsidiarias Banco Monex y Monex Casa de Bolsa”.

**Tempus cambia su nombre a Monex USA:** “Con el objetivo de unificar globalmente nuestra marca, a partir del 18 de enero de 2022. Tempus, subsidiaria indirecta de Monex S.A.B. con sede en Estados Unidos, asume el nombre de “Monex USA””.

Precio actual: MXN 12.00.

Valor teórico: MXN 29.50 Desc. por liquidez: 50%.

Precio objetivo 12 meses: MXN 14.75 / alto riesgo.

viernes, 18 de febrero de 2022



Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

- Más de 30 años de experiencia directa analizando valores de deuda y de capital
- Reportes y promoción de títulos en colocación primaria y del mercado secundario
- Sólido equipo de analistas con experiencia en Wall Street, la "City", América Latina y México
- Líder en cobertura de empresas medianas y pequeñas
- Reconocido proveedor independiente de proyecciones económicas y financieras

Carlos Fritsch  
[cfritsch@prognosismex.com](mailto:cfritsch@prognosismex.com)

Daniela Márquez  
[dmarquez@prognosismex.com](mailto:dmarquez@prognosismex.com)

Rubí Grajales  
[rgrajales@prognosismex.com](mailto:rgrajales@prognosismex.com)

 +52 (55) 1013 7353  
+52 (55) 2922 5483

Campos Elíseos 400 Piso 601-B  
Col. Polanco 11560  
Ciudad de México

### Información relevante sobre Prognosis, sus analistas y este reporte

La empresa Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) ha sido aprobada por la BMV para actuar como Analista Independiente y está sujeta a lo dispuesto por el Reglamento Interior de la BMV. Dicha aprobación en ningún momento implica que la empresa Prognosis ha sido autorizada o supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Socios, analistas y todo el personal que labora en Prognosis, declara: (1) tener solvencia moral tanto, en nuestra actividad profesional como en la personal; (2) cumplir con los criterios de independencia que señala el Reglamento interior de la BMV, que entre otros incluye en que no incurrimos en labores de corretaje de emisora alguna y tampoco relación de negocios con dichas emisoras; (3) apego y cumplimiento en todo momento a los Códigos de Ética Profesional de la comunidad Bursátil Mexicana y de Prognosis; (4) estar libre de conflictos de interés patrimonial o económico respecto de las emisoras a las cuales cubrimos.

Nosotros, Carlos Fritsch y Daniela Márquez certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, certificamos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación directa o indirecta alguna a cambio de expresar una opinión en algún sentido específico en este documento. Los analistas que prepararon este reporte no tienen posiciones en los valores mencionados. Los analistas fundamentales involucrados en la elaboración de este documento reciben compensaciones basadas en la calidad y precisión de este reporte y factores competitivos.

El precio objetivo incluido en este reporte refleja el desempeño esperado de la acción en un periodo específico de tiempo. Este desempeño podría estar relacionado con el método de valuación y con otros factores. El método fundamental de valuación utilizado por Prognosis se basa en una combinación de una o más metodologías generalmente aceptadas de análisis financiero que pueden incluir valuación por múltiplos, flujos de efectivo descontados (DCF), suma de partes, valor de liquidación y cualquier otra metodología apropiada para el caso particular. Otros factores incluyen flujo de noticias generales o específicas de la compañía, percepción de inversionistas del momento adecuado para invertir, operaciones de fusiones y adquisiciones y el apetito del mercado en industrias específicas, entre otros. Alguno o todos estos factores pueden llevar a una recomendación contraria a la indicada por la simple valuación fundamental. Asimismo, las proyecciones incluidas en este reporte están basadas en supuestos que pueden o no cumplirse. Rendimientos pasados no garantizan rendimientos futuros. Actualizaciones constantes pueden ser realizadas para cualquier emisora dependiendo de la periodicidad de eventos, anuncios, condiciones de mercado o cualquier otra información pública.

Este reporte está basado en información pública y fuentes que se consideran fidedignas; no se garantiza la precisión, veracidad o exhaustividad de dicha información. La información y las opiniones dentro de este reporte no constituyen una oferta para comprar o vender ni una invitación para hacer una oferta para comprar o vender cualquier valor u otro instrumento financiero. Este documento no provee asesoría personalizada y no toma en consideración estrategias y objetivos específicos de inversión, situación financiera, o necesidades particulares de cualquier persona que pueda recibir este reporte. El destinatario de este reporte debe tomar sus propias decisiones y considerarlo como un factor entre muchos en su toma de decisiones.

**Solid quarter and year: Monex's net-worth rises 15% in 2021, making the large undervaluation of its stock more evident. We upgraded our fair value and target price, after updating our valuation model**

- **In 2021/2020,** total revenues, operating profit and net profit increased +13%, +74% and +88%, respectively. The operating and net margins rose to 24.2% and 18.3%, from highly punished levels in the atypical year of 2020, affected by an aggressive creation of credit reserves and a non-recurring charge.
- **Revenue projections by business line in 2021.** The lower FX volatility compared to 2020, narrowed intermediation spreads of the “Foreign Exchange” business line, and lowered the activity of the “Derivatives” line. The economic recovery has been uneven, with less dynamism in Europe compared to the US, which affected the results of the subsidiary in the old continent. We believe, however, that this situation will improve in 2022. We anticipate that the “credit and deposits” business will maintain its recovery, supported but the dynamics of the Mexican export sector, influenced by good expected growth of the US industrial production.
- **2022 Forecast.** The results in 2022 will be led by the better expected performance of the Foreign Exchange and International Payments business line, due to the higher margins mentioned above. Consolidated revenues could grow 13%, while operating and net results would jump 17% and 11%.
- **Very solid balance sheet.** At the close of 4Q21, Monex SAB’s provisions totaled 987 mp. These reserves cover 3.4X its non-performing loan portfolio and both its delinquency ratio and the ratio of reserves to loan portfolio are significantly better than those of Mexico’s commercial banking industry. For now, Monex does not plan to release these reserves, in a conservative and prudent manner.
- **Valuation.** Over the years, the issuer has proven to be resilient in crisis and successful in its financial management, while continuing to increase its equity value. At 3.4X P/E and 0.4X book value, both relative to our 2022 estimates, the issuer appears grossly undervalued. This is due to its low marketability and poor visibility.

# MONEX B

Current price: MXN 12.00.

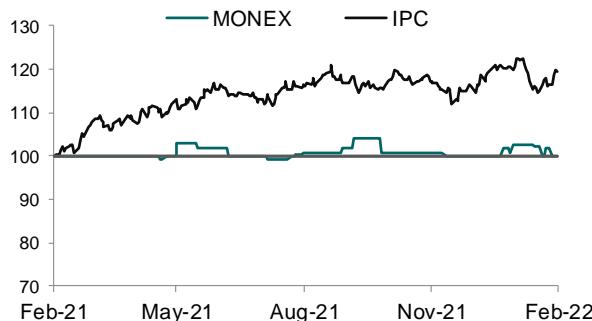
Theoretical value: MXN 29.50. Liquidity discount: 50%.

12-month target price: MXN 14.75 / high risk.

## Key Data

Local Ticker	MONEXB
Exchange	BMV
12 Month T.P. (Estimated Fair Value)	MXN 14.75
Last Price	MXN 12.00
Expected Return	22.9%
LTM Dividend Yield	1.1%
Expected Dividend Yield	1.3%
Total Expected Return	24.2%
LTM Stock Price Return	0.0%
LTM Price Range (MXN)	(12.50 - 11.89)
Outstanding Shares (Million)	523.5
Trading Volume	Low
Market Cap (USD Million)	USD 306.06
P/E (2021)	MXN 3.42
Price/Book Value	MXN 0.5
Official Website	<a href="http://www.monex.com.mx">www.monex.com.mx</a>

## 12M Stock Price Return vs IPC



	2019	2020	2021	2022f
<b>Estimates (MXN million)</b>				
Total operating revenues	8,049	7,980	9,031	10,201
YoY%		-0.9%	13.2%	13.0%
Operating income	1,915	1,252	2,184	2,550
YoY%		-34.6%	74.4%	16.7%
Net profit (loss)	1,380	878	1,654	1,839
YoY%		-36.4%	88.4%	11.1%
EPS	2.6	1.6	3.2	3.5
YoY%		-36.4%	91.7%	11.1%
<b>Valuation</b>				
P/E	4.6x	7.3x	3.8x	3.4x
P/BV	0.7x	0.6x	0.5x	0.4x
<b>Profitability</b>				
ROE	15.5%	8.9%	15.3%	14.8%
Financial margin	22.8%	36.2%	26.9%	26.9%
Net margin	17.2%	11.0%	18.3%	18.0%
<b>Credit Rating</b>		<b>Fitch Ratings</b>	<b>HR Ratings</b>	
Long Term		AA-	HR A+	
Short Term		F1+	HR 1	
Outlook		Negative	Stable	

\* Rating for Monex S.A.B.

Source: MONEX and Prognosis estimates

n.m.: not meaningful



## 4Q21 quarterly report and 2022 outlook

February 18, 2022

- **2021/2020 results.** Total operating income thru 4Q21 reached 9,031 million pesos (mp), an annual growth of +13.2% and above our estimate. The “credit and deposits” business line rose strongly, normalizing from a penalized base in 2020. While the “derivatives” line that had a stellar behavior in 2020, lost dynamism and fell -44%. “Brokerage and Trading Services” grew +2.4%, consolidating the good behavior observed in 2020. The line of “others” saw a strong rebound, partially, because of the sale of 56% of Monex’s stake in Fintech Bitso.

Operating income and net income amounted 2,184 mp and 1,654 mp, respectively, growing +74.4% and +88.4%, also above our estimates.

- **2022 Forecast.** We expect total operating revenues of 10,200 mp, a +13% jump, while we expect an operating margin of 25.0%. Our net profit estimate is 1,800 mp, resulting in a 2022 EPS of 3.5 ps.
- **Strategy Monitoring.** The expansion of business lines and income diversification continues to progress satisfactorily.
- **Target Price and Marketability.** We apply a liquidity discount of 50% (previously 45%) to the theoretical value of the company, or ps 29.50, to arrive at our TP of 14.75. This value results from averaging up peer multiples with the “fair value” that results from the Damodaran model.
- **Risks.** Narrow FOREX spreads. Low dynamism in Mexico’s demand for credit. Local and global economic downturn. Low levels of foreign trade. Competition. Regulation. Execution.

### 1. 2021 annual report

#### Summary of the Income Statement (MXN million)

	Accumulated data		
	4Q 2021	4Q 2020	YoY Change
<b>Total operating revenues</b>	<b>9,031</b>	<b>7,980</b>	+13.2%
Management and promotion expenses	6,846	6,728	+1.8%
<b>Operating income</b>	<b>2,184</b>	<b>1,252</b>	+74.4%
<i>Operating margin</i>	24.2%	15.7%	+849 bp
<b>Earnings before taxes</b>	<b>2,184</b>	<b>1,252</b>	+74.5%
Taxes	-59	376	n.m.
<b>Earnings before discontinued operations</b>	<b>1,660</b>	<b>876</b>	+89.6%
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,654</b>	<b>878</b>	+88.4%
<i>Net margin</i>	18.3%	11.0%	+731 bp

Source: MONEX

n.m. = not meaningful

In 2021, **total operating income** reached 9,031 million pesos (mp), increasing +13.2% y/y, and also above our estimates. This growth was mainly the result of an upturn in the credit and deposits business, an increase in leasing and in the forex and Payment Services in Mexico. These advances offset the fall in revenues from "Monex-Europe" and "Derivatives".

Indeed, the main source of dynamism in 4Q21 was the "**credit and deposits**" line, which showed greater activity and a higher NIM due to a lower cost of funding, in addition to a 75% reduction in the creation of reserves, which affected in 2020. Thus, the line rose +930% representing 10.7% of Monex's total income. Likewise, the "**others**" line rose +935.3%, mainly due to the sale of 57% of its stake in the Fintech Bitso.

The "**foreign exchange and payments services**" line which represents 63.7% of Monex's total income, fell -3.1%. Within this line, revenues in "**Mexico**" increased +8.1% y/y, representing 41.7% of total income, and the revenues of "**subsidiaries abroad**" fell -19% y/y --because of Monex- Europe -- with a participation of 22% in total income.

The "**derivatives**" business lost dynamism, falling -44% y/y, affected by the decline in FX volatility and below our estimates; the "**securities brokerage**" and "**trust services**" grew +2.4% y/y and +11.8% y/y, respectively, above our estimation. Finally, the '**leasing**' line rose +422% y/y.

**SG&A expenses** grew only +1.8% y/y, amounting 6,846 mp in 4Q21. Due to 3 factors: (1) higher commissions to the promotion team due to good results in Mexico's business; (2) increase in technology expenses and (3) increase in severance costs.

Finally, **operating profit** reached 2,184 mp, +74.4% y/y, while **net income** added 1,654 mp, +88.4% more than in 4Q20, above our estimate.

Current price: MXN 12.00.

Theoretical value: MXN 29.50. Liquidity discount: 50%.  
12-month target price: MXN 14.75 / high risk.

February 18, 2022

### Summary of the Balance Sheet (MXN million)

	4Q 2021	%	4Q 2020	%	YoY Change
Existing financial resources	21,188	11.5%	14,579	9.6%	+45.3%
Investments	88,807	48.3%	69,746	45.9%	+27.3%
Loan portfolio (net)	25,945	14.1%	24,256	16.0%	+7.0%
Accounts receivable	32,259	17.5%	28,160	18.5%	+14.6%
Property, plant and equipment	803	0.4%	745	0.5%	+7.9%
Permanent investments	168	0.1%	134	0.1%	+24.9%
Other assets	3,908	2.1%	3,330	2.2%	+17.4%
<b>Total Assets</b>	<b>183,826</b>	<b>100.0%</b>	<b>151,984</b>	<b>100.0%</b>	<b>+21.0%</b>
Traditional deposits	48,333	26.3%	45,855	30.2%	+5.4%
Bank loans	1,734	0.9%	556	0.4%	+211.6%
Collaterals sold	3,635	2.0%	3,590	2.4%	+1.2%
Derivatives	3,418	1.9%	5,902	3.9%	-42.1%
Other liabilities	34,012	18.5%	33,891	22.3%	+0.4%
<b>Total Liabilities</b>	<b>171,393</b>	<b>93.2%</b>	<b>141,163</b>	<b>92.9%</b>	<b>+21.4%</b>
Contributed capital	2,818	1.5%	2,818	1.9%	+0.0%
Gained capital	9,568	5.2%	7,966	5.2%	+20.1%
<b>Stockholder's Equity</b>	<b>12,434</b>	<b>6.8%</b>	<b>10,820</b>	<b>7.1%</b>	<b>+14.9%</b>
Total Liabilities + Equity	183,826	100.0%	151,984	100.0%	+21.0%

Source: Prognosis based on MONEX

Regarding Monex financial situation, the **stockholders' equity** increased +14.9% to 12,434 mp, in 2021. Which resulted from annual increases of +21% in assets and +21.4% in liabilities. The **book value per share reached 23.75 pesos**, which compares favorably with the current share's price of 12.00 pesos.

### Loan portfolio and Profitability (MXN million)

Loan portfolio	Dec 21 vs Dec 20			
	dic-21	dic-20	Variation %	Variation \$
Loan portfolio (net)	25,945	24,256	7.0	1,689
Performing Loan Portfolio	26,639	24,735	7.7	1,904
Non-performing Loan Portfolio	293	494	-40.7	-201
Loan Risk Reserves	-987	-973	1.4	-14
Past due reserves ratio % *	1.09	1.96	-44.4	-0.87
Coverage ratio % **	337	197	71.1	140
LRR/Total Loan Portfolio %***	3.66	3.86	-5.2	-0.20

### Profitability

	2021 vs 2020			
	2021	2020	Variation %	Variation \$
Asset performance % ****	0.99	0.67	47.8	0.32
Capital performance % ****	14.23	8.51	67.2	5.72

Source: MONEX

\* Non-performing Loan Portfolio / Total Loan Portfolio

\*\* LRR / Non-performing Loan Portfolio

\*\*\* LRR / Loan Portfolio

\*\*\*\* Yield Calculation = (Annualized Semester Net Income / Assets or Average Total Capital)

## 2. 2022 Revenue projections by business line

For this year, we expect Monex's total revenues to grow +13.0%, reaching 10,200 million pesos (mp). This increase reflects an improvement in the forex and payment services exchange and payment business, both in the local market and especially in foreign subsidiaries, which in 2021 slowed down. For 2022 we expect that the demand for credit will continue to recover moderately, supported but the dynamics of the Mexican export sector, influenced by the good growth rate of US industrial production.

Our core assumptions are: 1) More volatility in financial markets compared to 2021 and consolidation in commercial activity. In "forex and payments services" we anticipate an average growth of +16.7%. 2) +13% increase in the credit and deposits business. 3) an advance in the "brokerage and trading services" of +12%. 4) a strong pace of +25% in the "derivatives" business, an increase of +13% in "trust services". Finally, 5) a 500 mp contribution from the "others" line, where gains and losses of market positions are computed.

Here is our mix of income growth model for each business line.

**2022 Income Model**

(MXN million)	2018	2019	2020	2021	2022f	19/18	20/19	21/20	22/21f
<b>Total operating revenues</b>	<b>7,086</b>	<b>8,049</b>	<b>7,981</b>	<b>9,030</b>	<b>10,201</b>	<b>13.6%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.0%</b>
Forex and Payment Services	4,874	5,324	5,941	5,755	6,716	9.2%	11.6%	-3.1%	16.7%
National	2,875	2,978	3,482	3,764	4,366	3.6%	16.9%	8.1%	16.0%
International	1,999	2,346	2,459	1,991	2,349	17.4%	4.8%	-19.0%	18.0%
Credit and Deposits	571	913	89	917	1,036	59.9%	-90.3%	930.3%	13.0%
Brokerage and Trading Services	447	537	736	757	848	20.1%	37.1%	2.9%	12.0%
Derivatives	584	490	862	483	604	-16.1%	75.9%	-44.0%	25.0%
Trust Services	269	303	306	342	386	12.6%	1.0%	11.8%	13.0%
Leasing	38	57	-22	74	111	50.0%	n.m.	n.m.	50.0%
Others	303	425	68	704	500	40.3%	-84.0%	935.3%	-28.9%

Source: MONEX and Prognosis estimates

n.m.: not meaningful

Current price: MXN 12.00.

Theoretical value: MXN 29.50. Liquidity discount: 50%.

12-month target price: MXN 14.75 / high risk.

### 3. Summary of the Income Statement 2018 to 2021 and 2022 forecast

#### Summary of the Income Statement (MXN million)

	2018	2019	2020	2021	2022f
<b>Total operating revenues</b>	<b>7,086</b>	<b>8,049</b>	<b>7,980</b>	<b>9,031</b>	<b>10,201</b>
Administrative, sales and general expenses	5,552	6,134	6,728	6,846	7,651
<b>Operating income</b>	<b>1,534</b>	<b>1,915</b>	<b>1,252</b>	<b>2,184</b>	<b>2,550</b>
<i>Operating margin</i>	21.7%	23.8%	15.7%	24.2%	25.0%
<b>Earnings before income taxes</b>	<b>1,534</b>	<b>1,915</b>	<b>1,252</b>	<b>2,184</b>	<b>2,550</b>
Taxes	411	532	376	-59	698
<b>Earnings before discontinued operations</b>	<b>1,123</b>	<b>1,383</b>	<b>876</b>	<b>1,660</b>	<b>1,852</b>
<b>Net income</b>	<b>1,116</b>	<b>1,380</b>	<b>878</b>	<b>1,654</b>	<b>1,839</b>
<i>Net margin</i>	15.7%	17.2%	11.0%	18.3%	18.0%
<i>Growth of total operating revenues, %</i>		13.6%	-0.9%	13.2%	13.0%
<i>Growth of operating income, %</i>		24.8%	-34.6%	74.4%	16.7%
<i>Growth of net income, %</i>		23.7%	-36.4%	88.4%	11.1%

#### Other Indicators

	2018	2019	2020	2021	2022f
ROE, %	13.7%	15.5%	8.9%	15.3%	14.8%
ROA, %	1.1%	1.4%	0.8%	1.1%	1.0%
Financial margin, %	28.7%	22.8%	36.2%	26.9%	26.9%
Shares outstanding (million)	536.0	532.9	532.7	523.5	523.5
EPS	2.1	2.6	1.6	3.2	3.5
Book value per share	16.6	18.4	20.3	23.8	27.0
P/E	6.8	4.6	7.3	3.8	3.4
P/BV	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

#### Summary of the Balance Sheet (MXN million)

	2018	2019	2020	2021	2022f
<b>Assets</b>	<b>98,944</b>	<b>112,108</b>	<b>151,984</b>	<b>183,826</b>	<b>189,242</b>
Loan portfolio (net)	23,504	23,412	24,256	25,945	28,127
Performing loan portfolio	23,410	23,315	24,735	26,639	28,770
Non-performing loan portfolio	521	530	494	293	352
<b>Liabilities</b>	<b>90,042</b>	<b>102,284</b>	<b>141,163</b>	<b>171,393</b>	<b>175,114</b>
<b>Stockholder's Equity</b>	<b>8,902</b>	<b>9,824</b>	<b>10,820</b>	<b>12,434</b>	<b>14,127</b>

Source: Prognosis, MONEX and BMV

Current price: MXN 12.00.

Theoretical value: MXN 29.50. Liquidity discount: 50%.

12-month target price: MXN 14.75 / high risk.

February 18, 2022

### 4. Valuation

We value Monex B with two methods: peer valuation and the implicit or "fair" book-value ratio valuation. We assessed similar companies and found that no company is exactly comparable to Monex B, but we included local financial companies of similar size with a brokerage house and foreign exchange businesses.

**P/E multiple.** MONEX B (MXN 12.00) is currently trading **3.8X** trailing 12-month-EPS of 3.2 ps and **0.5X** the 4Q21 BV. Both multiples are significantly lower than the averages of similar companies (8.5X the EPS and 1.0X the book value). These last multiples reflect a degradation vs the 2015-2019 average, probably reflecting a higher Mexico risk.

Even if a "normal" P/E multiple for Mexican financial companies is ~12.0X, we use one of 8.5X the expected earnings of 2022, which leads us to a target price of 29.75 pesos. Using a multiple of 1.0X book value we would arrive at a price of 27. Thus, the value according to relatively normalized multiples is **28.4 pesos**.

#### Implicit or "fair" ratio valuation

We used the following formula from Damodaran's well-known model:

$$P/VL^* = (ROE - g)/(Ke - g)$$

P/VL<sup>\*</sup> = Implicit or "fair" ratio.

ROE = LTM Net profit/ sustainable average stockholder's equity.

g = Long term or perpetual sustainable growth rate.

Ke = Cost of capital ("discount rate").

We determine the cost of capital, Ke, in the traditional way by adding the expected risk-free rate to the market risk adjusted by the share's expected beta. That is an 8.0% risk-free rate (LT Mexican bonds), plus a 5.0% market risk premium, adjusted by an expected beta of 0.90; in such a way that the cost of capital equals 11.7%. Our model produces a sustainable ROE of 13.0% and a perpetual nominal growth of 6.0%. The implicit ratio then comes to 1.22X, while the 2022 book value per share (BVS) that we forecasted is 27.0 pesos. Thus, **the theoretical or "fair" value for MONEX B is 30.67 pesos**.

#### Combined target price, marketability discount and visibility in the market

If we weigh 50% the values obtained previously, that is the one that resulted from the "fair" ratio valuation and from the comparison of multiples method, we obtain a combined **target price of 29.50 ps**, significantly higher than the current price of 12 pesos. **We believe that the main reason for this difference is the precarious marketability of the shares and its poor visibility.**

**Using a 50% discount we get a T.P. of 14.75 ps per share**, which is equivalent to 0.55X the book value that Prognosis estimates for 2022. This multiple is similar to that inferred by the current price of Monex B divided by its book value as of 4Q21, of 0.51X.

### 5. Relevant Events

**Fitch Ratings upgrades MONEX S.A.B. credit rating:** “On October 8, 2021, Fitch Ratings upgraded the Long-National Scale rating of Monex S.A.B. to ‘AA-(mex)’ from ‘A+(mex)’, while the short-term national scale rating was raised to ‘F1 + (mex)’ from ‘F1 (mex)’. As a result, Fitch raised the rating of MONEX 21 stock certificates to ‘AA-(mex)’ from ‘A + (mex)’.

**HR Ratings ratifies long and short-term ratings:** “On October 22, HR Ratings ratified the long and short-term ratings of Monex, S.A.B. in ‘HR A +' and ‘HR1’, respectively. The long-term rating outlook is stable. Similarly, HR Ratings confirmed the rating of the MONEX 21 at ‘HR A +' with stable outlook”.

**Fitch Ratings revises Monex S.A.B.'s rating outlook:** “On December 14, Fitch revised Monex S.A.B.'s long-term national scale rating outlook to stable from negative. The change from negative to stable outlook also applied to the national long-term ratings of our subsidiaries Banco Monex and Monex Casa de Bolsa”.

**Tempus changes name to Monex USA:** “With the global unification of our brand, as of January 18, 2022, Tempus, an indirect subsidiary of Monex S.A.B. headquartered in the United States, assumes the name of “Monex USA”.

Current price: MXN 12.00.

Theoretical value: MXN 29.50. Liquidity discount: 50%.

12-month target price: MXN 14.75 / high risk.

February 18, 2022



Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

- Over 30 years of direct experience analyzing debt and equity securities
- IPO and secondary market reports and promotion
- Solid team of analysts with experience in Wall Street, the "City", Latin America and Mexico
- Leader in the coverage of medium and small sized companies
- Renown independent provider of economic and financial forecasts

Carlos Fritsch  
[cfritsch@prognosismex.com](mailto:cfritsch@prognosismex.com)

Daniela Márquez  
[dmarquez@prognosismex.com](mailto:dmarquez@prognosismex.com)

Rubí Grajales  
[rgrajales@prognosismex.com](mailto:rgrajales@prognosismex.com)

 +52 (55) 1013 7353  
+52 (55) 2922 5483

Campos Elíseos 400 Piso 601-B  
Col. Polanco 11560  
Ciudad de México

### Relevant information on Prognosis, its analysts and this report

The company Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) has been approved by the BMV (Mexican Stock Exchange) to act as an Independent Analyst and it is subject to the norms of the Internal Bylaws of the BMV. Such an approval by no means implies that Prognosis has been authorized or is supervised by the National Banking and Securities Commission (Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

The partners, analysts and the entire staff of Prognosis, represent that: (1) we are morally solvent, both in our professional activity and at a personal level; (2) we comply with the independence criteria indicated by the internal rules of the BMV, which among other criteria includes that we do not engage in brokerage activities for any issuer, and neither do we have a business relationship with said issuers; (3) we conform and comply at all times with the Professional Ethics Codes of the Mexican Stock Exchange community and Prognosis; (4) we are free of conflicts of patrimonial or economic interest with regard to the issuers we cover.

We, Carlos Fritsch and Daniela Márquez certify that the opinions stated in this document are a faithful reflection of our personal opinion on the company(ies) or business(es) that are the subject of this report, its affiliates and/or the securities it has issued. Likewise, we certify that we haven't received, we don't receive and we will not receive any direct or indirect compensation whatsoever in exchange for stating any opinion on any specific regard in this document. The analysts who prepared this report have no positions in the aforementioned securities. The fundamental analysts involved in the preparation of this document receive compensations based on the quality and accuracy of this report and competitive factors.

The target price included in this report reflects the forecasted performance of the shares in a specific period. This performance may be related to the valuation method and other factors. The fundamental valuation method used by Prognosis is based in a combination of one or more generally accepted financial analysis methodologies that may include valuation using multiples, discounted cash flows (DCF), sum of the parts, liquidation value and any other methodology that may be adequate for each particular case. Other factors include the flow of general or specific news on the company, the perception of the investors regarding the right moment to invest, merger and acquisition operations and the appetite of the market in specific industries, among others. Any of these factors, or all of them combined, may lead to a recommendation that contradicts the one prescribed by the fundamental valuation on its own. Likewise, the fore-casts included in this report are based on assumptions that may or not be realized. Past returns do not guarantee future returns. Constant updates may be published by any issuer depending on -the frequency of the events, announcements, market conditions or any other public information.

This report is based on public information and sources considered trustworthy; we do not guarantee the accuracy, truthfulness or thoroughness of said information. The information and opinions in this report do not constitute an offer to buy or sell nor an invitation to make an offer to buy or sell securities or any other financial instrument. This document does not provide personalized advice and it doesn't take into consideration specific investment strategies and goals, financial situation, or particular needs of any person that may receive the report. The recipient of this report shall make his/her own decisions and consider it as a factor among many others in their decision making.