

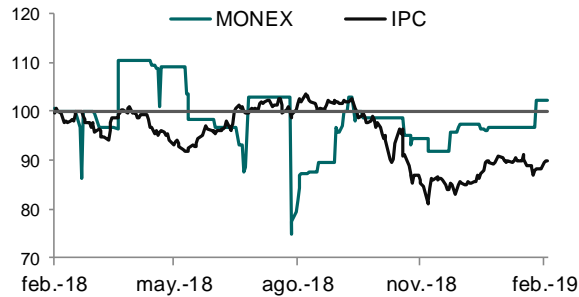
### **Sólido 4T18, pero el resultado anual estuvo afectado por una reserva preventiva. A pesar de un entorno retador en 2019, anticipamos un crecimiento de +12.5% de la utilidad neta**

- En 2018/2017 los ingresos totales, resultado operativo y neto crecieron +5.7%, +1.1% y +1.9%, afectados por un crédito que dejó de ser solvente. Vemos una recuperación de Monex en 2019, a pesar de que anticipamos una desaceleración económica y un mayor riesgo país.
- Redujimos el precio objetivo para 2019 a 16.14 pesos, principalmente por que los múltiplos comparables del sector financiero mexicano sufrieron una degradación y porque incluimos una tasa de descuento mayor en nuestro modelo de “valor justo”.
- Nuestro precio objetivo incluye un descuento, por la iliquidez de la acción, del 40% de su valor teórico de 26.90 pesos y es equivalente a 0.87X el valor en libros estimado para el 2019, similar a la valuación actual.
- La administración continúa con sus esfuerzos por mejorar la visibilidad y bursatilidad de la acción y en marzo próximo hará una presentación para inversionistas que organiza la BMV.

### Datos Clave

Clave Pizarra -----	MONEXB
Bolsa de Valores -----	BMV
Precio Objetivo 12 Meses -----	MXN 16.14
Último Precio -----	MXN 14.80
Rendimiento Potencial -----	9.1%
Rendimiento 12 Meses de Dividendo -----	3.2%
Rendimiento de Dividendo Esperado -----	3.2%
Rendimiento Total Potencial -----	12.2%
Rendimiento 12 Meses de MONEX -----	1.4%
UDM Rango de Precios (MXN) -----	(15.99 - 10.85)
Acciones en Circulación (millones) -----	536.0
Bursatilidad -----	Baja
Val. Capitalización (USD millones) -----	USD 414.70
P/U (12 meses) -----	7.1
P/VL -----	0.9
Página Oficial -----	www.monex.com.mx

### Rendimiento 12 meses vs IPC



	2016	2017	2018	2019e
<b>Estimados (MXN millones)</b>				
Ingreso total de la operación	6,398	6,701	7,086	7,805
Var. %		4.7%	5.7%	10.2%
Utilidad operativa	1,390	1,518	1,534	1,754
Var. %		9.2%	1.1%	14.3%
Resultado neto	1,071	1,102	1,123	1,263
Var. %		2.9%	1.9%	12.5%
UPA	2.0	2.1	2.1	2.4
Var. %		2.9%	1.9%	12.5%
<b>Valuación</b>				
P/U	5.0x	9.6x	6.7x	6.3x
P/VL	0.7x	1.3x	0.8x	0.8x
<b>Rentabilidad</b>				
ROE	14.7%	13.5%	12.6%	12.7%
Margen financiero	33.8%	34.2%	28.7%	29.3%
Margen neto	16.7%	16.4%	15.8%	16.2%
<b>Calificación Crediticia</b>				
Largo Plazo	Fitch Ratings		Standard & Poor's	
	A(mex)		mxA	
Corto Plazo	F1		mxA-2	
Perspectiva	Estable		Estable	

Fuente: MONEX y pronósticos de Prognosis

N/A: no aplica

### • Resultado 2018/2017.

- En 2018, los ingresos totales de la operación acumularon 7,086 millones de pesos (mdp), +5.7% respecto al total del 2017. El negocio de “divisas y pagos” se incrementó +6.5%.
- En el mismo ejercicio, los ingresos del negocio de “crédito y captación” cayeron -27.4% y los ingresos del negocio bursátil perdieron -7.8%.
- Derivados ganó +29.8%, “servicios fiduciarios” +15.9% y “otros” +75.1%. La compañía comenzó a reportar la línea de “arrendadora”, que aportó 38 mdp.
- El resultado operativo creció +1.1% y el neto casi +2.0%.

- **Estimaciones 2019.** Prevemos un crecimiento de ingresos totales del +10.2%, con un margen operativo del 22.5%, lo que redonda en una UPA para el 2019 de 2.4 pesos, un crecimiento anual proyectado de +12.5%.

- **Monitoreo de Estrategia.** La expansión de líneas de negocios y la diversificación de ingresos avanza satisfactoriamente.

- **Precio Objetivo y Bursatilidad.** Aplicamos un descuento del 40% al valor teórico de la emisora que resulta de promediar una valuación por múltiplos comparativos con el “valor justo”, resultado del modelo de Damodaran.

- **Riesgos:** Disminución del comercio exterior. Competencia. Regulación. Ejecución.

### 1. Reporte anual del 2018

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

	Cifras acumuladas		
	4T 2018	4T 2017	Variación anual
<b>Ingreso total de la operación</b>	<b>7,086</b>	<b>6,701</b>	+5.7%
Gastos de administración y promoción	5,552	5,183	+7.1%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>1,534</b>	<b>1,518</b>	+1.1%
<i>Margen operativo</i>	21.7%	22.7%	-100 pb
<b>Resultado antes de impuestos a la utilidad</b>	<b>1,534</b>	<b>1,518</b>	+1.1%
Impuestos ISR	524	416	+26.0%
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>1,123</b>	<b>1,102</b>	+1.9%
<b>Resultado neto</b>	<b>1,123</b>	<b>1,102</b>	+1.9%
<i>Margen neto</i>	15.8%	16.4%	-60 pb

Fuente: Prognosis con base en MONEX

N.A. = no aplica

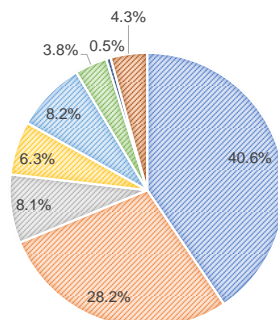
En 2018 el ingreso total de la operación sumó 7,086 millones de pesos (mdp) y creció a un ritmo de +5.7% a/a, resintiendo todavía la alta base de comparación de años previos y un contexto de alta incertidumbre que pudo frenar algunas líneas de negocio. La principal línea de negocio fue “divisas y pagos internacionales” y se incrementó +6.5% en 2018 respecto a 2017, representando el 68.8% de los ingresos totales de Monex. A su vez, esta línea de negocio se divide en “México”, la cual creció +8.5% a/a y representa el +40.6% de los ingresos, y “subsidiarias en el extranjero”, que registró un avance de +3.8% a/a y tiene un peso de 28.2% en los ingresos. Por su parte, el negocio de “crédito y captación” cayó -27.4% a/a en 2018 y “servicios fiduciarios” ganó +15.9% a/a. El rubro de “intermediación bursátil” retrocedió -7.8%, alcanzando un monto de 447 mdp. “Derivados” creció +29.8% anual y “otros” +75.1% anual. En el reporte del 4T18 se introdujo la línea de “arrendadora”, la cual aportó 38 mdp en 2018. De esta forma, la compañía sigue diversificando sus líneas de negocio.

Por su parte, los gastos de ventas, de administración y promoción subieron +7.1%. Este incremento fue mayor que el avance del ingreso total de la operación.

Finalmente, la utilidad operativa fue de 1,534 mdp, +1.1% superior al del 2017 mientras que la utilidad neta fue de 1,123 mdp (UPA de 2.08 ps.), +1.9% superior a la utilidad de 2017.

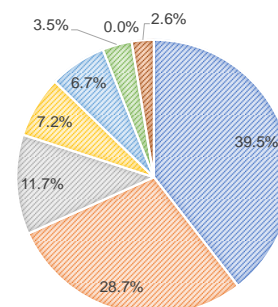
#### Distribución de ingresos de Monex, 2018

- México
- Crédito y Captación
- Derivados
- Arrendadora
- Subsidiarias en el Extranjero
- Intermediación Bursátil
- Servicios Fiduciarios
- Otros



#### Distribución de ingresos de Monex, 2017

- México
- Crédito y Captación
- Derivados
- Arrendadora
- Subsidiarias en el Extranjero
- Intermediación Bursátil
- Servicios Fiduciarios
- Otros



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

	4T 2018	%	4T 2017	%	Variación anual
Disponibilidades	16,815	17.0%	12,323	12.0%	+36.5%
Inversiones en valores	31,162	31.5%	40,701	39.6%	-23.4%
Cartera de crédito (neto)	23,504	23.8%	20,228	19.7%	+16.2%
Cuentas por cobrar	16,985	17.2%	20,691	20.1%	-17.9%
Inmuebles, mobiliario y equipo	437	0.4%	109	0.1%	+301.6%
Inversiones permanentes	119	0.1%	42	0.0%	+180.8%
Otros activos	3,109	3.1%	3,040	3.0%	+2.3%
<b>Suma del Activo</b>	<b>98,944</b>	<b>100.0%</b>	<b>102,773</b>	<b>100.0%</b>	<b>-3.7%</b>
Captación tradicional	45,228	45.7%	38,940	37.9%	+16.1%
Préstamos bancarios	1,763	1.8%	1,085	1.1%	+62.5%
Colaterales vendidos	270	0.3%	2,165	2.1%	-87.5%
Derivados	2,965	3.0%	2,506	2.4%	+18.3%
Otras cuentas por pagar	21,545	21.8%	27,751	27.0%	-22.4%
<b>Suma del Pasivo</b>	<b>90,042</b>	<b>91.0%</b>	<b>94,624</b>	<b>92.1%</b>	<b>-4.8%</b>
Capital contribuido	2,818	2.8%	2,818	2.7%	+0.0%
Capital ganado	6,054	6.1%	5,330	5.2%	+13.6%
<b>Suma del Capital</b>	<b>8,902</b>	<b>9.0%</b>	<b>8,148</b>	<b>7.9%</b>	<b>+9.2%</b>
Suma del Pasivo y Capital	98,944	100.0%	102,773	100.0%	-3.7%

Fuente: Prognosis con base en MONEX

N.A. = no aplica

El capital contable en el año aumentó +9.2% a 8,902 mdp o 16.61 ps. por acción.

**Monex SAB de C.V (Monex)**

Tenedora de acciones de Monex Grupo Financiero cuyo enfoque son empresas medianas y grandes. Con más de 33 años de operación, es líder en el mercado de divisas y pagos (esta línea representa el 68.8% de sus ingresos/2018), posición que busca mantener, al tiempo que pretende crecer sus negocios de crédito y banca privada.

### 2. Reporte del 4T18

El ingreso total de la operación de Monex alcanzó 1,904 millones de pesos (mdp) en el 4T18, +8.1% respecto a 4T17. No obstante, los gastos de administración y promoción subieron +3.1% anual, lo que resultó en un incremento de +26.0% en la utilidad de operación, alcanzando 475 mdp. El resultado neto fue de 359 mdp, +22.9% mayor a la cifra del 4T17.

El rubro de “divisas y pagos internacionales” brincó +14.1% anual. La parte local, representó el 42.0% de los ingresos totales y avanzó +17.1% anual a 800 mdp. Por su parte, las subsidiarias internacionales, 28.4% de los ingresos, crecieron +10.0% a 540 mdp.

Los ingresos de la división de servicios fiduciarios crecieron +19.3% anual en 4T18. La cartera de crédito neta creció +16.2%, mientras que los ingresos por crédito y captación crecieron +34.9%. Resultado de un caso no recurrente, la cartera vencida aumentó +160.5% a/a en 4T18, a 521 mdp.

Por su parte, el negocio de intermediación bursátil retrocedió -8.6% respecto al 4T17, dado que los mercados locales anotaron fuertes pérdidas en 2018, tras el cambio de administración federal. La línea de derivados, que anteriormente estaba incluida en la divisas y pagos nacional, anotó un crecimiento importante de +61.5% anual a 168 mdp.

La línea de la arrendadora anotó un ingreso de 8 mdp en el 4T18, mientras que hace un año no hubo registro contable. Otros anotaron una pérdida de -13 mdp, mientras que hace un año el ingreso de esta línea fue de 146 mdp.

### 3. Proyecciones para el 2019

Para el presente año esperamos que los ingresos totales de Monex crezcan +10.2%, alcanzando los 7,805 mdp. Este incremento refleja la normalización del negocio de crédito, que en 2018 estuvo afectado por una reserva preventiva sustancial. Nuestros supuestos centrales son: 1) Condiciones de volatilidad similares en los mercados financieros en 2019 respecto a 2018, pero una actividad comercial disminuida por la desaceleración económica que anticipamos. En las dos líneas de divisas y pagos en vemos un crecimiento del +5.2%, encabezado por un aumento de 6.0% en divisas México y seguido de un incremento de +4.0% de las subsidiarias en el extranjero. 2) Un crecimiento del +75.0% en el negocio de crédito y captación, recuperándose respecto a la caída del 2018 que estuvo influida por la reserva preventiva para un crédito incobrable. Ajustando por este efecto, el crecimiento esperado sobre la base normalizada es de 15%, 3) Una recuperación del negocio de intermediación bursátil del +8.0%, con base en las estrategias del nuevo equipo directivo, 4) un crecimiento del +10.0% del negocio de derivados y de +12.0% en los servicios fiduciarios y, por último, 5) Extrapolamos una contribución de ingreso de 200 mdp, en el renglón de “otros”, en donde se asocian plusvalías y minusvalías de posiciones de mercado.

A continuación, nuestro modelo por cada línea de negocio.

#### Modelo de Ingresos 2019

(MXN millones)	2016	2017	2018	2019e	17/16	18/17	19/18e
<b>Ingreso total de la operación</b>	<b>6,398</b>	<b>6,701</b>	<b>7,086</b>	<b>7,805</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.7%</b>	<b>10.2%</b>
Divisas y Pagos	4,527	4,575	4,874	5,126	1.1%	6.5%	5.2%
México	2,597	2,649	2,875	3,048	2.0%	8.5%	6.0%
Subsidiarias en el extranjero	1,930	1,926	1,999	2,079	-0.2%	3.8%	4.0%
Crédito y Captación	523	786	571	999	50.3%	-27.4%	75.0%
Intermediación Bursátil	475	485	447	483	2.1%	-7.8%	8.0%
Derivados	446	450	584	642	0.9%	29.8%	10.0%
Servicios Fiduciarios	189	232	269	301	22.8%	15.9%	12.0%
Arrendadora	0	0	38	53	N/A	N/A	40.0%
Otros	238	173	303	200	-27.3%	75.1%	-34.0%

Fuente: Monex y estimados de Prognosis

Anticipamos que el margen operativo de Monex subirá en 2019 a 22.5%, desde el 21.7% del 2018. Esto como resultado de una recuperación en el índice de eficiencia por ingresos normalizados – sin reservas – en 2019.

Nuestra estimación de utilidad neta para el 2019 es de 1,263 mdp o 2.4 ps. por acción.

### 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 14.80) actualmente cotiza a 7.1X la UPA a 12 meses de MXN 2.08 ps y a 0.89X el valor en libros al 4T18 y 0.80X nuestra estimación de valor en libros al 4T19. Ambos múltiplos son significativamente inferiores al promedio de comparables en México que se encuentra en 10.0X y 1.6X, respectivamente. Estos últimos múltiplos reflejan una degradación respecto al promedio de 2015-2018, probablemente incorporando un mayor riesgo país.

Aunque un múltiplo P/U “normal” para empresas financieras mexicanas es de ~12.0X, usamos uno de 10.0X utilidades del 2019, que **nos lleva a un precio objetivo de 24.0 pesos**. Usando un múltiplo de 1.6 x valor en libros llegaríamos a un precio de 29.6. Así el valor de acuerdo con múltiplos relativamente normalizados es de 26.8 pesos.

### Valuación por múltiplo justificado o implícito

Usamos la fórmula del conocido modelo de Damodaran.

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

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 7.0% 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 10.8%. 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 1.46X mientras que el valor en libros por acción (VLA) que estimamos para el 2019 es de 18.5 pesos. Así, **el valor teórico o “justo” de MONEX B es de 27.01 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 múltiplo P/U y P/VL, llegamos a un **valor teórico de 26.90 ps**, significativamente superior a su precio actual de 14.80 ps. **Creemos que la razón principal de esta diferencia sigue siendo la baja liquidez y visibilidad de MONEX B.**

Con un descuento de 40%, obtenemos un P.O. de 12 meses de 16.14 ps por acción, lo que equivale a 0.87X el valor en libros estimado por Prognosis para Monex B a esa fecha; esta valuación es muy similar a la que el mercado asigna hoy a la emisora.

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

	2015	2016	2017	2018	2019e
<b>Ingreso total de la operación</b>	<b>4,967</b>	<b>6,398</b>	<b>6,701</b>	<b>7,086</b>	<b>7,805</b>
Gastos de administración y promoción	4,026	5,008	5,183	5,552	6,051
<b>Utilidad operativa</b>	<b>941</b>	<b>1,390</b>	<b>1,518</b>	<b>1,534</b>	<b>1,754</b>
<i>Margen operativo</i>	18.9%	21.7%	22.7%	21.7%	22.5%
<b>Resultado antes de impuestos a la utilidad</b>	<b>949</b>	<b>1,390</b>	<b>1,518</b>	<b>1,534</b>	<b>1,754</b>
Impuestos ISR	324	319	416	411	491
<b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b>	<b>625</b>	<b>1,071</b>	<b>1,102</b>	<b>1,123</b>	<b>1,263</b>
<b>Resultado neto</b>	<b>625</b>	<b>1,071</b>	<b>1,102</b>	<b>1,123</b>	<b>1,263</b>
<i>Margen neto</i>	12.6%	16.7%	16.4%	15.8%	16.2%
<i>Crecimiento del ingreso total de la operación, %</i>	N/A	28.8%	4.7%	5.7%	10.2%
<i>Crecimiento de la utilidad operativa, %</i>	N/A	47.7%	9.2%	1.1%	14.3%
<i>Crecimiento de la utilidad neta, %</i>	N/A	71.4%	2.9%	1.9%	12.5%

### Otros Rubros e Indicadores

	2015	2016	2017	2018	2019e
ROE, %	9.9%	14.7%	13.5%	12.6%	12.7%
ROA, %	1.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
Margen financiero, %	38.6%	33.8%	34.2%	28.7%	29.3%
Número de acciones en circulación (millones)	536.2	536.2	536.0	536.0	536.0
Utilidad por acción	1.2	2.0	2.1	2.1	2.4
Valor en libros por acción	11.8	13.6	15.2	16.6	18.5
P/U	8.8	5.0	9.6	6.7	6.3
P/VL	0.9	0.7	1.3	0.8	0.8

### Resumen del Balance General (MXN millones)

	2015	2016	2017	2018	2019e
<b>Activo</b>	<b>63,236</b>	<b>80,294</b>	<b>102,773</b>	<b>98,944</b>	<b>103,936</b>
Cartera de crédito total (neto)	12,299	17,987	20,228	23,504	25,436
Cartera de crédito vigente	12,363	18,212	20,385	23,410	25,400
Cartera de crédito vencida	118	82	200	521	531
<b>Pasivo</b>	<b>56,925</b>	<b>72,987</b>	<b>94,624</b>	<b>90,042</b>	<b>94,021</b>
<b>Capital contable</b>	<b>6,311</b>	<b>7,307</b>	<b>8,148</b>	<b>8,902</b>	<b>9,914</b>

Fuente: Prognosis, MONEX y BMV





Prognosis

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)

Mauricio Tavera  
[mtavera@prognosismex.com](mailto:mtavera@prognosismex.com)

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



+52 (55) 5202 9964  
+52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901  
Col. Lomas de Chapultepec 11000  
México D.F.

### 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 Mauricio Tavera certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal 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.

# MONEX

Current price: MXN 14.80.

Theoretical value: MXN 26.90. Liquidity discount: 40%.

12-month target price: MXN 16.14 / high risk.



## 4Q18 quarterly report and 2019 outlook

February 28, 2019

### **Solid 4Q18, but annual results were affected by a Non-Performing-Loan Reserve. Despite a challenging environment in 2019, we anticipate a +12.5% growth in net income**

- In 2018/2017, total revenues, operating income and net income grew +5.7%, +1.1% and +1.9%, affected by a non-performing loan. We anticipate an earnings recovery in 2019, despite the economy losing strength and the country risk probably remaining high.
- We reduced our 2019 target price to 16.14 pesos, as multiples in the Mexican financial sector have deteriorated and because we include a higher discount rate in our "fair value" model.
- Our target price includes a discount, due to the low liquidity of the shares, of 40% on its theoretical value of 26.90 pesos. Such discount results in target price equivalent to 0.87X the 2019 estimated book value per share, similar to the current valuation.
- The management continues its efforts to improve the visibility and trading volume of the shares and on March, they will present the company to investors in an event organized by the Mexican Stock Exchange.

# MONEX

Current price: MXN 14.80.  
Theoretical value: MXN 26.90. Liquidity discount: 40%.  
12-month target price: MXN 16.14 / high risk.



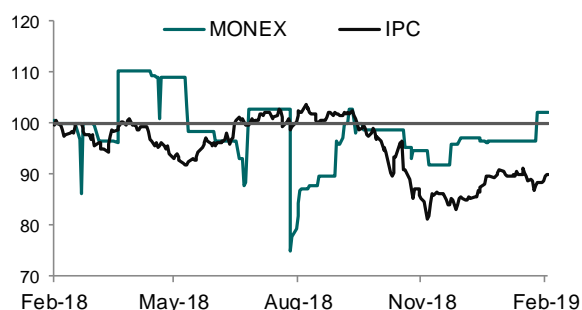
## 4Q18 quarterly report and 2019 outlook

February 28, 2019

### Key Data

Local Ticker	MONEXB
Exchange	BMV
12 Month T.P. (Estimated Fair Value)	MXN 16.14
Last Price	MXN 14.80
Expected Return	9.1%
LTM Dividend Yield	3.2%
Expected Dividend Yield	3.2%
Total Expected Return	12.2%
LTM Stock Price Return	1.4%
LTM Price Range (MXN)	(15.99 - 10.85)
Outstanding Shares (Million)	536.0
Trading Volume	Low
Market Cap (USD Million)	USD 414.70
P/E (TTM)	7.1
Price/Book Value	0.9
Official Website	www.monex.com.mx

### 12M Stock Price Return vs IPC



	2016	2017	2018	2019f
<b>Estimates (MXN million)</b>				
Total operating revenues	6,398	6,701	7,086	7,805
YoY%		4.7%	5.7%	10.2%
Operating income	1,390	1,518	1,534	1,754
YoY%		9.2%	1.1%	14.3%
Net profit (loss)	1,071	1,102	1,123	1,263
YoY%		2.9%	1.9%	12.5%
EPS	2.0	2.1	2.1	2.4
YoY%		2.9%	1.9%	12.5%
<b>Valuation</b>				
P/E	5.0x	9.6x	6.7x	6.3x
P/BV	0.7x	1.3x	0.8x	0.8x
<b>Profitability</b>				
ROE	14.7%	13.5%	12.6%	12.7%
Financial margin	33.8%	34.2%	28.7%	29.3%
Net margin	16.7%	16.4%	15.8%	16.2%
<b>Credit Rating</b>				
	<b>Fitch Ratings</b>		<b>Standard &amp; Poor's</b>	
Long Term	A(mex)		mxA	
Short Term	F1		mxA-2	
Outlook	Stable		Stable	

Source: MONEX and Prognosis estimates

n.m.: not meaningful

### 2018/2017 results.

- In 2018, total revenues totaled 7,086 million pesos (mp), +5.7% vs 2017. The "foreign exchange and international payments" business increased +6.5%.
- In the same year, revenues from the credit and deposits business fell -27.4% and the revenues of the brokerage/private banking business lost -7.8%.
- Derivatives jumped +29.8%, "trust services" +15.9% and "others" +75.1%. The company began reporting the "leasing" line, which contributed 38 mp.
- Operating income increased +1.1% and net income increased almost +2.0%.

- **2019 Forecasts.** We expect total revenue to grow +10.2%, with an operating margin of 22.5%, resulting in an EPS of 2.4 ps in 2019, a projected annual growth of +12.5%.

- **Strategy.** The company continues to expand its business lines and the diversification of revenues is gradually being achieved.

- **Target Price and Marketability.** We applied a 40% to the theoretical value of the shares that results from averaging the target resulting from a peer valuation and the target resulting from the Damodaran model.

- **Risks.** A drop in foreign trade activities, competition, regulation and the strategy execution.

### 1. 2018 annual report

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

	Accumulated data		
	4Q 2018	4Q 2017	YoY Change
<b>Total operating revenues</b>	<b>7,086</b>	<b>6,701</b>	+5.7%
Management and promotion expenses	5,552	5,183	+7.1%
<b>Operating income</b>	<b>1,534</b>	<b>1,518</b>	+1.1%
Operating margin	21.65%	22.65%	-100 bp
<b>Earnings before taxes</b>	<b>1,534</b>	<b>1,518</b>	+1.1%
Taxes	524	416	+26.0%
<b>Earnings before discontinued operations</b>	<b>1,123</b>	<b>1,102</b>	+1.9%
<b>Net profit (loss)</b>	<b>1,123</b>	<b>1,102</b>	+1.9%
Net margin	15.85%	16.45%	-60 bp

Source: MONEX

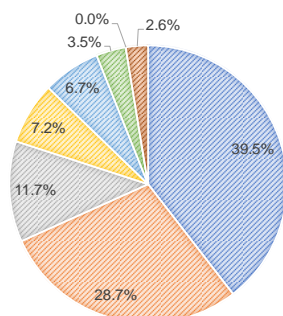
n.m. = not meaningful

In 2018, total operating income amounted 7,086 million pesos (mp), growing +5.7% y/y. The main business line was "foreign exchange and international payments", which increased +6.5% in 2018 vs 2017, representing 68.8% of Monex's total revenues. At the same time, this business line is divided into "National", which grew +8.5% y/y and represents 40.6% of the revenues, and "International", which gained +3.8% y/y and represents 28.2% of the revenues. On the other hand, the "credit and deposits" business (-27.4% y/y in 2018) fell affected by a NPL; "trust services" (+27.4% y/y) reported positive figures. The "securities brokerage and trading services" slid -7.8% y/y, reaching 447 mp. "Derivatives" jumped +29.8% y/y and "others" +75.1% y/y. Finally, the business line, "leasing", recorded an income of 38 mp.

SG&A expenses rose +7.1%. This increase was higher than that of the total operating income. Finally, the operating result was 1,534 mp, +1.1% higher than the 2017 figure, while net income was 1,123 mp (EPS of 2.08 ps.), +1.9% higher than the 2017 result.

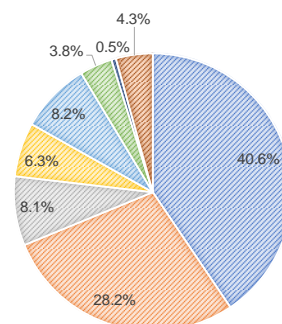
#### Income distribution, 2018

■ National    ■ Subsidiaries Abroad    ■ Credit and Deposits  
■ Securities Brokerage    ■ Derivatives    ■ Trust Services  
■ Leasing    ■ Others



#### Income distribution, 2017

■ National    ■ Subsidiaries Abroad    ■ Credit and Deposits  
■ Securities Brokerage    ■ Derivatives    ■ Trust Services  
■ Leasing    ■ Others



Source: Monex

# MONEX

Current price: MXN 14.80.  
Theoretical value: MXN 26.90. Liquidity discount: 40%.  
12-month target price: MXN 16.14 / high risk.



## 4Q18 quarterly report and 2019 outlook

February 28, 2019

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

	4Q 2018	%	4Q 2017	%	YoY Change
Existing financial resources	16,815	17.0%	12,323	12.0%	+36.5%
Investments	31,162	31.5%	40,701	39.6%	-23.4%
Loan portfolio (net)	23,504	23.8%	20,228	19.7%	+16.2%
Accounts receivable	16,985	17.2%	20,691	20.1%	-17.9%
Property, plant and equipment	437	0.4%	109	0.1%	+301.6%
Permanent investments	119	0.1%	42	0.0%	+180.8%
Other assets	3,109	3.1%	3,040	3.0%	+2.3%
<b>Total Assets</b>	<b>98,944</b>	<b>100.0%</b>	<b>102,773</b>	<b>100.0%</b>	<b>-3.7%</b>
Traditional deposits	45,228	45.7%	38,940	37.9%	+16.1%
Bank loans	1,763	1.8%	1,085	1.1%	+62.5%
Collaterals sold	270	0.3%	2,165	2.1%	-87.5%
Derivatives	2,965	3.0%	2,506	2.4%	+18.3%
Other liabilities	21,545	21.8%	27,751	27.0%	-22.4%
<b>Total Liabilities</b>	<b>90,042</b>	<b>91.0%</b>	<b>94,624</b>	<b>92.1%</b>	<b>-4.8%</b>
Contributed capital	2,818	2.8%	2,818	2.7%	+0.0%
Gained capital	6,054	6.1%	5,330	5.2%	+13.6%
<b>Stockholder's Equity</b>	<b>8,902</b>	<b>9.0%</b>	<b>8,148</b>	<b>7.9%</b>	<b>+9.2%</b>
Total Liabilities + Equity	98,944	100.0%	102,773	100.0%	-3.7%

Source: Prognosis based on MONEX

n.m. = not meaningful

The 2018 stockholders' equity increased +9.2% to 8,902 mp or 16.61 pesos per share.

### Monex SAB de C.V (Monex)

MONEX is a company with 33 years of experience in the Mexican financial sector, integrated by: Monex Grupo Financiero. It is the market leader in foreign exchange and international payments in Mexico (this business line represents 68.8% of its revenue/2018), which seeks to maintain this position, while growing their trading and banking businesses.

### 2. 4Q18 report

Monex's total operating income reached 1,904 million pesos (mp) in 4Q18, up +8.1% vs 4Q17. SG&A expenses grew +3.1% y/y, which resulted in an increase of +26.0% in the operating income, totaling 475 mp. Finally, the net result was 359 mp, +22.9% higher than the 4Q17 figure.

Foreign exchange and international payments increased +14.1% y/y. The local segment represented 42.0% of the total revenues and rose +17.1% y/y to 800 mp. On the other hand, international subsidiaries, 28.4% of the revenues, recorded a gain of +10.0% to 540 mp.

Revenues from the trust services division rose +19.3% y/y in 4Q18. The net loan portfolio grew +16.2%, while credit and deposits increased +34.9%. In an environment of higher interest rates, the nonperforming loan portfolio rose +160.5% y/y in 4Q18 to 521 mp.

In addition, the brokerage securities and trading services business fell -8.6% vs 4Q17, as local markets recorded sharp losses due to the uncertainty that the new federal administration has created. The derivatives line, which was previously included in the foreign exchange and international payments, rocketed +61.5% y/y to 168 mp.

The new business line, leasing, posted an income of 8 mp in 4Q18. A year ago, there was no accounting record. Others recorded a loss of -13 mp in 4T18; in contrast, this line amounted 146 mp in 4T17.

### 3. 2019 forecasts

For 2019, we expect Monex's total revenues to grow +10.2%, reaching 7,805 mp. Such increase would incorporate a normalized income in the credit and deposits business line. Our main assumptions are: 1) Higher volatility conditions in the financial markets in 2019 vs 2018, although international trade may suffer, as the global economy slows. Foreign exchange and international payments are expected to grow +5.2%, as the national segment rises +6.0% and the international segment increases +4.0%. 2) A growth of +75.0% in the credit and deposits business, recovering against the sharp drop in 2018. This business line was affected by a credit reserve resulting from the above mentioned non-performing loan. 3) A +8.0% recovery in the brokerage securities and trading services business, based on the strategies of the new management team and 4) a growth of +10.0% in the derivatives business and +12.0% in trust services. 5) We assume that "others" would contribute with 200 mp, an extrapolation of recent years.

The following table includes our assumptions for each business line.

#### 2019 Income Model

(MXN millions)	2016	2017	2018	2019f	17/16	18/17	19/18f
<b>Total operating revenues</b>	<b>6,398</b>	<b>6,701</b>	<b>7,086</b>	<b>7,805</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.7%</b>	<b>10.2%</b>
Forex and Payment Services	4,527	4,575	4,874	5,126	1.1%	6.5%	5.2%
National	2,597	2,649	2,875	3,048	2.0%	8.5%	6.0%
International	1,930	1,926	1,999	2,079	-0.2%	3.8%	4.0%
Credit and Deposits	523	786	571	999	50.3%	-27.4%	75.0%
Brokerage and Trading Services	475	485	447	483	2.1%	-7.8%	8.0%
Derivatives	446	450	584	642	0.9%	29.8%	10.0%
Trust Services	189	232	269	301	22.8%	15.9%	12.0%
Leasing	0	0	38	53	N/A	N/A	40.0%
Others	238	173	303	200	-27.3%	75.1%	-34.0%

Source: MONEX and Prognosis estimates

We anticipate that Monex's operating margin will increase in 2019 to 22.5%, from 21.7% in 2018. This may result from a recovery in the efficiency ratio, as revenues regularize –no additional reserves are expected– in 2019.

Our 2019 net profit forecast is 1,263 mp or 2.4 pesos per share.



### 4. Valuation

We valued Monex B with two methods: peer valuation and the implicit “fair” value ratio valuation. We assessed similar companies and found that no company that 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 14.80) is currently trading 7.1X trailing 12-month-EPS of 2.08 ps and 0.89X the 4Q18 book value and 0.80X the 2019 forecasted book value. Both multiples are significantly lower than the averages of similar companies (10.0X the EPS and 1.6X the book value). These last multiples reflect a degradation vs the 2015-2018 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 10.0X the expected earnings of 2019, which leads us to a target price of 24.0 pesos. Using a multiple of 1.6 x book value we would arrive at a price of 29.6. Thus, the value according to relatively normalized multiples is 26.8 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\* = 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 a 7.0% 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 10.8%. Our model produces a sustainable ROE of 13.0% and a perpetual growth of 6.0%. The implicit ratio then comes to 1.46X, while the 2019 book value per share (BVS) that we forecasted is 18.5 pesos. Thus, **the theoretical or “fair” value for MONEX B is 27.01 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 26.90 ps**, significantly higher than the current price of 14.80 pesos. **We believe that the main reason for this difference is the precarious marketability of the shares and its poor visibility.**

Using a 40% discount we get a T.P. of 16.14 ps per share in 2019, which is equivalent to 0.87X the book value that Prognosis estimated. This valuation is very similar to what the market assigns today for Monex B.



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

	2015	2016	2017	2018	2019f
<b>Total operating revenues</b>	<b>4,967</b>	<b>6,398</b>	<b>6,701</b>	<b>7,086</b>	<b>7,805</b>
Administrative, sales and general expenses	4,026	5,008	5,183	5,552	6,051
<b>Operating income</b>	<b>941</b>	<b>1,390</b>	<b>1,518</b>	<b>1,534</b>	<b>1,754</b>
<i>Operating margin</i>	18.9%	21.7%	22.7%	21.7%	22.5%
<b>Earnings before income taxes</b>	<b>949</b>	<b>1,390</b>	<b>1,518</b>	<b>1,534</b>	<b>1,754</b>
Taxes	324	319	416	411	491
<b>Earnings before discontinued operations</b>	<b>625</b>	<b>1,071</b>	<b>1,102</b>	<b>1,123</b>	<b>1,263</b>
<b>Net income</b>	<b>625</b>	<b>1,071</b>	<b>1,102</b>	<b>1,123</b>	<b>1,263</b>
<i>Net margin</i>	12.6%	16.7%	16.4%	15.8%	16.2%
<i>Growth of total operating revenues, %</i>	N/A	28.8%	4.7%	5.7%	10.2%
<i>Growth of operating income, %</i>	N/A	47.7%	9.2%	1.1%	14.3%
<i>Growth of net income, %</i>	N/A	71.4%	2.9%	1.9%	12.5%

### Other Indicators

	2015	2016	2017	2018	2019f
ROE, %	9.9%	14.7%	13.5%	12.6%	12.7%
ROA, %	1.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
Financial margin, %	38.6%	33.8%	34.2%	28.7%	29.3%
Shares outstanding (millions)	536.2	536.2	536.0	536.0	536.0
EPS	1.2	2.0	2.1	2.1	2.4
Book value per share	11.8	13.6	15.2	16.6	18.5
P/E	8.8	5.0	9.6	6.7	6.3
P/BV	0.9	0.7	1.3	0.8	0.8

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

	2015	2016	2017	2018	2019f
<b>Assets</b>	<b>63,236</b>	<b>80,294</b>	<b>102,773</b>	<b>98,944</b>	<b>103,936</b>
Loan portfolio (net)	12,299	17,987	20,228	23,504	25,436
Performing loan portfolio	12,363	18,212	20,385	23,410	25,400
Non-performing loan portfolio	118	82	200	521	531
<b>Liabilities</b>	<b>56,925</b>	<b>72,987</b>	<b>94,624</b>	<b>90,042</b>	<b>94,021</b>
<b>Stockholder's Equity</b>	<b>6,311</b>	<b>7,307</b>	<b>8,148</b>	<b>8,902</b>	<b>9,914</b>

Source: Prognosis, MONEX and BMV



Prognosis


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)

Mauricio Tavera  
[mtavera@prognosismex.com](mailto:mtavera@prognosismex.com)

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

+52 (55) 5202 9964  
 +52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901  
Col. Lomas de Chapultepec 11000  
México D.F.

### 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 Mauricio Tavera 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 forecasts 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.