

Cuarto trimestre superior a nuestras expectativas, rubrica un muy buen 2019 para Monex. La subvaluación de los títulos se ha expandido.

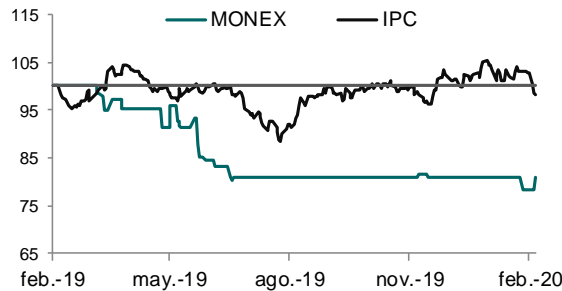
Anticipamos resultados positivos para 2020 a un ritmo menor que en 2019

- En 2019/2018 los ingresos totales, resultado operativo y neto crecieron +14%, +25% y +24%.
- Para 2020 estimamos que los resultados crecerán +8.5%, +9.4% y +7.3%, respectivamente.
- Los buenos resultados, junto con el estancamiento en el precio de Monex B, han aumentado la subvaluación de la acción, que cotiza a múltiplos P/U y P/VL estimados al 2020 de 4.3X y 0.6X.
- Mantenemos nuestro precio teórico y objetivo sin cambios. Al precio actual de 12.0 pesos, la subvaluación de la acción es significativa.
- La administración continúa implementando su estrategia de negocios con éxito, al tiempo que mantiene sus esfuerzos por mejorar la visibilidad y bursatilidad de la acción.

Datos Clave

Clave Pizarra -----	MONEXB
Bolsa de Valores -----	BMV
Precio Objetivo 12 Meses -----	MXN 16.14
Último Precio -----	MXN 12.00
Rendimiento Potencial -----	34.5%
Rendimiento 12 Meses de Dividendo -----	3.9%
Rendimiento de Dividendo Esperado -----	1.3%
Rendimiento Total Potencial -----	35.8%
Rendimiento 12 Meses de MONEX -----	-18.9%
UDM Rango de Precios (MXN) -----	(14.80 - 11.60)
Acciones en Circulación (millones) -----	532.9
Bursatilidad -----	Baja
Val. Capitalización (USD millones) -----	USD 332.93
P/U (12 meses) -----	4.6
P/VL -----	0.7
Página Oficial -----	w w w .monex.com.mx

Rendimiento 12 meses vs IPC



	2017	2018	2019	2020e
Estimados (MXN millones)				
Ingreso total de la operación	6,701	7,086	8,049	8,735
Var. %		5.7%	13.6%	8.5%
Utilidad operativa	1,518	1,534	1,915	2,095
Var. %		1.1%	24.8%	9.4%
Resultado neto	1,102	1,116	1,380	1,482
Var. %		1.2%	23.7%	7.3%
UPA	2.1	2.1	2.6	2.8
Var. %		1.2%	24.4%	7.3%
Valuación				
P/U	9.6x	6.8x	4.6x	4.3x
P/VL	1.3x	0.8x	0.7x	0.6x
Rentabilidad				
ROE	15.1%	13.7%	15.5%	15.1%
Margen financiero	34.2%	28.7%	22.8%	16.2%
Margen neto	16.4%	15.7%	17.2%	17.0%
Calificación Crediticia				
Largo Plazo	Fitch Ratings		HR Ratings	
	A+(mex)		HR A+	
Corto Plazo	F1		HR 1	
Perspectiva	Estable		Estable	

Fuente: MONEX y pronósticos de Prognosis

Resultado 2019/2018.

- En 2019, los ingresos totales de la operación acumularon 8,049 millones de pesos (mdp), +14% respecto al total del 2018. El negocio de “divisas y pagos” se incrementó +9%.
- En el mismo ejercicio, los ingresos del negocio de “crédito y captación” y del negocio bursátil crecieron +60% y +20%, respectivamente.
- Los cambios en los restantes rubros de ingresos fueron los siguientes: “Servicios fiduciarios” +13%, “arrendadora” +50% y “otros” +40%. Mientras que, la única línea que se contrajo fue “Derivados” al caer -16%.
- Destacan el resultado operativo y el resultado neto, con fuertes incrementos anuales de +25% y +24%, respectivamente. Ello contrasta con los crecimientos de apenas +1% registrados en 2018.

- **Estimaciones 2020.** Preveamos un crecimiento de ingresos totales del +8.5%, con un margen operativo del 24%, lo que redunda en una UPA para el 2020 de 2.8 pesos, un crecimiento anual proyectado de +7%.

- **Monitoreo de Estrategia.** La expansión de líneas de negocios y la diversificación de ingresos continúa avanzando satisfactoriamente. De hecho, en el 2019 el 34% de los ingresos totales de operación provinieron de una fuente diferente a “divisas y pagos”, vs. 31% del 2018.

- **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:** Bajo dinamismo en la demanda por crédito. Atonía económica local y global. Disminución del comercio exterior. Competencia. Regulación. Ejecución.

1. Reporte anual del 2019

Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)

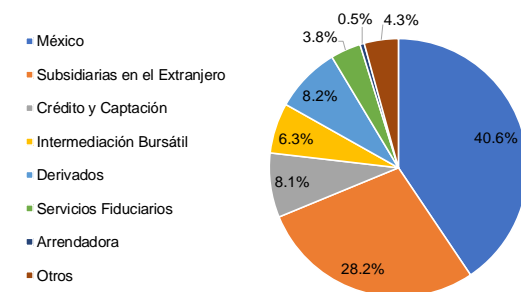
	Cifras acumuladas		
	4T 2019	4T 2018	Variación anual
Ingreso total de la operación	8,049	7,086	+13.6%
Gastos de administración y promoción	6,134	5,552	+10.5%
Utilidad operativa	1,915	1,534	+24.8%
<i>Margen operativo</i>	23.8%	21.7%	+214 pb
Resultado antes de impuestos a la utilidad	1,915	1,534	+24.8%
Impuestos ISR	532	411	+29.3%
Resultado antes de operaciones discontinuadas	1,383	1,123	+23.2%
Resultado neto	1,380	1,116	+23.7%
<i>Margen neto</i>	17.2%	15.7%	+140 pb

Fuente: Prognosis con base en MONEX

En 2019 el ingreso total de la operación sumó 8,049 millones de pesos (mdp) un avance de +13.6% a/a, en un contexto de alta incertidumbre y estancamiento económico.

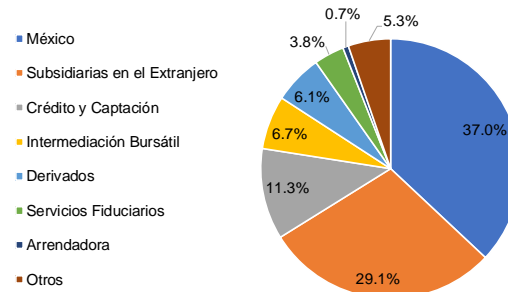
La principal línea de negocio fue “divisas y pagos internacionales” creció +9.2% en 2019 respecto a 2018, representando el 66.1% de los ingresos totales de Monex. Al interior de este rubro, la línea “México” representó el 37% de los ingresos y creció +3.6% a/a; mientras que, “subsidiarias en el extranjero” registró un fuerte avance +17.4% a/a representando el 29.1% de los ingresos totales. Cabe señalar que la compañía continúa diversificando sus líneas de negocio de ahí que en el 2019 el 34% de los ingresos totales provinieron de una fuente diferente a “divisas locales” que se compara con el 31% del 2018.

Distribución de ingresos de Monex, 2018



Fuente: Monex

Distribución de ingresos de Monex, 2019



Fuente: Monex

Por línea de negocio destacan los ingresos de: 1) “crédito y captación” que aumentaron 60% normalizándose tras la fuerte caída del 2018 (-27.4% a/a), 2) la línea de “intermediación bursátil” que sorprendió al crecer +20.1% a/a que contrasta con el -7.8% del año previo y 3) el rubro “arrendadora” que tras introducirse por primera vez en 2018 registró un fuerte crecimiento de +50% a/a en 2019.

Las líneas de negocio adicionales, “servicios fiduciarios” y “otros” avanzaron +12.6% a/a y +40.3% a/a; respectivamente. Mientras que, el único rubro que se contrajo fue “derivados” al caer -16.1% a/a.

Por su parte, los gastos de ventas, de administración y promoción subieron +10.5% a/a, incremento menor al avance del ingreso total de la operación de +13.6% a/a.

Finalmente, la utilidad operativa fue de 1,915 mdp, +24.8% superior al 2018 mientras que la utilidad neta fue de 1,383 mdp (UPA de 2.6 ps.), +23.9% superior a la utilidad de 2018.

Resumen del Balance General (MXN millones)

	4T 2019	%	4T 2018	%	Variación anual
Disponibilidades	18,536	16.5%	16,815	17.0%	+10.2%
Inversiones en valores	38,712	34.5%	31,162	31.5%	+24.2%
Cartera de crédito (neto)	23,412	20.9%	23,504	23.8%	-0.4%
Cuentas por cobrar	15,701	14.0%	16,985	17.2%	-7.6%
Inmuebles, mobiliario y equipo	784	0.7%	437	0.4%	+79.3%
Inversiones permanentes	135	0.1%	119	0.1%	+13.4%
Otros activos	3,089	2.8%	3,109	3.1%	-0.7%
Suma del Activo	112,108	100.0%	98,944	100.0%	+13.3%
Captación tradicional	48,578	43.3%	45,228	45.7%	+7.4%
Préstamos bancarios	1,426	1.3%	1,763	1.8%	-19.1%
Colaterales vendidos	4,239	3.8%	270	0.3%	+1,472.4%
Derivados	3,519	3.1%	2,965	3.0%	+18.7%
Otras cuentas por pagar	26,453	23.6%	21,545	21.8%	+22.8%
Suma del Pasivo	102,284	91.2%	90,042	91.0%	+13.6%
Capital contribuido	2,818	2.5%	2,818	2.8%	+0.0%
Capital ganado	6,973	6.2%	6,054	6.1%	+15.2%
Suma del Capital	9,824	8.8%	8,902	9.0%	+10.4%
Suma del Pasivo y Capital	112,108	100.0%	98,944	100.0%	+13.3%

Fuente: Prognosis con base en MONEX

En cuanto a la situación financiera, en 2019 el capital contable aumentó +10.4% a 9,824 mdp o 18.43 ps. por acción. Lo que resultó en incrementos anuales de +13.3% del activo y de +13.6% del pasivo.

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 66% de sus ingresos/2019), posición que busca mantener, al tiempo que pretende crecer sus negocios de crédito y banca privada.

2. Reporte del 4T19

El ingreso total de la operación de Monex sumó 1,371 millones de pesos (mdp) en el 4T19, +13% respecto a 4T18. No obstante, los gastos de administración y promoción subieron en +15% a/a. Lo anterior resultó en un incremento de +6% en la utilidad de operación, alcanzando los 503 mdp. El resultado neto fue de 354 mdp, -1% menor a la cifra del 4T18.

El rubro de “divisas y pagos internacionales” tuvo un ligero incremento de +2% a/a. La parte local, representó el 36% de los ingresos totales y retrocedió -5% a/a al sumar 764 mdp en 2019 (vs. 800 mdp en 2018). En contraste, las subsidiarias internacionales, 28% de los ingresos, crecieron +12% a 607 mdp.

La línea de “crédito y captación” retrocedió -8% a/a, dada la débil demanda por crédito que enfrenta la industria bancaria. La cartera de crédito neta se mantuvo sin cambios significativos al caer -0.3%, mientras que los ingresos por crédito y captación crecieron +8% (vs. +34.9% en 4T18). Por otro lado, la cartera vencida subió ligeramente en +2% a/a (vs. +160.5% en 4T18), a 530 mdp.

Por su parte, en el 4T19 el negocio de “intermediación bursátil” tuvo un fuerte avance de +65% respecto al 4T18. Los ingresos de la división de “servicios fiduciarios” crecieron +7% a/a. Mientras que, los ingresos por “derivados” tuvieron una fuerte caída de -34% a/a. Por último, la línea “arrendadora” sumó 5 mdp, que contrasta con los 8 mdp en el 4T18, y el rubro “otros” se recuperó notoriamente al pasar de -13 mdp registrados en el 4T18 a 215 mdp en el mismo periodo del 2019.

3. Eventos Relevantes

“Mejora de calificaciones Fitch Ratings. El 3 de octubre, Fitch Ratings subió la calificación nacional de riesgo de contraparte de largo plazo de Monex, S.A.B. a “A+(mex)” desde “A(mex)”, mientras que la calificación de corto plazo se ratificó en “F1(mex)”. Las calificaciones de las emisiones MONEX 17-2 y MONEX 19 aumentaron a “A+(mex)”. La perspectiva de la calificación de largo plazo es Estable. En la misma fecha, Fitch aumentó las calificaciones nacionales de riesgo contraparte de largo y corto plazo de Banco Monex y Monex Casa de Bolsa a “AA-(mex)” y “F1+(mex)” desde “A+(mex)” y “F1(mex)”, respectivamente. La perspectiva de las calificaciones de largo plazo es Estable”.

“Amortización anticipada MONEX17-2. El 21 de octubre, Monex, S.A.B. amortizó en sus términos y en su totalidad, por principal e intereses, los certificados bursátiles con clave de pizarra MONEX 17-2, emitidos el día 19 de octubre de 2017 por un monto de \$500 millones de pesos”.

“Cambio de bolsa de valores de los certificados bursátiles MONEX 19. El 29 de enero de 2020, Monex, S.A.B. de C.V. resolvió cancelar en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. el listado de los certificados bursátiles con clave de pizarra MONEX 19, emitidos el 20 de junio de 2019 por un monto de \$1,500 millones de pesos y, por otro lado, listar dichos certificados bursátiles MONEX 19 en la Bolsa Institucional de Valores, S.A. de C.V.”.

4. Proyecciones para el 2020

Para el presente año esperamos que los ingresos totales de Monex crezcan +8.5%, alcanzando los 8,735 mdp. Este incremento refleja una ligera recuperación del negocio de crédito, que en 2019 estuvo afectado; principalmente, por una baja demanda toda vez que se observó una baja inversión privada y un contexto de alta incertidumbre.

Nuestros supuestos centrales son: **1)** Entorno de volatilidad en los mercados financieros en 2020 respecto a 2019, generado por el bajo dinamismo de la actividad comercial y económica. En las dos líneas de “divisas y pagos” anticipamos un crecimiento de +8%, encabezado por un incremento de +13.0% en subsidiarias en el extranjero seguido de una subida de +4% en divisas México. **2)** Un crecimiento de +12% en el negocio de crédito y captación. **3)** Un avance del negocio de “intermediación bursátil” de +12% ya que esperamos que las estrategias implementadas sigan sumando, **4)** una recuperación de +5% del negocio de “derivados”, un avance de +12% en los servicios fiduciarios y; por último, **5)** extrapolamos una contribución de ingreso de 434 mdp, en el renglón “otros”, en donde se asocian plusvalías y minusvalías de posiciones de mercado.

A continuación, nuestro modelo por cada línea de negocio.

Modelo de Ingresos 2020

(MXN millones)	2017	2018	2019	2020e	18/17	19/18	20/19e
Ingreso total de la operación	6,701	7,086	8,049	8,735	5.7%	13.6%	8.5%
Divisas y Pagos	4,575	4,874	5,324	5,748	6.5%	9.2%	8.0%
México	2,649	2,875	2,978	3,097	8.5%	3.6%	4.0%
Subsidiarias en el extranjero	1,926	1,999	2,346	2,651	3.8%	17.4%	13.0%
Crédito y Captación	786	571	913	1,023	-27.4%	59.9%	12.0%
Intermediación Bursátil	485	447	537	601	-7.8%	20.1%	12.0%
Derivados	450	584	490	515	29.8%	-16.1%	5.0%
Servicios Fiduciarios	232	269	303	339	15.9%	12.6%	12.0%
Arrendadora	0	38	57	76	N/A	50.0%	33.0%
Otros	173	303	425	434	75.1%	40.3%	2.0%

Fuente: Monex y estimados de Prognosis

Anticipamos que el margen operativo de Monex subirá marginalmente en 2020 a 24.0%, desde el 23.8% observado en 2019.

Nuestra estimación de utilidad neta para el 2020 es de 1,482 mdp o 2.8 ps. por acción. Y un margen neto de 17%.

5. 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 **4.6X** la UPA a 12 meses de MXN 2.6 ps y a **0.7X** el valor en libros al 4T19 y **0.57X** nuestra estimación de valor en libros al 4T20. Ambos múltiplos son significativamente inferiores al promedio de comparables en México que se encuentra en 9.0X y 1.4X, 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 9.0X utilidades del 2020, que **nos lleva a un precio objetivo de 25.02 pesos**. Usando un múltiplo de 1.3X valor en libros llegaríamos a un precio de 27.29. Así el valor de acuerdo con múltiplos relativamente normalizados es de 26.2 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 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 11.3%. 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 1.32X mientras que el valor en libros por acción (VLA) que estimamos para el 2020 es de 20.99 pesos. Así, **el valor teórico o “justo” de MONEX B es de 27.6 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 26.9 ps**, significativamente superior a su precio actual de 12 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. a 12 meses de 16.14 ps por acción, lo que equivale a 0.77X el valor en libros estimado por Prognosis para Monex B a esa fecha. Ello implicaría una expansión desde el múltiplo conocido de hoy.

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

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
Ingreso total de la operación	4,967	6,398	6,701	7,086	8,049	8,735
Gastos de administración y promoción	4,026	5,008	5,183	5,552	6,134	6,640
Utilidad operativa	941	1,390	1,518	1,534	1,915	2,095
<i>Margen operativo</i>	18.9%	21.7%	22.7%	21.7%	23.8%	24.0%
Resultado antes de impuestos a la utilidad	949	1,390	1,518	1,534	1,915	2,095
Impuestos ISR	324	319	416	411	532	611
Resultado antes de operaciones discontinuadas	625	1,071	1,102	1,123	1,383	1,485
Resultado neto	625	1,071	1,102	1,116	1,380	1,482
<i>Margen neto</i>	12.6%	16.7%	16.4%	15.7%	17.2%	17.0%
<i>Crecimiento del ingreso total de la operación, %</i>	N/A	28.8%	4.7%	5.7%	13.6%	8.5%
<i>Crecimiento de la utilidad operativa, %</i>	N/A	47.7%	9.2%	1.1%	24.8%	9.4%
<i>Crecimiento de la utilidad neta, %</i>	N/A	71.4%	2.9%	1.2%	23.7%	7.3%

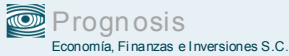
Otros Rubros e Indicadores

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
ROE, %	N.D.	17.0%	15.1%	13.7%	15.5%	15.1%
ROA, %	N.D.	1.7%	1.4%	1.1%	1.4%	1.3%
Margen financiero, %	38.6%	33.8%	34.2%	28.7%	22.8%	16.2%
Número de acciones en circulación (millones)	536.2	536.2	536.0	536.0	532.9	532.9
Utilidad por acción	1.2	2.0	2.1	2.1	2.6	2.8
Valor en libros por acción	11.8	13.6	15.2	16.6	18.4	21.0
P/U	8.8	5.0	9.6	6.8	4.6	4.3
P/VL	0.9	0.7	1.3	0.8	0.7	0.6

Resumen del Balance General (MXN millones)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
Activo	63,236	80,294	102,773	98,944	112,108	116,764
Cartera de crédito total (neto)	12,299	17,987	20,228	23,504	23,412	24,214
Cartera de crédito vigente	12,363	18,212	20,385	23,410	23,315	24,015
Cartera de crédito vencida	118	82	200	521	530	636
Pasivo	56,925	72,987	94,624	90,042	102,284	105,577
Capital contable	6,311	7,307	8,148	8,902	9,824	11,187

Fuente: Prognosis, MONEX y BMV



- 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

Mauricio Tavera
mtavera@prognosismex.com

Rubí Grajales
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 12.0

Theoretical value: MXN 26.90. Liquidity discount: 40%

12-month target price: MXN 16.14 / high risk



4Q19 quarterly report and 2020 outlook

February 28, 2019

Q4 stronger than our expectations, validates a very good 2019 for Monex. The undervaluation of the stock has expanded.

We anticipate positive results for 2020 at a more moderate pace than in 2019

- In 2019/2018 total revenues, operating and net income grew + 14%, + 25% and + 24%.
- By 2020 we estimate that the results will grow + 8.5%, + 9.4% and + 7.3%, respectively.
- The good results, along with the stagnation in the price of Monex B, have increased the undervaluation of the shares, which quote at P/E and P/BV estimated multiples in 2020 of 4.3X and 0.6X.
- We have kept our theoretical value and target price unchanged. At the current price of 12.0 pesos, the undervaluation of the share is significant.
- Management continues to implement its business strategy successfully, while maintaining its efforts to improve the visibility of its shares.

MONEX

Current price: MXN 12.0
 Theoretical value: MXN 26.90. Liquidity discount: 40%
 12-month target price: MXN 16.14 / high risk



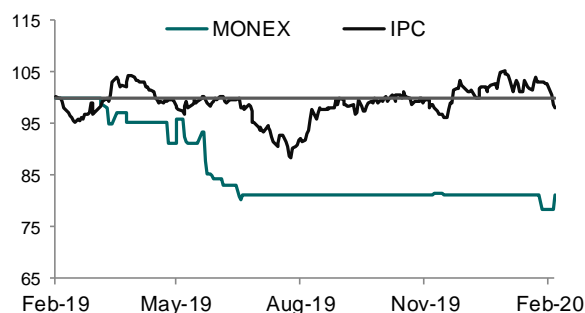
4Q19 quarterly report and 2020 outlook

February 28, 2019

Key Data

Local Ticker	MONEXB
Exchange	BMV
12 Month T.P. (Estimated Fair Value)	MXN 16.14
Last Price	MXN 12.00
Expected Return	34.5%
LTM Dividend Yield	3.9%
Expected Dividend Yield	1.3%
Total Expected Return	35.8%
LTM Stock Price Return	-18.9%
LTM Price Range (MXN)	(14.80 - 11.60)
Outstanding Shares (Million)	532.9
Trading Volume	Low
Market Cap (USD Million)	USD 332.93
P/E (TTM)	4.6
Price/Book Value	0.7
Official Website	www.monex.com.mx

12M Stock Price Return vs IPC



	2017	2018	2019	2020f
Estimates (MXN million)				
Total operating revenues	6,701	7,086	8,049	8,735
YoY%		5.7%	13.6%	8.5%
Operating income	1,518	1,534	1,915	2,095
YoY%		1.1%	24.8%	9.4%
Net profit (loss)	1,102	1,116	1,380	1,482
YoY%		1.2%	23.7%	7.3%
EPS	2.1	2.1	2.6	2.8
YoY%		1.2%	24.4%	7.3%
Valuation				
P/E	9.6x	6.8x	4.6x	4.3x
P/BV	1.3x	0.8x	0.7x	0.6x
Profitability				
ROE	15.1%	13.7%	15.5%	15.1%
Financial margin	34.2%	28.7%	22.8%	16.2%
Net margin	16.4%	15.7%	17.2%	17.0%
Credit Rating				
	Fitch Ratings		HR Ratings	
Long Term	A+(mex)		HR A+	
Short Term	F1		HR 1	
Outlook	Stable		Stable	

Source: MONEX and Prognosis estimates

2019/2018 results

- In 2019, total income accumulated 8.049 million pesos (mp), + 14% compared to the total of 2018. The “forex and payment services” business increased +9%.
- In the same year, revenues from the “credit and deposits” business and the “brokerage and trading services” business grew +60% and +20%, respectively.
- The changes in the remaining income items were the following: “Trust services” +13%, “leasing” +50% and “others” + 40%. While, the only line that contracted was “Derivatives” which fell -16%.
- The operating result and net income stand out, with strong annual increases of +25% and +24%, respectively. This contrasts with the growth of just +1% recorded in 2018.

- **2020 Forecasts.** We expect a total revenue growth of +8.5%, with an operating margin of 24%, resulting in a 2020 UPA of 2.8 pesos, a projected annual growth of +7%.

- **Strategy.** The expansion of business lines and income diversification continues to progress satisfactorily. In fact, in 2019, 34% of total operating revenues came from a source other than “foreign exchange and payments”, vs. 31% in 2018.

- **Target Price and Marketability.** We apply a 40% discount to the theoretical value of the company. This value results from averaging current multiples with the “fair value” that results from the Damodaran model.

- **Risks.** Low dynamism in the demand for credit. Local and global economic downturn. Decrease in foreign trade. Competition. Regulation. Execution.

1. 2019 annual report

Summary of the Income Statement (MXN millions)

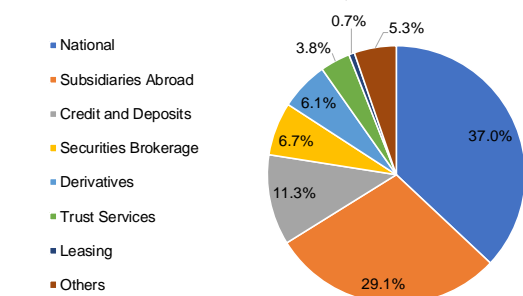
	Accumulated data		
	4Q 2019	4Q 2018	YoY Change
Total operating revenues	8,049	7,086	+13.6%
Management and promotion expenses	6,134	5,552	+10.5%
Operating income	1,915	1,534	+24.8%
Operating margin	23.8%	21.7%	+214 bp
Earnings before taxes	1,915	1,534	+24.8%
Taxes	532	411	+29.3%
Earnings before discontinued operations	1,383	1,123	+23.2%
Net profit (loss)	1,380	1,116	+23.7%
Net margin	17.2%	15.7%	+140 bp

Source: MONEX

In 2019, total operating revenues totaled 8.049 million pesos (mp), an increase of +13.6% y/y, in a context of high uncertainty and economic stagnation.

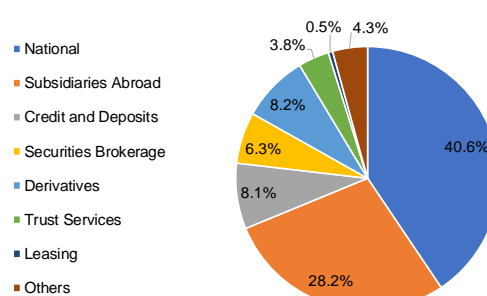
The main line of business was “forex and payment services” which grew +9.2% in 2019 compared to 2018, representing 66.1% of Monex's total revenues. Within this item, the “national” business represented 37% of revenues and grew +3.6% y/y; while, “international” business registered a strong advance +17.4% y/y representing 29.1% of total revenues. It should be noted that the company continues to diversify its business lines, hence in 2019, 34% of total revenues came from a source other than “FOREX” (national and subsidiaries abroad) compared to 31% in 2018.

Income distribution, 2019



Source: Monex

Income distribution, 2018



Source: Monex

By business line, the revenues to highlight are: 1) “credit and deposits” that increased +60%, normalizing after the sharp fall of 2018 (-27.4% y/y), 2) “securities brokerage” that surprised with a grow of +20.1% y/y, contrasting with the -7.8% fall of the previous year and 3) “leasing” which, after entering for the first time in 2018, registered a strong growth of + 50% y/y in 2019.

Additional business lines, “trust services” and “others” advanced +12.6% y/y and +40.3% y/y; respectively. Whereas, the only line that contracted was “derivatives” which fall -16.1% y/y.

On the other hand, sales, administration and promotion expenses increased +10.5% y/y, less than the increase in total operating income of +13.6% y/y.

Finally, operating profit was of 1,915 mp, + 24.8% higher than the one reported in 2018, while the net income was of 1,383 mp (EPS of 2.6 ps.), + 23.9% higher than the 2018 profit.

Summary of the Balance Sheet (MXN millions)

	4Q 2019	%	4Q 2018	%	YOY Change
Existing financial resources	18,536	16.5%	16,815	17.0%	+10.2%
Investments	38,712	34.5%	31,162	31.5%	+24.2%
Loan portfolio (net)	23,412	20.9%	23,504	23.8%	-0.4%
Accounts receivable	15,701	14.0%	16,985	17.2%	-7.6%
Property, plant and equipment	784	0.7%	437	0.4%	+79.3%
Permanent investments	135	0.1%	119	0.1%	+13.4%
Other assets	3,089	2.8%	3,109	3.1%	-0.7%
Total Assets	112,108	100.0%	98,944	100.0%	+13.3%
Traditional deposits	48,578	43.3%	45,228	45.7%	+7.4%
Bank loans	1,426	1.3%	1,763	1.8%	-19.1%
Collaterals sold	4,239	3.8%	270	0.3%	+1,472.4%
Derivatives	3,519	3.1%	2,965	3.0%	+18.7%
Other liabilities	26,453	23.6%	21,545	21.8%	+22.8%
Total Liabilities	102,284	91.2%	90,042	91.0%	+13.6%
Contributed capital	2,818	2.5%	2,818	2.8%	+0.0%
Gained capital	6,973	6.2%	6,054	6.1%	+15.2%
Stockholder's Equity	9,824	8.8%	8,902	9.0%	+10.4%
Total Liabilities + Equity	112,108	100.0%	98,944	100.0%	+13.3%

Source: Prognosis based on MONEX

Regarding the financial situation, in 2019 the stockholders' equity increased +10.4% to 9,824 mp or 18.43 ps. per share. Which resulted in annual increases of +13.3% in assets and +13.6% in liabilities.

Monex SAB de C.V (Monex)

MONEX is a company with more than 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 66.1% of its revenue/2019), which seeks to maintain this position, while growing their trading and banking businesses.

2. 4Q19 report

The total income of Monex operation totaled 1,371 million pesos (mp) in 4Q19, +13% compared to 4Q18. However, administration and promotion expenses increased by +15% y/y. This resulted in an increase of +6% in the operating income, reaching 503 mp. The net result was of 354 mp, -1% lower than the 4Q18 figure.

The “forex and payment services” business had a slight increase of +2% y / y. The national part accounted for 36% of total revenues and decreased -5% y/y by adding 764 mp in 2019 (vs. 800 mp in 2018). In contrast, international subsidiaries, 28% of revenues, grew +12% to 607 mp.

The line of “credit and deposits” fell -8% y/y, given the weak demand for credit facing the banking industry. The net credit portfolio remained without significant changes at -0.3%, while credit and collection revenues grew +8% (vs. + 34.9% in 4Q18). On the other hand, the overdue portfolio rose slightly in +2% y/y (vs. + 160.5% in 4Q18), to 530 mp.

On the other hand, in 4Q19 the “brokerage and trading” services had a strong advance of +65% compared to 4Q18. Revenue from the “trust services” division grew +7% y/y. Meanwhile, income from “derivatives” had a sharp drop of -34% y/y. Finally, the “leasing” line added 5 mp, which contrasts with the 8 mp in 4Q18, and the “others” line recovered significantly when it went from -13 mp registered in 4Q18 to 215 mp in the same period of 2019.

4. Relevant events

“Improvement of Fitch Ratings. On October 3, Fitch Ratings upped the national long-term counterparty risk rating of Monex, S.A.B. to “A + (mex)” from “A (mex)”, while the short-term rating was ratified in “F1 (mex)”. The MONEX 17-2 and MONEX 19 emissions ratings increased to “A + (mex)”. The long-term rating perspective is stable. On the same date, Fitch increased the national long and short-term counterparty risk ratings of Banco Monex and Monex Casa de Bolsa to “AA- (mex)” and “F1 + (mex)” from “A + (mex)” and “F1 (mex)”, respectively. The outlook for long-term ratings is stable.”

“MONEX17-2 early amortization. On October 21, Monex, S.A.B. amortized in its terms and in full, by principal and interest, the stock certificates with the slate key MONEX 17-2, issued on October 19, 2017 for an amount of \$ 500 million pesos”.

“Exchange of securities of the MONEX 19 stock certificates. On January 29, 2020, Monex, S.A.B. from C.V. decided to cancel at the Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. from C.V. the listing of the stock certificates MONEX 19, issued on June 20, 2019 for an amount of \$ 1,500 million pesos and, on the other hand, list said MONEX 19 stock certificates in the Bolsa Institucional de Valores, S.A. of C.V. ”

3. 2020 forecasts

For this year, we expect Monex's total revenues to grow +8.5%, reaching 8,735 million pesos (mp). This increase reflects a slight recovery of the credit business, which in 2019 was affected; mainly, due to low demand due to a low private investment and a context of high uncertainty.

Our core assumptions are: 1) Volatility environment in financial markets in 2020 compared to 2019, generated by the low dynamism of commercial and economic activity. In the two lines of "forex and payments services" we anticipate a growth of +8%, led by an increase of +13.0% in subsidiaries abroad followed by a rise of +4% in national FOREX. 2) A +12% growth in the credit business. 3) An advance of the "brokerage and trading services" of +12%, as we expect the strategies implemented to continue to be additive, 4) a recovery of +5% in the "derivatives" business and an advance of +12% in "trust services". Finally, 5) we extrapolate an income contribution of 434 mp, in the "others" line, where trading gains/losses are booked.

Revenue Breakdown

2020 Income Model

(MXN millions)	2017	2018	2019	2020f	18/17	19/18	20/19f
Total operating revenues	6,701	7,086	8,049	8,735	5.7%	13.6%	8.5%
Forex and Payment Services	4,575	4,874	5,324	5,748	6.5%	9.2%	8.0%
National	2,649	2,875	2,978	3,097	8.5%	3.6%	4.0%
International	1,926	1,999	2,346	2,651	3.8%	17.4%	13.0%
Credit and Deposits	786	571	913	1,023	-27.4%	59.9%	12.0%
Brokerage and Trading Services	485	447	537	601	-7.8%	20.1%	12.0%
Derivatives	450	584	490	515	29.8%	-16.1%	5.0%
Trust Services	232	269	303	339	15.9%	12.6%	12.0%
Leasing	0	38	57	76	N/A	50.0%	33.0%
Others	173	303	425	434	75.1%	40.3%	2.0%

Source: MONEX and Prognosis estimates

We anticipate that Monex's operating margin will increase to 24% in 2020, from 23.8% observed in 2019.

Our 2020 net profit forecast is of 1,482 mp or 2.4 pesos per share. And a net margin of 17%.

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 12.00) is currently trading **4.6X** trailing 12-month-EPS of 2.6 ps and **0.7X** the 4Q19 book value and **0.57X** the 2019 forecasted book value. Both multiples are significantly lower than the averages of similar companies (9.0X the EPS and 1.4X 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 9.0X the expected earnings of 2020, which **leads us to a target price of 25.02 pesos**. Using a multiple of 1.3X book value we would arrive at a price of 27.29. Thus, the value according to relatively normalized multiples is 26.2 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 11.3%. Our model produces a sustainable ROE of 13.0% and a perpetual nominal growth of 6.0%. The implicit ratio then comes to 1.32X, while the 2020 book value per share (BVS) that we forecasted is 20.99 pesos. Thus, **the theoretical or “fair” value for MONEX B is 27.6 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 12 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, which is equivalent to 0.77X the book value that Prognosis estimated.

MONEX

Current price: MXN 12.0
 Theoretical value: MXN 26.90. Liquidity discount: 40%
 12-month target price: MXN 16.14 / high risk



4Q19 quarterly report and 2020 outlook

February 28, 2019

Summary of the Income Statement (MXN millions)

	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f
Total operating revenues	4,967	6,398	6,701	7,086	8,049	8,735
Administrative, sales and general expenses	4,026	5,008	5,183	5,552	6,134	6,640
Operating income	941	1,390	1,518	1,534	1,915	2,095
Operating margin	18.9%	21.7%	22.7%	21.7%	23.8%	24.0%
Earnings before income taxes	949	1,390	1,518	1,534	1,915	2,095
Taxes	324	319	416	411	532	611
Earnings before discontinued operations	625	1,071	1,102	1,123	1,383	1,485
Net income	625	1,071	1,102	1,116	1,380	1,482
Net margin	12.6%	16.7%	16.4%	15.7%	17.2%	17.0%
Growth of total operating revenues, %	N/A	28.8%	4.7%	5.7%	13.6%	8.5%
Growth of operating income, %	N/A	47.7%	9.2%	1.1%	24.8%	9.4%
Growth of net income, %	N/A	71.4%	2.9%	1.2%	23.7%	7.3%

Other Indicators

	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f
ROE, %	N.D.	17.0%	15.1%	13.7%	15.5%	15.1%
ROA, %	N.D.	1.7%	1.4%	1.1%	1.4%	1.3%
Financial margin, %	38.6%	33.8%	34.2%	28.7%	22.8%	16.2%
Shares outstanding (millions)	536.2	536.2	536.0	536.0	532.9	532.9
EPS	1.2	2.0	2.1	2.1	2.6	2.8
Book value per share	11.8	13.6	15.2	16.6	18.4	21.0
P/E	8.8	5.0	9.6	6.8	4.6	4.3
P/BV	0.9	0.7	1.3	0.8	0.7	0.6

Summary of the Balance Sheet (MXN millions)

	2015	2016	2017	2018	2019f	2020f
Assets	63,236	80,294	102,773	98,944	112,108	116,764
Loan portfolio (net)	12,299	17,987	20,228	23,504	23,412	24,214
Performing loan portfolio	12,363	18,212	20,385	23,410	23,315	24,015
Non-performing loan portfolio	118	82	200	521	530	636
Liabilities	56,925	72,987	94,624	90,042	102,284	105,577
Stockholder's Equity	6,311	7,307	8,148	8,902	9,824	11,187

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

Mauricio Tavera

mtavera@prognosismex.com

Rubí Grajales

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.