

## Cargo no recurrente en subsidiaria del Reino Unido y agresiva creación de reservas preventivas, merman la utilidad neta del 2020, en lo que fue un buen año para Monex

- En 2020/2019 los ingresos totales, resultado operativo y neto cayeron -1%, -35% y -36%.
- La caída en la utilidad neta se debió a dos factores particulares: (1) un cargo no recurrente por 446 millones de pesos, relacionado con una controversia comercial de la subsidiaria, Monex Europe Ltd y (2) la agresiva creación de reservas crediticias en exceso de lo requerido por la regulación, del orden de 500 millones de pesos adicionales al requerimiento de la autoridad bancaria.
- En un ambiente difícil -- el PIB de México cayó -8.2% en 2020 -- Monex presentó muy buenos resultados en todas sus líneas de negocio, incluso la de crédito vs la industria, afectada por el cargo mencionado. Elevados márgenes cambiarios ayudaron al negocio de divisas, mientras las líneas de banca privada y derivados mostraron dinamismo en el contexto de la volatilidad creada por la incertidumbre del Covid 19. Monex refrenda características contra cíclicas.
- Balance muy sólido. Al cierre de 2020, las provisiones de Monex SAB suman 973 mp, más del doble que las del 2019, por lo que su balance luce fuerte. Estas reservas cubren el doble de 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.
- ¿Reservas excedentes, "excesivas"? Aunque es imposible predecir con certeza el comportamiento de la cartera en 2021, creemos que el ambiente económico mejorará, sobre todo en la segunda mitad del año. Prognosis estima que el PIB crecerá entre 3% y 5%. Si esta recuperación ocurriese y se sostuviese, las reservas excedentes, pudieran resultar "excesivas". En este escenario, es viable una liberación de reservas que apoyaría las utilidades tan pronto como el 4T21. No obstante, excluimos dicha posibilidad en nuestras estimaciones y la administración se reserva esa decisión.
- Anticipamos que los resultados mejorarán en 2021, como consecuencia de una normalización en los ingresos del negocio de crédito y captación y una ralentización del veloz ritmo reciente de las demás líneas. Los ingresos consolidados crecerían +13.0%, mientras los resultados operativo y neto brincarían cerca de 70%.
- 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.
- El valor teórico de la acción, con supuestos conservadores, cae muy ligeramente a 26.60 pesos, desde 26.90, el descuento de liquidez se mantiene en 45%, por lo que nuestro precio objetivo es de 14.60 y es equivalente a 0.64X el valor en libros estimado para el 2021.

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

Tenedora de acciones cuyas principales subsidiarias son: Monex Grupo Financiero, MNI Holding y Arrendadora Monex. Con oficina matriz en la Ciudad de México y más de 35 años en prestar servicios financieros a empresas nacionales e internacionales, cuya principal actividad es la realización de operaciones tales como la prestación de servicios de banca múltiple y la intermediación bursátil.

Precio actual: MXN 12.0

Valor teórico: MXN 26.60. Desc. por liquidez: 45%

Precio objetivo 12 meses: MXN 14.60 / alto riesgo



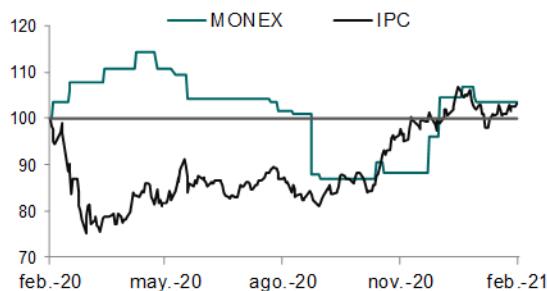
### Reporte trimestral del 4T20 y pronóstico al 2021

viernes, 26 de febrero de 2021

#### Datos Clave

|  |  |
|--|--|
| Clave Pizarra .....                      | MONEXB   |
| Bolsa de Valores .....                   | BMV  |
| Precio Objetivo 12 Meses .....           | MXN 14.60  |
| Último Precio .....                      | MXN 12.00  |
| Rendimiento Potencial .....              | 21.7%  |
| Rendimiento 12 Meses de Dividendo .....  | 1.1%   |
| Rendimiento de Dividendo Esperado .....  | 1.3%   |
| Rendimiento Total Potencial .....        | 23.0%  |
| Rendimiento 12 Meses de MONEX .....      | 3.4%   |
| UDM Rango de Precios (MXN) .....         | (13.24 - 10.10)  |
| Acciones en Circulación (millones) ..... | 532.7  |
| Bursatilidad .....                       | Baja   |
| Val. Capitalización (USD millones) ..... | USD 313.70   |
| PIU (12 meses) .....                     | 7.3  |
| P/VL .....                               | 0.6  |
| Página Oficial .....                     | <a href="http://www.monex.com.mx">www.monex.com.mx</a> |

#### Rendimiento 12 meses vs IPC



|                                 | 2018     | 2019   | 2020    | 2021e |
|---------------------------------|----------|--------|---------|-------|
| <b>Estimados (MXN millones)</b> |          |        |         |       |
| Ingreso total de la operación   | 7,086    | 8,049  | 7,980   | 9,034 |
| Var. %                          | 13.6%    | -0.9%  | 13.2%   |       |
| Utilidad operativa              | 1,534    | 1,915  | 1,252   | 2,123 |
| Var. %                          | 24.8%    | -34.6% | 69.5%   |       |
| Resultado neto                  | 116      | 1,380  | 878     | 1,483 |
| Var. %                          | 23.7%    | -36.4% | 68.9%   |       |
| UPA                             | 2.1      | 2.6    | 1.6     | 2.8   |
| Var. %                          | 24.4%    | -36.4% | 68.9%   |       |
| <b>Valuación</b>                |          |        |         |       |
| P/U                             | 6.8x     | 4.6x   | 7.3x    | 4.3x  |
| P/VL                            | 0.8x     | 0.7x   | 0.6x    | 0.5x  |
| <b>Rentabilidad</b>             |          |        |         |       |
| ROE                             | 13.7%    | 15.5%  | 8.9%    | 13.7% |
| Margen financiero               | 28.7%    | 22.8%  | 36.2%   | 36.2% |
| Margen neto                     | 15.7%    | 17.2%  | 110%    | 16.4% |
| <b>Calificación Crediticia</b>  |          |        |         |       |
| Largo Plazo                     | BB+      |        | HRA+    |       |
| Corto Plazo                     | B        |        | HR1     |       |
| Perspectiva                     | Negativo |        | Estable |       |

Fuente: MONEX y pronósticos de Prognosis

- **Resultado 2020/2019.**

➤ En 2020 los ingresos totales de la operación acumularon 7,980 millones de pesos (mdp), -0.9% respecto al total del 2019. El negocio de “divisas y pagos” tuvo un incremento de +11.6% anual con un alza en la línea “México” de +16.9%.

➤ En el mismo ejercicio los ingresos del negocio de “crédito y captación” cayeron -90.3%, afectados por un cargo relacionado con la creación de reservas. Sin embargo, los ingresos del negocio bursátil crecieron +37.1% respecto a 2019.

➤ Los cambios en los restantes rubros de ingresos fueron los siguientes: “Derivados” con un salto de +75% y “Servicios fiduciarios” con un ligero avance de +1%. Mientras que las líneas que se contrajeron fueron “arrendadora” y “otros”.

➤ El resultado operativo y el resultado neto, presentaron caídas anuales de -34.6% y -36.4%, respectivamente.

- **Estimaciones 2021.** Prevemos un crecimiento de ingresos totales del +13.2%, con un margen operativo del 23.5%, lo que redunda en una UPA 2021 de 2.8 pesos, un crecimiento anual proyectado de +69%.

- **Monitoreo de Estrategia.** La expansión de líneas de negocios y la diversificación de ingresos continúa avanzando satisfactoriamente, aunque los cargos a la división de crédito en 2020 la hacen menos visible.

- **Precio Objativo y Bursatilidad.** Aplicamos un descuento, por baja liquidez, del 45% 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:** 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 2020

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

|   | Cifras acumuladas |              |                 |
|---|-------------------|--------------|-----------------|
|   | 4T 2020           | 4T 2019      | Variación anual |
| <b>Ingreso total de la operación</b>              | <b>7,980</b>      | <b>8,049</b> | -0.9%           |
| Gastos de administración y promoción              | 6,728             | 6,134        | +9.7%           |
| <b>Utilidad operativa</b>                         | <b>1,252</b>      | <b>1,915</b> | -34.6%          |
| Margen operativo                                  | 15.7%             | 23.8%        | -810 pb         |
| <b>Resultado antes de impuestos a la utilidad</b> | <b>1,252</b>      | <b>1,915</b> | -34.6%          |
| Impuestos ISR                                     | 376               | 532          | -29.3%          |
| <b>Resultado neto</b>                             | <b>878</b>        | <b>1,380</b> | -36.4%          |
| Margen neto                                       | 11.0%             | 17.2%        | -610 pb         |

Fuente: Prognosis con base en MONEX

#### Dos factores particulares explican la caída de 36% en la utilidad neta de Monex en 2020:

El primer factor fue un cargo no recurrente por 446 millones de pesos, relacionado con una controversia comercial de la subsidiaria del Reino Unido, Monex Europe Ltd. La compañía explica que se trató de un acuerdo entre partes, recomendado por sus asesores jurídicos. El pago evitó llevar a juicio una demanda por operaciones con derivados ocurridas entre 2015 y 2017, cuyo resultado era incierto y potencialmente oneroso. La compañía refiere que este pago incluye la liquidación final de la controversia y todos los gastos legales.

El segundo factor, fue la creación agresiva de reservas crediticias. Banco Monex cerró 2020 con 911 mdp de reservas. El banco creó alrededor de 500 millones de pesos (¡casi 2% de su cartera vigente!) por arriba de las reservas regulatorias (411mdp). Es decir, decidieron crear reservas excedentes o adicionales a lo que es requerido por el regulador (CNBV). La compañía explica que estas reservas son prudenciales, aunque aclara que no estima que su cartera de crédito vigente tenga un riesgo mayor al de la industria bancaria nacional.

#### ¿Creación de reservas excedente es “excesiva”?

Como resultado de la creación de reservas excedentes --la estimación preventiva de riesgos crediticios al cierre de 2020 es de más del doble que las del 2019 --, el balance de Monex SAB luce extraordinariamente sólido.

La cobertura de sus reservas como proporción de su cartera vencida, índice de cobertura, pasó a 197%, respecto a 82% en 2019. Asimismo, una depuración de su cartera vencida ayudó a que su índice de morosidad mejorase a 1.96 desde 2.2. Finalmente, el cociente de las provisiones o reservas como proporción de la cartera vigente subió a 3.9%, desde 1.8%, significativamente superior al mismo indicador para la industria de la banca comercial en México.

Aunque es imposible predecir con certeza el comportamiento de la cartera en 2021, creemos que el ambiente será de cierta recuperación de la economía. Prognosis estima que el PIB nacional crecerá entre 3% y 5% en el presente año, lo que podría ayudar a que muchos deudores estén en mejor posibilidad de cumplir sus obligaciones que en 2020.

Por esta razón, es probable que las reservas excedentes creadas por la administración de Monex, pudieran resultar “excesivas”.

Dado que el compromiso de la emisora con el regulador es mantener las provisiones hasta el 3T21, un escenario de liberación de reservas en el 4T, tiene cierta probabilidad de ocurrencia. A pesar de ello, no estamos incluyendo este escenario en nuestras estimaciones de utilidades para el 2021.

Aquí el resumen del año: En 2020 el **ingreso total de la operación** sumó 7,980 millones de pesos (mdp) una caída de -0.9% a/a. La principal línea de negocio fue “**divisas y pagos internacionales**” creció +11.6% en 2020 respecto a 2019, representando el 74.4% de los ingresos totales de Monex. Al interior de este rubro, la línea “México” representó el 43.6% de los ingresos, registrando un fuerte avance de +16.9% a/a; mientras que, “subsidiarias en el extranjero” registró un crecimiento +4.8% a/a representando el 30.8% de los ingresos totales.

Por otro lado, el negocio de “**crédito y captación**” cerró el año con un desplome de -90.3% a/a debido al cargo referido anteriormente; mientras que, “**intermediación bursátil**”, “**servicios fiduciarios**” y “**derivados**” crecieron +37.2%, +1.0% y +75.9%, respectivamente. Finalmente, la “**arrendadora**”, negocio de reciente creación, registró una pérdida de -23 mdp.

Pasando a información financiera, los **gastos de ventas, de administración y promoción** subieron +9.7% a/a, sumando 6,728 mdp en el 2020, afectados por la depreciación del peso frente al dólar.

Finalmente, la **utilidad operativa** fue de 1,252 mdp, -34.6% respecto al 2019 mientras que la utilidad neta fue de 878 mdp (UPA de 1.6 ps.), 36.4% menor que en el acumulado ene-dic 2019.

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

|                                  | 4T 2020        | %             | 4T 2019        | %             | Variación anual |
|----------------------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|-----------------|
| Disponibilidades                 | 14,579         | 9.6%          | 18,536         | 16.5%         | -21.4%          |
| Inversiones en valores           | 69,746         | 45.9%         | 38,712         | 34.5%         | +80.2%          |
| Cartera de crédito (neto)        | 24,256         | 16.0%         | 23,412         | 20.9%         | +3.6%           |
| Cuentas por cobrar               | 28,160         | 18.5%         | 15,701         | 14.0%         | +79.4%          |
| Inmuebles, mobiliario y equipo   | 745            | 0.5%          | 784            | 0.7%          | -4.9%           |
| Inversiones permanentes          | 134            | 0.1%          | 135            | 0.1%          | -0.3%           |
| Otros activos                    | 3,330          | 2.2%          | 3,089          | 2.8%          | +7.8%           |
| <b>Suma del Activo</b>           | <b>151,984</b> | <b>100.0%</b> | <b>112,108</b> | <b>100.0%</b> | <b>+35.6%</b>   |
| Captación tradicional            | 45,855         | 30.2%         | 48,578         | 43.3%         | -5.6%           |
| Préstamos bancarios              | 556            | 0.4%          | 1,426          | 1.3%          | -61.0%          |
| Colaterales vendidos             | 3,590          | 2.4%          | 4,239          | 3.8%          | -15.3%          |
| Derivados                        | 5,902          | 3.9%          | 3,519          | 3.1%          | +67.7%          |
| Otras cuentas por pagar          | 33,891         | 22.3%         | 26,453         | 23.6%         | +28.1%          |
| <b>Suma del Pasivo</b>           | <b>141,163</b> | <b>92.9%</b>  | <b>102,284</b> | <b>91.2%</b>  | <b>+38.0%</b>   |
| Capital contribuido              | 2,818          | 1.9%          | 2,818          | 2.5%          | +0.0%           |
| Capital ganado                   | 7,966          | 5.2%          | 6,973          | 6.2%          | +14.2%          |
| <b>Suma del Capital</b>          | <b>10,820</b>  | <b>7.1%</b>   | <b>9,824</b>   | <b>8.8%</b>   | <b>+10.1%</b>   |
| <b>Suma del Pasivo y Capital</b> | <b>151,984</b> | <b>100.0%</b> | <b>112,108</b> | <b>100.0%</b> | <b>+35.6%</b>   |

Fuente: Prognosis con base en MONEX

En cuanto a la situación financiera, en 2020 el capital contable aumentó +10.1% a 10,820 mdp. Lo que resultó en incrementos anuales de +35.6% del activo y de +38% del pasivo.

## 2. Reporte del 4T20 vs 4T19

El ingreso total de la operación de Monex sumó 1,351 millones de pesos (mdp) en el 4T20, -0.9% respecto a 4T19. No obstante, los gastos de administración y promoción subieron en +3.15% a/a. Lo anterior resultó en una fuerte caída de -169% en la utilidad de operación, cerrando en -349 mdp. El resultado neto fue de -260 mdp, 174% menor a la cifra del 4T19.

El rubro de “divisas y pagos internacionales” tuvo un fuerte incremento de +11.6% a/a. La parte local, representó el 44% de los ingresos totales y aumentó +21.2% a/a alcanzando los 926 mdp en 2020 (vs. 764 mdp en 2019). En contraste, las subsidiarias internacionales, 31% de los ingresos, disminuyeron 21.6% a 476 mdp.

La línea de “crédito y captación” retrocedió considerablemente -277.5% a/a, cerrando el trimestre con -378 mdp. Por otro lado, la cartera de crédito neta aumentó +3.6% a/a, mientras que la cartera vencida disminuyó en 6.8% a/a (vs. +2% en 4T19), a 494 mdp.

Por su parte, en el 4T20 el negocio de “intermediación bursátil” tuvo un avance de +12% respecto al 4T19. Los ingresos de la división de “servicios fiduciarios” disminuyeron ligeramente 2.5% a/a. Mientras que, los ingresos por “derivados” crecieron +16.2% a/a. Por último, la línea “arrendadora” cerró el año con -33 mdp, que contrasta con los 5 mdp en el 4T19, y el rubro “otros” disminuyó al pasar de 212 mdp registrados en el 4T19 a -22 mdp en el mismo periodo del 2020.

## 3. Eventos Relevantes

**Ratificación de calificación de Monex, S.A.B. y subsidiarias por Fitch Ratings.** “El 22 de octubre, Fitch Ratings ratificó la calificación nacional de riesgo contraparte de largo plazo de Monex, S.A.B. en ‘A+(mex)’, mientras que la calificación de corto plazo se ratificó en ‘F1(mex)’. La Perspectiva de la calificación de largo plazo es Negativa. En la misma fecha, Fitch ratificó las calificaciones nacionales de riesgo de contraparte de largo plazo y corto plazo de Banco Monex y Monex Casa de Bolsa en ‘AA-(mex)’ y ‘F1+(mex)’, respectivamente. La perspectiva de las calificaciones de largo plazo es Negativa. La calificación de la emisión MONEX 19 se ratificó en ‘A+(mex)’.

**Ratificación de calificación de Monex, S.A.B. y subsidiarias por HR Ratings.** “El 27 de octubre, HR Ratings ratificó la calificación nacional de riesgo contraparte de largo plazo de Monex, S.A.B. en ‘HR A+’, mientras que la calificación de corto plazo se ratificó en ‘HR1’. La Perspectiva de la calificación de largo plazo es Estable. El mismo día, HR Ratings ratificó las calificaciones nacionales de riesgo contraparte de largo plazo y corto plazo de Banco Monex y Monex Casa de Bolsa en ‘HR AA-’ y ‘HR1’, respectivamente. La Perspectiva de las calificaciones de largo plazo es Estable. La calificación de los certificados bursátiles MONEX 19 se ratificó en ‘HR A+’ con Perspectiva Estable.

**Creación del Comité Cosustenta.** “Monex creó el Comité de Análisis de Riesgos y Oportunidades Sustentables (Cosustenta), que tiene como objetivo analizar las tendencias estándares a nivel internacional y nacional en materia de riesgos sociales, ambientales y de gobierno corporativo (ASG), desarrollar la capacidad interna para identificar y gestionar los riesgos ASG en la cartera de crédito y las inversiones en valores de Monex, así como definir una estrategia de gestión de los riesgos de esta naturaleza para identificar de manera oportuna los posibles impactos y modelar posibles pérdidas económicas y oportunidades de negocio“.

**Monex se adhiere a la UNEP- FI.** “Con la visión de buscar la mayor aportación para el cuidado del medio ambiente y la mayor contribución a la sociedad, Grupo Financiero Monex se convirtió en firmante de la Iniciativa Financiera del Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP-FI), que tiene como objetivo crear la red más efectiva para compartir conocimientos y mejores prácticas sobre el papel del sector financiero para contribuir al desarrollo sustentable “.

## 4. Proyecciones para el 2021

Para el presente año esperamos que los ingresos totales de Monex crezcan +13.2%, alcanzando los 9,034 mdp. Este incremento refleja una normalización del negocio de crédito, que en 2020 estuvo afectado por el multicitado cargo llevado a ingresos. Para el 2021, estimamos que la demanda de crédito seguirá siendo baja, dada la todavía alta incertidumbre sanitaria y la elección de junio próximo.

Nuestros supuestos centrales son: **1)** reducción de la volatilidad en los mercados financieros respecto a 2020, pero rebote en la actividad comercial y económica. En “divisas y pagos” anticipamos un crecimiento promedio conjunto de +5.5%. **2)** la normalización del negocio de crédito y captación. **3)** Un avance del negocio de “intermediación bursátil” de +6%, **4)** un fuerte ritmo de +15% del negocio de “derivados”, un avance de +6% en los servicios fiduciarios y; por último, **5)**, Una contribución nula del 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 2021**

| (MXN millones)                       | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021e        | 18/17       | 19/18        | 20/19        | 21/20e       |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Ingreso total de la operación</b> | <b>6,701</b> | <b>7,086</b> | <b>8,049</b> | <b>7,980</b> | <b>9,034</b> | <b>5.7%</b> | <b>13.6%</b> | <b>-0.9%</b> | <b>13.2%</b> |
| Divisas y Pagos                      | 4,575        | 4,874        | 5,324        | 5,941        | 6,271        | 6.5%        | 9.2%         | 11.6%        | 5.5%         |
| México                               | 2,649        | 2,875        | 2,978        | 3,482        | 3,646        | 8.5%        | 3.6%         | 16.9%        | 4.7%         |
| Subsidiarias en el extranjero        | 1,926        | 1,999        | 2,346        | 2,459        | 2,624        | 3.8%        | 17.4%        | 4.8%         | 6.7%         |
| Crédito y Captación                  | 786          | 571          | 913          | 89           | 600          | -27.4%      | 59.9%        | -90.3%       | 574.4%       |
| Intermediación Bursátil              | 485          | 447          | 537          | 736          | 780          | -7.8%       | 20.1%        | 37.1%        | 6.0%         |
| Derivados                            | 450          | 584          | 490          | 862          | 991          | 29.8%       | -16.1%       | 75.9%        | 15.0%        |
| Servicios Fiduciarios                | 232          | 269          | 303          | 306          | 324          | 15.9%       | 12.6%        | 1.0%         | 6.0%         |
| Arrendadora                          | 0            | 38           | 57           | -19          | 68           | N/A         | 50.0%        | -133.3%      | N/A          |
| Otros                                | 173          | 303          | 425          | 68           | 0            | 75.1%       | 40.3%        | -84.0%       | N/A          |

Fuente: Monex y estimados de Prognosis

N.A.: no aplica

Anticipamos que el margen operativo de Monex se normalizará en 2021 a 23.5%, desde el 15.7% afectado por la reducción de ingresos del 2020.

Nuestra estimación de utilidad neta para el 2021 es de 1,483 mdp o 2.8 ps. por acción, con un margen neto de 16.4%.

## 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 **4.3X** la UPA del 2021 de MXN 2.8 ps y a **0.4X** 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 8.8X utilidades del 2021, que **nos lleva a un precio objetivo de 24.65 pesos**. Usando un múltiplo de 1.0X valor en libros llegaríamos a un precio de 22.9. Así el valor de acuerdo con múltiplos relativamente normalizados es de 23.8 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 2021 es de 22.9 pesos. Así, **el valor teórico o “justo” de MONEX B es de 30.23 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 26.6 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 45%, obtenemos un P.O. a 12 meses de 14.60 ps por acción, lo que equivale a 0.64X el valor en libros estimado por Prognosis para Monex B en 2021. Un múltiplo similar al inferido por el precio actual dividido entre el valor libros al 4T20.

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

|  | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021e        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Ingreso total de la operación</b>                 | <b>6,701</b> | <b>7,086</b> | <b>8,049</b> | <b>7,980</b> | <b>9,034</b> |
| Gastos de administración y promoción                 | 5,183        | 5,552        | 6,134        | 6,728        | 6,912        |
| <b>Utilidad operativa</b>                            | <b>1,518</b> | <b>1,534</b> | <b>1,915</b> | <b>1,252</b> | <b>2,123</b> |
| Margen operativo                                     | 22.7%        | 21.7%        | 23.8%        | 15.7%        | 23.5%        |
| <b>Resultado antes de impuestos a la utilidad</b>    | <b>1,518</b> | <b>1,534</b> | <b>1,915</b> | <b>1,252</b> | <b>2,124</b> |
| Impuestos ISR  | 416          | 411          | 532          | 376          | 637          |
| <b>Resultado antes de operaciones discontinuadas</b> | <b>1,102</b> | <b>1,123</b> | <b>1,383</b> | <b>876</b>   | <b>1,487</b> |
| <b>Resultado neto</b>                                | <b>1,102</b> | <b>1,116</b> | <b>1,380</b> | <b>878</b>   | <b>1,483</b> |
| Margen neto  | 16.4%        | 15.7%        | 17.2%        | 11.0%        | 16.4%        |
| Crecimiento del ingreso total de la operación, %     | 4.7%         | 5.7%         | 13.6%        | -0.9%        | 13.2%        |
| Crecimiento de la utilidad operativa, %              | 9.2%         | 1.1%         | 24.8%        | -34.6%       | 69.5%        |
| Crecimiento de la utilidad neta, %                   | 2.9%         | 1.2%         | 23.7%        | -36.4%       | 68.9%        |

## Otros Rubros e Indicadores

|  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021e |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE, %                                       | 15.1% | 13.7% | 15.5% | 8.9%  | 13.7% |
| ROA, %                                       | 1.4%  | 1.1%  | 1.4%  | 0.8%  | 1.0%  |
| Margen financiero, %                         | 34.2% | 28.7% | 22.8% | 36.2% | 36.2% |
| Número de acciones en circulación (millones) | 536.0 | 536.0 | 532.9 | 532.7 | 532.7 |
| Utilidad por acción                          | 2.1   | 2.1   | 2.6   | 1.6   | 2.8   |
| Valor en libros por acción                   | 15.2  | 16.6  | 18.4  | 20.3  | 22.9  |
| P/U  | 9.6   | 6.8   | 4.6   | 7.3   | 4.3   |
| P/VL   | 1.3   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.5   |

## Resumen del Balance General (MXN millones)

|                                 | 2017           | 2018          | 2019           | 2020           | 2021e          |
|---------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Activo</b>                   | <b>102,773</b> | <b>98,944</b> | <b>112,108</b> | <b>151,984</b> | <b>150,471</b> |
| Cartera de crédito total (neto) | 20,228         | 23,504        | 23,412         | 24,256         | 26,426         |
| Cartera de crédito vigente      | 20,385         | 23,410        | 23,315         | 24,735         | 26,714         |
| Cartera de crédito vencida      | 200            | 521           | 530            | 494            | 592            |
| <b>Pasivo</b>                   | <b>94,624</b>  | <b>90,042</b> | <b>102,284</b> | <b>141,163</b> | <b>138,289</b> |
| <b>Capital contable</b>         | <b>8,148</b>   | <b>8,902</b>  | <b>9,824</b>   | <b>10,820</b>  | <b>12,181</b>  |

Fuente: Prognosis, MONEX y BMV



viernes, 26 de febrero de 2021

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



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

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, ni 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.

Precio actual: MXN 12.0

Valor teórico: MXN 26.60. Desc. por liquidez: 45%

Precio objetivo 12 meses: MXN 14.60 / alto riesgo



## Reporte trimestral del 4T20 y pronóstico al 2021

viernes, 26 de febrero de 2021

## A non-recurring charge in a UK subsidiary and aggressive allowance for loan losses, undermine 2020 net profit, in what was otherwise a good year for Monex

- In 2020/2019 total revenues, operating and net income fell -1%, -35% and -36%.
- The drop in net income was due to two particular factors: (1) a non-recurring charge of 446 million pesos, related to a commercial controversy of the subsidiary, Monex Europe Ltd and (2) the aggressive creation of credit reserves in excess of what is required by regulation, in the order of 500 million pesos additional to the requirement of the banking authority.
- In a difficult environment – Mexico's GDP fell – 8.2% in 2020- Monex presented very good results in all its business lines, including credit vs. industry, affected by the aforementioned charge. High FOREX exchange margins helped the foreign exchange business, while private banking and "derivatives" showed dynamism in the context of the volatility created by the uncertainty of Covid 19. Once again Monex shows resilience vs the economic cycle.
- Very solid balance sheet. At the close of 2020, Monex SAB's provisions totaled 973 mp, more than double those of 2019, so its balance sheet looks strong. These reserves cover twice its non-performing loan portfolio and both its delinquency ratio and the ratio of reserves to loan portfolio are significantly better than those of the commercial banking industry.
- Are surplus reserves "excessive"? Although it is impossible to predict the behavior of the portfolio in 2021, we believe that the environment will be of some recovery of the economy. Prognosis estimates that Mexico's GDP will grow between 3% and 5%. If this recovery occurs and holds, the surplus allowed by the company may turn to be "excessive". This would support earnings as early as 4Q21. Nevertheless, we exclude this possibility in our estimates and the management reserves that decision.
- We anticipate that earnings will improve in 2021, as a result of a normalization in revenue from the "credit and deposits" business and a slowdown in the recent rapid pace of other lines. Consolidated revenues would grow +13.0%, while operating and net earnings would jump about 70%.
- Management continues to implement its business strategy successfully, while it maintains its efforts to improve the visibility and marketability of its stock.
- The theoretical value of the shares, with conservative assumptions, falls very slightly to 26.6 pesos, from 26.9. The liquidity discount remains at 45%, so our target price is 14.60 and is equivalent to 0.64X the estimated book value for 2021.

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

Holding company whose main subsidiaries are: Monex Grupo Financiero, MNI Holding and Arrendadora (Leasing) Monex. Its headquarters are in Mexico City and it boasts more than 35 years experience providing financial services to national and international customers. Its main activity is the performance of operations such as banking, brokerage and trading services.

Current price: MXN 12.0

Theoretical value: MXN 26.60. Liquidity discount: 45%

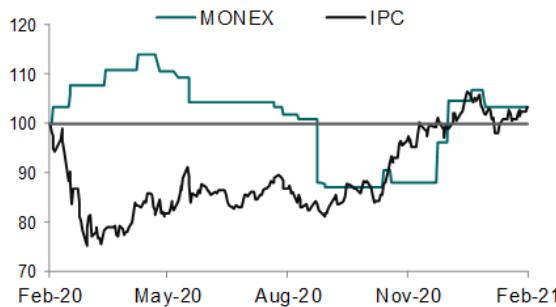
12-month target price: MXN 14.6 / high risk



## Key Data

|  |  |
|--|--|
| Local Ticker .....                         | MONEXB   |
| Exchange .....                             | BMV  |
| 12 Month T.P. (Estimated Fair Value) ..... | MXN 14.60  |
| Last Price .....                           | MXN 12.00  |
| Expected Return .....                      | 21.7%  |
| LTM Dividend Yield .....                   | 1.1%   |
| Expected Dividend Yield .....              | 1.3%   |
| Total Expected Return .....                | 23.0%  |
| LTM Stock Price Return .....               | 3.4%   |
| LTM Price Range (MXN) .....                | (13.24 - 10.10)  |
| Outstanding Shares (Million) .....         | 532.7  |
| Trading Volume .....                       | Low  |
| Market Cap (USD Million) .....             | USD 313.70   |
| P/E (TTM) .....                            | MXN 7.30   |
| Price/Book Value .....                     | MXN 0.59   |
| Official Website .....                     | <a href="http://www.monex.com.mx">www.monex.com.mx</a> |

## 12M Stock Price Return vs IPC



|                                | 2018     | 2019  | 2020   | 2021f |
|--------------------------------|----------|-------|--------|-------|
| <b>Estimates (MXN million)</b> |          |       |        |       |
| Total operating revenues       | 7,086    | 8,049 | 7,980  | 9,034 |
| YoY%                           |          | 13.6% | -0.9%  | 13.2% |
| Operating income               | 1,534    | 1,915 | 1,252  | 2,123 |
| YoY%                           |          | 24.8% | -34.6% | 69.5% |
| Net profit (loss)              | 1,116    | 1,380 | 878    | 1,483 |
| YoY%                           |          | 23.7% | -36.4% | 68.9% |
| EPS                            | 2.1      | 2.6   | 1.6    | 2.8   |
| YoY%                           |          | 24.4% | -36.4% | 68.9% |
| <b>Valuation</b>               |          |       |        |       |
| P/E                            | 6.8x     | 4.6x  | 7.3x   | 4.3x  |
| P/BV                           | 0.8x     | 0.7x  | 0.6x   | 0.5x  |
| <b>Profitability</b>           |          |       |        |       |
| ROE                            | 13.7%    | 15.5% | 8.9%   | 13.7% |
| Financial margin               | 28.7%    | 22.8% | 36.2%  | 36.2% |
| Net margin                     | 15.7%    | 17.2% | 11.0%  | 16.4% |
| <b>Credit Rating</b>           |          |       |        |       |
| Long Term                      | BB+      |       | HR A+  |       |
| Short Term                     | B        |       | HR 1   |       |
| Outlook                        | Negative |       | Stable |       |

Source: MONEX and Prognosis estimates

- **2020/2019 results**

- In 2020, total consolidated income was 7,980 million pesos (mp), -0.9% compared to the total of 2019. The “forex and payment services” business increased +11.6% annually with an increase in the “National” line of +16.9%.
- In the same year, revenues from the “credit and deposits” business fell -90.3%, affected by a charge related to the creation of provisions. However, income from the “brokerage and trading services” business grew +37.1%.
- Changes in the remaining income items were the following: “derivatives” with a jump of +75% and “trust services” with a slight increase of +1%. While the lines that fell were “leasing” and “others”.
- The operating and net earnings dropped -34.6% and -36.4%, respectively.

- **2021 Forecasts.** We expect growth of +13.5% in total revenue, with an operating margin of 23.5%, resulting in a 2021 EPS of 2.8 pesos, a projected annual growth of +69%.

- **Strategy Monitoring.** The expansion of business lines and income diversification continues to progress satisfactorily, although the charges to the credit division in 2020 make it less visible.

- **Target Price and Marketability.** We apply a low liquidity discount of 45% to the theoretical value of the company. This value results from averaging up peer multiples' value with the “fair value” that results from the Damodaran model.

- **Risks.** Narrow FOREX margins. Low dynamism in the demand for credit. Local and global economic downturn. Low levels of foreign trade. Competition. Regulation. Execution.

## 1. 2020 annual report

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

|                                   | Accumulated data |              |            |
|-----------------------------------|------------------|--------------|------------|
|                                   | 4Q 2020          | 4Q 2019      | YoY Change |
| <b>Total operating revenues</b>   | <b>7,980</b>     | <b>8,049</b> | -0.9%      |
| Management and promotion expenses | 6,728            | 6,134        | +9.7%      |
| <b>Operating income</b>           | <b>1,252</b>     | <b>1,915</b> | -34.6%     |
| <i>Operating margin</i>           | 15.7%            | 23.8%        | -810 bp    |
| <b>Earnings before taxes</b>      | <b>1,252</b>     | <b>1,915</b> | -34.6%     |
| Taxes                             | 376              | 532          | -29.3%     |
| <b>Net profit (loss)</b>          | <b>878</b>       | <b>1,380</b> | -36.4%     |
| <i>Net margin</i>                 | 11.0%            | 17.2%        | -615 bp    |

Source: MONEX

n.m. = not meaningful

### Two particular factors explain the -36% fall in Monex's net income in 2020:

The first factor was a non-recurring charge for 446 million pesos (mp), related to a trade controversy of the UK subsidiary, Monex Europe Ltd. The company explains that it was an agreement between parties, recommended by their legal advisers. The payment avoided prosecuting a lawsuit for operations with derivatives that occurred between 2015 and 2017, which result was uncertain and potentially onerous.

The second factor was the aggressive creation of loan losses reserves. Banco Monex closed 2020 with 911 million pesos in reserves. The bank created around 500 mp (almost 2% of its current loan portfolio!) above the required regulatory reserves (411 mp). That is, they decided to create surplus reserves or additional reserves to what is required by the regulator (CNBV). The company explains that these reserves are prudential, although it clarifies that they do not believe that their current loan portfolio has a greater risk than that of the national banking industry.

### Is surplus reserve creation "excessive"?

As a result of the creation of surplus reserves – the preventive estimate of credit risks at closing 2020 is more than the double of 2019- Monex SAB's balance sheet looks extraordinarily strong.

The coverage of its provisions as a proportion of its past due portfolio, rose to +197%, compared to 82% in 2019. Also, a purge of its non-performing loan portfolio helped its delinquency rate to improve to 1.96 from 2.2. Finally, the ratio of provisions as a proportion of the performing loan portfolio rose to 3.9%, from 1.8%, significantly higher than the same indicator for the commercial banking industry in Mexico.

Although it is impossible to predict the behavior of the portfolio in 2021, we believe that the environment will be of some recovery of the economy. Prognosis estimates that Mexico's GDP will grow between 3% and 5%, this year, which could help many debtors to be able to meet their obligations better than in 2020.

For this reason, it is likely that the surplus reserves created by Monex's management turn to be "excessive".

Given that the issuer's commitment to the regulator is to maintain provisions until 3Q21, a scenario of provisions being released in Q4, has some probability of occurrence. Despite this, we are not including this scenario in our earnings estimates for 2021.

Here is the summary of the year: In 2020, **total operating revenues** reached 7,980 million pesos (mp), a drop of -0.9% y/y. The main line of business was "**forex and payment services**" which grew +11.6% in 2020 compared to 2019, representing 74.4% of Monex's total revenues. Within this item, the "national" business represented 43.6% of revenues, with a strong advance of +16.9% y/y, while "international" business registered a growth of +4.8% y/y representing 30.8% of total revenues.

On the other hand, the "**credit and deposits**" business line closed the year with a drop of -90.3% y/y, due to the charge referred above, while, "**brokerage and trading**", "**trust services**" and "**derivatives**" grew +37.2%, +1.0% and +75.9%, respectively. Finally, "**leasing**", a recent business creation, reported a loss of 23 mp.

Turning to financial information, SG&A expenses increased +9.7% y/y, adding 6,728 mp in 2020, affected by the depreciation of the peso against the dollar.

Finally, operating profit was of 1,252 mp, 34.6% lower than the one reported in 2019, while net income was of 878 mp (EPS of 1.6 ps.), 36.4% lower than in the accumulated Jan- Dec 2019.

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

|                               | 4Q 2020        | %             | 4Q 2019        | %             | YoY Change    |
|-------------------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| Existing financial resources  | 14,579         | 9.6%          | 18,536         | 16.5%         | -21.4%        |
| Investments                   | 69,746         | 45.9%         | 38,712         | 34.5%         | +80.2%        |
| Loan portfolio (net)          | 24,256         | 16.0%         | 23,412         | 20.9%         | +3.6%         |
| Accounts receivable           | 28,160         | 18.5%         | 15,701         | 14.0%         | +79.4%        |
| Property, plant and equipment | 745            | 0.5%          | 784            | 0.7%          | -4.9%         |
| Permanent investments         | 134            | 0.1%          | 135            | 0.1%          | -0.3%         |
| Other assets                  | 3,330          | 2.2%          | 3,089          | 2.8%          | +7.8%         |
| <b>Total Assets</b>           | <b>151,984</b> | <b>100.0%</b> | <b>112,108</b> | <b>100.0%</b> | <b>+35.6%</b> |
| Traditional deposits          | 45,855         | 30.2%         | 48,578         | 43.3%         | -5.6%         |
| Bank loans                    | 556            | 0.4%          | 1,426          | 1.3%          | -61.0%        |
| Collaterals sold              | 3,590          | 2.4%          | 4,239          | 3.8%          | -15.3%        |
| Derivatives                   | 5,902          | 3.9%          | 3,519          | 3.1%          | +67.7%        |
| Other liabilities             | 33,891         | 22.3%         | 26,453         | 23.6%         | +28.1%        |
| <b>Total Liabilities</b>      | <b>141,163</b> | <b>92.9%</b>  | <b>102,284</b> | <b>91.2%</b>  | <b>+38.0%</b> |
| Contributed capital           | 2,818          | 1.9%          | 2,818          | 2.5%          | +0.0%         |
| Gained capital                | 7,966          | 5.2%          | 6,973          | 6.2%          | +14.2%        |
| <b>Stockholder's Equity</b>   | <b>10,820</b>  | <b>7.1%</b>   | <b>9,824</b>   | <b>8.8%</b>   | <b>+10.1%</b> |
| Total Liabilities + Equity    | 151,984        | 100.0%        | 112,108        | 100.0%        | +35.6%        |

Source: Prognosis based on MONEX

Regarding the financial situation, in 2020 the stockholders' equity increased +10.1% to 10,820 mp. Which resulted in annual increases of +35.6% in assets and +38% in liabilities.

## 2. 4Q20 report vs 4Q19

The total income of Monex operation totaled 1,351 million pesos (mp) in 4Q20, -0.9% compared to 4Q19. However, administration and promotion expenses increased by +3.15% y/y. This resulted in a strong decrease of -169% in the operating income, reaching -349 mp. The net result was of -250 mp, 174% lower than 4Q19.

The “forex and payment services” business had a strong increase of +11.6% y / y. The national part accounted for 44% of total revenues and increased +21.2% y/y reaching 926 mp in 2020 (vs. 764 mp in 2019). In contrast, international subsidiaries, 31% of revenues, fell -21.6% to 476 mp.

The line of “credit and deposits” dropped considerably -277.5% y/y, closing the quarter with -378 mp. On the other hand, the net credit portfolio increased +3.6% y/y, while non-performing loan portfolio decreased -6.8% (vs. + 2% in 4Q19), to 494 mp.

As for the “brokerage and trading” services, in 4Q20 rose +12% compared to 4Q19. Revenues from the “trust services” division slightly decreased -2.5% y/y. Meanwhile, income from “derivatives” rose +16.2% y/y. Finally, the “leasing” line closed the year with -33mp, which contrasts with the 5 mp in 4Q19, and the “others” line decreased from 212 mp registered in 4Q19 to -22 mp in the same period of 2020.

## 3. Relevant events

**Rating ratification of Monex, S.A.B. and subsidiaries by Fitch Ratings.** “On October 22, Fitch Ratings ratified the national long-term counterparty risk rating of Monex, S.A.B. at ‘A+(mex)’, while the short-term rating was ratified at ‘F1 (mex)’. The outlook for the long-term rating is Negative. On the same date, Fitch affirmed the national long-term and short-term counterparty risk ratings of Banco Monex and Monex Casa de Bolsa at ‘AA-(mex)’ and ‘F1+(mex)’, respectively. The long-term ratings outlook is Negative. The rating of the MONEX 19 issue was confirmed as ‘A+(mex)’.

**Rating ratification of Monex, S.A.B. and subsidiaries by HR Ratings.** “On October 27, Fitch Ratings ratified the national long-term counterparty risk rating of Monex, S.A.B. at ‘HR A+’, while the short-term rating was ratified at ‘HR1’. The outlook for the long-term rating is Stable. On the same date, HR Ratings affirmed the national long-term and short-term counterparty risk ratings of Banco Monex and Monex Casa de Bolsa at ‘HR AA-’ and ‘HR1’, respectively. The long-term ratings outlook is Negative. The rating of the MONEX 19 issue was confirmed as ‘HR A+’.

**Creation of the Cosustenta Committee.** “Monex created the Committee for the Analysis of Risks and Sustainable Opportunities (Cosustenta), which aims to analyze the trends and standards in matters of environmental, social, and corporate governance risks (ESG) on the international and national level. Additionally, Cosustenta aims to develop Monex’s internal capacity to identify and manage ESG risks in the loan portfolio and investments in securities, as well as defining a strategy for the management of this type of risks to identify at the appropriate time the possible impacts and to model possible economic losses and business opportunities ”.

**Monex joins the UNEP-FI.** “With the vision of seeking the greatest contribution for caring the environment and greater contribution to society, Grupo Financiero Monex became a signatory of the United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEP-FI), which aims to create the most effective network for sharing knowledge and best practices on the role of the financial sector for sustainable development ”.

## 4. 2021 forecasts

For this year, we expect Monex's total revenues to grow +13.2%, reaching 9,034 million pesos (mp). This increase reflects a slight recovery of the credit business, which in 2020 was affected by the aforementioned charge carried to income. For 2021 we expect that the demand for credit will continue to be low, given the still high sanitary uncertainty and the next June election in Mexico.

Our core assumptions are: 1) Less volatility in financial markets compared to 2020 but a rebound in commercial and economic activity. In "forex and payments services" we anticipate an average growth of +5.5%. 2) a normalization of the credit and deposits business. 3) an advance in the "brokerage and trading services" of +6%. 4) a strong pace of +15% in the "derivatives" business, an increase of +6% in "trust services". Finally, 5) a zero contribution from the "others" line, where gains and losses of market positions are computed.

Here is our income growth model for each business line.

**2021 Income Model**

| (MXN million)                   | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021f        | 18/17       | 19/18        | 20/19        | 21/20f       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Total operating revenues</b> | <b>6,701</b> | <b>7,086</b> | <b>8,049</b> | <b>7,980</b> | <b>9,034</b> | <b>5.7%</b> | <b>13.6%</b> | <b>-0.9%</b> | <b>13.2%</b> |
| Forex and Payment Services      | 4,575        | 4,874        | 5,324        | 5,941        | 6,271        | 6.5%        | 9.2%         | 11.6%        | 5.5%         |
| National                        | 2,649        | 2,875        | 2,978        | 3,482        | 3,646        | 8.5%        | 3.6%         | 16.9%        | 4.7%         |
| International                   | 1,926        | 1,999        | 2,346        | 2,459        | 2,624        | 3.8%        | 17.4%        | 4.8%         | 6.7%         |
| Credit and Deposits             | 786          | 571          | 913          | 89           | 600          | -27.4%      | 59.9%        | -90.3%       | 574.4%       |
| Brokerage and Trading Services  | 485          | 447          | 537          | 736          | 780          | -7.8%       | 20.1%        | 37.1%        | 6.0%         |
| Derivatives                     | 450          | 584          | 490          | 862          | 991          | 29.8%       | -16.1%       | 75.9%        | 15.0%        |
| Trust Services                  | 232          | 269          | 303          | 306          | 324          | 15.9%       | 12.6%        | 1.0%         | 6.0%         |
| Leasing                         | 0            | 38           | 57           | -19          | 68           | n.m.        | 50.0%        | -133.3%      | n.m.         |
| Others                          | 173          | 303          | 425          | 68           | 0            | 75.1%       | 40.3%        | -84.0%       | n.m.         |

Source: MONEX and Prognosis estimates

n.m.: not meaningful

We anticipate that Monex's operating margin will normalize in 2021 to 23.5%, from 15.7% affected by the 2020 revenue reduction.

Our 2021 net profit forecast is of 1,483 mp or 2.8 pesos per share. And a net margin of 16.4%.

## 5. Valuation

We valued Monex B with two methods: peer valuation and the implicit "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 **4.3X** trailing 12-month-EPS of 2.8 ps and **0.4X** 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 8.8X the expected earnings of 2021, which **leads us to a target price of 24.65 pesos**. Using a multiple of 1.0X book value we would arrive at a price of 22.9. Thus, the value according to relatively normalized multiples is 23.8 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<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 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 2021 book value per share (BVS) that we forecasted is 22.9 pesos. Thus, **the theoretical or "fair" value for MONEX B is 30.23 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 26.60 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 0.64X the book value that Prognosis estimated. This multiple is similar to that inferred by the current price of Monex B divided by its book value as of 4Q20.

## Summary of the Income Statement (MXN million)

|  | 2017         | 2018         | 2019         | 2020         | 2021f        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Total operating revenues</b>                | <b>6,701</b> | <b>7,086</b> | <b>8,049</b> | <b>7,980</b> | <b>9,034</b> |
| Administrative, sales and general expenses     | 5,183        | 5,552        | 6,134        | 6,728        | 6,912        |
| <b>Operating income</b>                        | <b>1,518</b> | <b>1,534</b> | <b>1,915</b> | <b>1,252</b> | <b>2,123</b> |
| <i>Operating margin</i>                        | 22.7%        | 21.7%        | 23.8%        | 15.7%        | 23.5%        |
| <b>Earnings before income taxes</b>            | <b>1,518</b> | <b>1,534</b> | <b>1,915</b> | <b>1,252</b> | <b>2,124</b> |
| Taxes  | 416          | 411          | 532          | 376          | 637          |
| <b>Earnings before discontinued operations</b> | <b>1,102</b> | <b>1,123</b> | <b>1,383</b> | <b>876</b>   | <b>1,487</b> |
| <b>Net income</b>                              | <b>1,102</b> | <b>1,116</b> | <b>1,380</b> | <b>878</b>   | <b>1,483</b> |
| <i>Net margin</i>                              | 16.4%        | 15.7%        | 17.2%        | 11.0%        | 16.4%        |
| <i>Growth of total operating revenues, %</i>   | 4.7%         | 5.7%         | 13.6%        | -0.9%        | 13.2%        |
| <i>Growth of operating income, %</i>           | 9.2%         | 1.1%         | 24.8%        | -34.6%       | 69.5%        |
| <i>Growth of net income, %</i>                 | 2.9%         | 1.2%         | 23.7%        | -36.4%       | 68.9%        |

## Other Indicators

|                               | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021f |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE, %                        | 15.1% | 13.7% | 15.5% | 8.9%  | 13.7% |
| ROA, %                        | 1.4%  | 1.1%  | 1.4%  | 0.8%  | 1.0%  |
| Financial margin, %           | 34.2% | 28.7% | 22.8% | 36.2% | 36.2% |
| Shares outstanding (millions) | 536.0 | 536.0 | 532.9 | 532.7 | 532.7 |
| EPS                           | 2.1   | 2.1   | 2.6   | 1.6   | 2.8   |
| Book value per share          | 15.2  | 16.6  | 18.4  | 20.3  | 22.9  |
| P/E                           | 9.6   | 6.8   | 4.6   | 7.3   | 4.3   |
| P/BV                          | 1.3   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.5   |

## Summary of the Balance Sheet (MXN million)

|                               | 2017           | 2018          | 2019           | 2020           | 2021f          |
|-------------------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Assets</b>                 | <b>102,773</b> | <b>98,944</b> | <b>112,108</b> | <b>151,984</b> | <b>150,471</b> |
| Loan portfolio (net)          | 20,228         | 23,504        | 23,412         | 24,256         | 26,426         |
| Performing loan portfolio     | 20,385         | 23,410        | 23,315         | 24,735         | 26,714         |
| Non-performing loan portfolio | 200            | 521           | 530            | 494            | 592            |
| <b>Liabilities</b>            | <b>94,624</b>  | <b>90,042</b> | <b>102,284</b> | <b>141,163</b> | <b>138,289</b> |
| <b>Stockholder's Equity</b>   | <b>8,148</b>   | <b>8,902</b>  | <b>9,824</b>   | <b>10,820</b>  | <b>12,181</b>  |

Source: Prognosis, MONEX and BMV

Current price: MXN 12.0

Theoretical value: MXN 26.60. Liquidity discount: 45%

12-month target price: MXN 14.6 / high risk

February 26, 2021



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)

Daniela Márquez

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

Rubi Grajales

[rigrajales@prognosismex.com](mailto:rigrajales@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.