

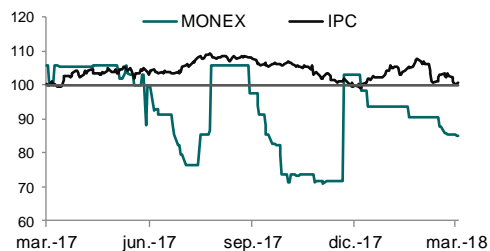
Buen avance de la estrategia de diversificación, apuntalada por los negocios de crédito y captación, y de derivados

- En 2017/2016 los ingresos totales, resultado operativo y neto crecieron +5%, +9% y +3%, a pesar de una difícil base de comparación.
- El negocio de crédito y captación representa ya el 12% de los ingresos totales, mayor que ~ 6% que promedió en 2013-14. El negocio de derivados, de gran dinamismo, representa el 7% de los ingresos, por lo que la compañía lo reporta, a partir del 4T17, como una fuente independiente de recursos, separada del negocio de divisas México.
- La administración pretende mejorar la visibilidad de su acción gradualmente. A nuestro juicio, una transacción privada, aditiva de valor, podría ser una primera fase.
- Introducimos precio objetivo para 2018 en 17.90 pesos, equivalente a 1.05X el valor en libros estimado para el 2018. Este objetivo incluye un descuento, por la iliquidez de la acción, del 40% de su valor teórico.

Datos Clave

Clave Pizarra	MONEXB
Bolsa de Valores	BMV
Precio Objetivo 12 Meses	MXN 17.90
Último Precio	MXN 14.48
Rendimiento Potencial	23.6%
Rendimiento 12 Meses de Dividendo	4.1%
Rendimiento 12 Meses de MONEX	-19.6%
UDM Rango de Precios (MXN)	(18.00 - 12.05)
Acciones en Circulación (millones)	536
Bursatilidad	Baja
Val. Capitalización (USD millones)	USD 413.34
P/U (12 meses)	7.0
P/VL	1.0
Página Oficial	www.monex.com.mx

Rendimiento 12 meses vs IPC



• Resultado 2017/2016.

- En 2016, la alta volatilidad en el tipo de cambio por el *Brexit* y el proceso electoral de EUA, ayudaron a que el negocio de Divisas saltara +24.5% y los ingresos totales alcanzaran un récord. Por ello, consideramos los avances en ingresos y utilidades del 2017 como positivos.
- En 2017, los ingresos del negocio de crédito aumentaron +50.3%, a pesar de un incremento en la cartera de crédito neta de sólo +12.5%.
- Los ingresos del negocio bursátil crecieron sólo +2%, y los del negocio de divisas sólo +1.1%, por la base de comparación mencionada.
- El resultado operativo creció +9.2%, y el neto casi +3.0%, en línea con nuestras expectativas.

- **Estimaciones 2018.** Prevemos un crecimiento de ingresos totales del +11.6%, con un margen operativo del 24%, lo que redunda en una UPA para el 2018 de 2.5 pesos, un crecimiento anual proyectado de +20.7%. El importante avance de las utilidades se apoyaría en (1) buenos márgenes de intermediación en divisas, por alta volatilidad derivada de la incertidumbre electoral y del TLCAN y (2) la mejoría esperada en el índice de eficiencia.

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

- **Precio Objetivo y Bursatilidad.** Aplicamos un descuento del 40% por el riesgo de baja liquidez de las acciones al valor teórico de la emisora. Este valor resulta de promediar una valuación por múltiplos comparativos con el "valor justo", resultado del modelo de Damodaran.

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

	2015	2016	2017	2018e
Estimados (MXN millones)				
Ingreso total de la operación	4,967	6,398	6,701	7,478
Var. %		28.8%	4.7%	11.6%
Utilidad operativa	941	1,390	1,518	1,795
Var. %		47.7%	9.2%	18.2%
Resultado neto	625	1,071	1,102	1,330
Var. %		71.4%	2.9%	20.7%
UPA	1.2	2.0	2.1	2.5
Var. %		71.4%	2.9%	20.7%
Valuación				
P/U	8.8x	5.0x	9.6x	5.8x
P/VL	0.9x	0.7x	1.3x	0.9x
Rentabilidad				
ROE	9.9%	14.7%	13.5%	14.6%
Margen financiero	38.6%	33.8%	34.2%	32.7%
Margen neto	12.6%	16.7%	16.4%	17.8%
Calificación Crediticia				
	Fitch Ratings	Standard & Poor's		
Largo Plazo	A(mex)	mxA		
Corto Plazo	F1	mxA-2		
Perspectiva	Estable	Estable		

Fuente: MONEX y pronósticos de Prognosis

NA: no aplica

1. Reporte anual del 2017

Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)

	Cifras acumuladas		
	4T 2017	4T 2016	Variación anual
Ingreso total de la operación	6.701	6.398	+4.7%
Gastos de administración y promoción	5.183	5.008	+3.5%
Utilidad operativa	1.518	1.390	+9.2%
<i>Margen operativo</i>	22,65%	21,73%	+92 pb
Resultado antes de impuestos a la utilidad	1.518	1.390	+9.2%
Impuestos ISR	416	319	+30.4%
Resultado antes de operaciones discontinuadas	1.102	1.071	+2.9%
Resultado neto	1.102	1.071	+2.9%
<i>Margen neto</i>	16,45%	16,74%	-30 pb

Fuente: Prognosis con base en MONEX

N.A. = no aplica

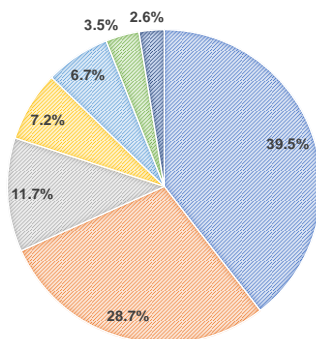
En 2017 el ingreso total de la operación sumó 6,701 millones de pesos (mdp) y creció a un ritmo de +4.7% a/a. dada la alta base de comparación. La principal línea de negocio fue “divisas y pagos internacionales” y se incrementó +1.1% en 2017 respecto a 2016, representando el 68.3% de los ingresos totales de Monex. A su vez, esta línea de negocio se divide en “Nacional”, la cual creció +2.0% a/a y representa el +39.5% de los ingresos, e “Internacional”, que registró un retroceso de -0.2% a/a y tiene un peso de 28.7% en los ingresos. Por su parte, el negocio de “crédito y captación” saltó +50.3% a/a en 2017 y “servicios fiduciarios” +22.8% a/a resultados muy positivos. El rubro de “intermediación bursátil” creció +2.1%, alcanzando un monto de 232 mdp. Finalmente, la línea que se introdujo en este reporte del 4T17, “derivados”, creció +0.9%.

Por su parte, los gastos de ventas de administración y promoción subieron +3.5%. Este incremento fue menor que el avance del ingreso total de la operación.

Finalmente, la utilidad operativa fue de 1,518 mdp, +9.2% superior al del 2016 mientras que la utilidad neta fue de 1,102 mdp (UPA de 2.06 ps.), +2.9% superior a la utilidad de 2016.

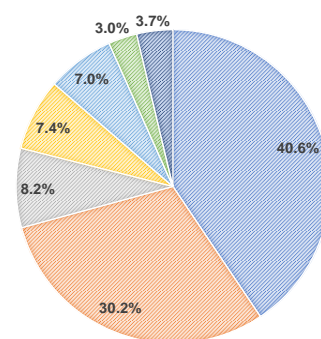
Distribución de ingresos de Monex, 2017

■ Divisas y Pagos (Nacional)
 ■ Divisas y Pagos (Internacional)
 ■ Crédito y Captación
■ Intermediación Bursátil
 ■ Derivados
 ■ Servicios Fiduciarios
■ Otros



Distribución de ingresos de Monex, 2016

■ Divisas y Pagos (Nacional)
 ■ Divisas y Pagos (Internacional)
 ■ Crédito y Captación
■ Intermediación Bursátil
 ■ Derivados
 ■ Servicios Fiduciarios
■ Otros



Fuente: Monex

Resumen del Balance General (cifras en millones de pesos)

	4T 2017	%	4T 2016	%	Variación anual
Disponibilidades	12,323	12.0%	7,120	8.9%	+73.1%
Inversiones en valores	40,701	39.6%	26,751	33.3%	+52.1%
Cartera de crédito (neto)	20,228	19.7%	17,987	22.4%	+12.5%
Cuentas por cobrar	20,691	20.1%	16,142	20.1%	+28.2%
Inmuebles, mobiliario y equipo	109	0.1%	96	0.1%	+13.9%
Inversiones permanentes	42	0.0%	25	0.0%	+69.1%
Otros activos	3,040	3.0%	2,833	3.5%	+7.3%
Suma del Activo	102,773	100.0%	80,294	100.0%	+28.0%
Captación tradicional	38,940	37.9%	26,819	33.4%	+45.2%
Préstamos bancarios	1,085	1.1%	1,422	1.8%	-23.7%
Colaterales vendidos	2,165	2.1%	3,470	4.3%	-37.6%
Derivados	2,506	2.4%	2,684	3.3%	-6.6%
Otras cuentas por pagar	27,751	27.0%	23,392	29.1%	+18.6%
Suma del Pasivo	94,624	92.1%	72,987	90.9%	+29.6%
Capital contribuido	2,818	2.7%	2,818	3.5%	+0.0%
Capital ganado	5,330	5.2%	4,489	5.6%	+18.7%
Suma del Capital	8,148	7.9%	7,307	9.1%	+11.5%
Suma del Pasivo y Capital	102,773	100.0%	80,294	100.0%	+28.0%

Fuente: Prognosis con base en MONEX

N.A. = no aplica

El capital contable en el año aumentó +11.5% a 8,148 mdp o 15.20 ps. por acción.

Monex SAB de C.V (Monex)

Con 32 años de operación exitosa, es líder en el mercado de divisas y pagos en México y controla subsidiarias en el mismo negocio en Europa, EUA y Canadá. Ambas líneas representaron el 69% de sus ingresos en 2017. Monex busca consolidar los negocios de FX, al tiempo que pretende crecer los de crédito, banca privada y derivados, para diversificar sus fuentes de ingreso.

2. Reporte del 4T17

El ingreso total de la operación de Monex alcanzó 1,762 millones de pesos (mdp) en el 4T17, -0.8% respecto a 4T16. No obstante, los gastos de administración y promoción cayeron -5.6% anual, lo que resultó en un incremento de +21.5% en la utilidad de operación, alcanzando 378 mdp.

El rubro de “Divisas y Pagos Internacionales” retrocedió -12.1% anual. La parte local, representó el 66.6% de los ingresos totales y cayó -8.7% anual a 683 mdp. Por su parte, las subsidiarias internacionales, 38.7% de los ingresos, tuvieron una fuerte caída de -16.4% a 491 mdp. Cabe mencionar que las altas bases de comparación sugerían crecimientos moderados en 2017. En nuestro reporte de hace un año escribimos lo siguiente: “Las condiciones de volatilidad cambiaria prevalecientes en 2016 influyeron positivamente sobre los márgenes del negocio cambiario. Pensamos que la volatilidad cambiaria se moderará en 2017, en la medida en que el entorno político y económico se tranquilicen.”

Los ingresos de la división de servicios fiduciarios crecieron +19.2% anual en 4T17. La cartera de crédito neta creció a un ritmo de +12.5%, mientras que los ingresos por crédito y captación crecieron +18.6%. En un contexto de mayores tasas de interés, la cartera vencida aumentó +143.9% a/a en 4T17, a 200 mdp.

Por su parte, el negocio de intermediación bursátil mejoró +11.8% respecto al 4T16, a pesar de que los mercados locales mostraron un dinamismo moderado. La línea de derivados, que anteriormente estaba incluida en la divisas y pagos nacional, cayó -1.9% anual a 104 mdp.

Los gastos de administración y promoción registraron un decremento de -5.6% a/a, alcanzando 1,385 mdp., con lo que el resultado operativo fue de 378 mdp en 4T17, creciendo +21.5% a/a. Finalmente el resultado neto fue de 292 mdp, +3.5% mayor a la cifra del 4T16.

3. Proyecciones para el 2018

Para el presente año esperamos que los ingresos totales de Monex crezcan +11.6%, alcanzando los 7,478 mdp. Nuestros supuestos centrales son: 1) Mayores condiciones de volatilidad en los mercados financieros en 2018 respecto a 2017 (renegociación del TLCAN y proceso electoral en México), favorecerían a las dos líneas de divisas y pagos en donde vemos un crecimiento del +14%. Consideramos también los ingresos de la nueva oficina en Canadá. 2) Un crecimiento del +17% en el negocio de crédito y captación, moderándose respecto al muy fuerte crecimiento del +50% en 2017. 3) Una recuperación del negocio de intermediación bursátil del +20%, con base en las estrategias del nuevo equipo directivo y 4) un crecimiento del +5% del negocio de derivados y de +20% en los servicios fiduciarios. No consideramos contribución de ingreso alguna en el renglón de "otros", en donde se asocian plusvalías y minusvalías de posiciones de mercado.

A continuación, nuestro modelo por línea de negocio.

Modelo de Ingresos 2018

(MXN millones)	2016	2017	2018e	17/16	18/17e
Ingreso total de la operación	6,398	6,701	7,478	4.7%	11.6%
Divisas y Pagos	4,527	4,575	5,225	1.1%	14.2%
Nacional	2,597	2,649	2,914	2.0%	10.0%
Internacional	1,930	1,926	2,311	-0.2%	20.0%
Crédito y Captación	523	786	920	50.3%	17.0%
Intermediación Bursátil	475	485	582	2.1%	20.0%
Derivados	446	450	473	0.9%	5.0%
Servicios Fiduciarios	189	232	278	22.8%	20.0%
Otros	238	173	0	-27.3%	N/A

Fuente: Monex y estimados de Prognosis

Anticipamos que el margen operativo de Monex subirá en 2018 a 24%, desde el 22.7% del 2017. Esto como resultado de un índice de eficiencia estimado en 76%.

Nuestra estimación de utilidad neta para el 2018 es de 1,330 mdp o 2.5 ps. por acción.

4. Valuación

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

Múltiplo P/U. MONEX B (MXN 14.48) actualmente cotiza a 5.8X la UPA a 12 meses de MXN 2.5 ps y a 0.97 el valor en libros al 4T17 y 0.87X nuestra estimación de valor en libros al 4T18. Ambos múltiplos son significativamente inferiores al promedio de comparables que se encuentra en 16.7X y 2.0X, respectivamente.

Seguimos pensando que un múltiplo P/U “normal” para empresas financieras mexicanas es de ~12X. Así el precio objetivo “normalizado” a 12X utilidades del 2017 **nos lleva a un precio objetivo de 30.0 pesos.**

Comparación de múltiplos empresas selectas

	Market Cap. (MXN millones)	P/VL	P/U	ROE	ROA
Promedio sin Monex	75,146	2.0	16.7	13.7	2.9
Monex	9,653	1.0	7.0	13.5	1.1
Value Grupo Financiero	19,024	4.8	25.4	21.1	6.6
Finamex Casa de Bolsa	2,789	1.6	36.9	4.2	0.1
Multiva Grupo Financiero	8,226	1.4	15.0	10.2	0.6
Actinver	7,711	1.5	14.4	9.5	0.7
Banorte Grupo Financiero	313,542	2.2	13.2	16.7	1.8
Inbursa Grupo Financiero	201,716	1.5	10.2	15.9	3.8
Genera	24,597	1.5	8.9	17.8	6.6
Interacciones Grupo Financiero	23,560	1.4	9.4	N/A	N/A

Fuente: Bloomberg y Monex

Valuación por múltiplo justificado o implícito

Usamos la fórmula del conocido modelo de Damodaran.

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

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

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

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

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

El costo de capital lo determinamos de la manera tradicional como la tasa libre de riesgo esperada más el riesgo de mercado ajustado por la beta esperada de la acción. Esto es 6.0% la tasa libre de riesgo (bonos mexicanos a LP), más 5.0% riesgo de mercado, ajustado por una beta esperada de 0.90; de tal manera que el costo de oportunidad del capital es de 10.0%. 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 1.75X mientras que el valor en libros por acción (VLA) que estimamos para el 2018 es de 17.0 pesos. Así, **el valor teórico o “justo” de MONEX B es de 29.75 pesos.**

MONEX

Precio actual: MXN 14.48

Valor teórico: MXN 29.80 Desc. por liquidez: 40%.

Precio objetivo 12 meses: MXN 17.90 / alto riesgo.



Reporte trimestral del 4T17 y vistazo al mediano plazo

lunes, 05 de marzo de 2018

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, llegamos a un **valor teórico de 29.88 ps**, significativamente superior a su precio actual de 14.48 ps. **Creemos que la razón principal de esta diferencia sigue siendo la baja liquidez y visibilidad de MONEX B.**

Con un descuento de 40%, obtenemos un P.O. de 17.90 ps por acción al cierre del 2018, lo que equivale a 1.05X el valor en libros estimado por Prognosis a esa fecha. Esta es una valuación similar a la que el mercado descuenta hoy, si atendemos al precio actual de Monex B.

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

	2015	2016	2017	2018e
Ingreso total de la operación	4.967	6.398	6.701	7.478
Gastos de administración y promoción	4.026	5.008	5.183	5.683
Utilidad operativa	941	1.390	1.518	1.795
<i>Margen operativo</i>	18,9%	21,7%	22,7%	24,0%
Resultado antes de impuestos a la utilidad	949	1.390	1.518	1.795
Impuestos ISR	324	319	416	465
Resultado antes de operaciones discontinuadas	625	1.071	1.102	1.330
Resultado neto	625	1.071	1.102	1.330
<i>Margen neto</i>	12,6%	16,7%	16,4%	17,8%
<i>Crecimiento del ingreso total de la operación, %</i>	N/A	28,8%	4,7%	11,6%
<i>Crecimiento de la utilidad operativa, %</i>	N/A	47,7%	9,2%	18,2%
<i>Crecimiento de la utilidad neta, %</i>	N/A	71,4%	2,9%	20,7%

Otros Rubros e Indicadores

	2015	2016	2017	2018e
ROE, %	9,9%	14,7%	13,5%	14,6%
Margen financiero, %	38,6%	33,8%	34,2%	32,7%
Número de acciones en circulación (millones)	536,2	536,2	536,0	536,0
Utilidad por acción	1,2	2,0	2,1	2,5
Valor en libros	11,8	13,6	15,2	17,0
P/U	8,8	5,0	9,6	5,8
P/VL	0,9	0,7	1,3	0,9

Fuente: Prognosis, MONEX y BMV



Prognosis

Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

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

Carlos Fritsch
cfritsch@prognosismex.com

Mauricio Tavera
mtavera@prognosismex.com

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

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

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

MONEX

Current price: MXN 14.48.
Theoretical value: MXN 29.80. Liquidity discount: 40%.
12-month target price: MXN 17.90 / high risk.



4Q17 quarterly report and medium-term outlook

March 5, 2018

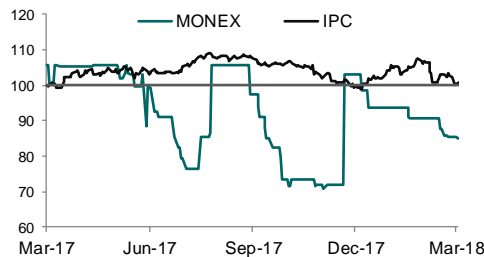
The diversification strategy moves on, supported by the banking and derivatives businesses

- In 2017/2016, total revenues, operating income and net income rose respectively +5%, +9% and +3%, despite a high 2016 base of comparison.
- The credit and deposits (banking) business now represents 12% of total revenues, greater than ~6% that averaged in 2013-14. The highly dynamic derivative business represents 7% of revenues, which is why the company reports it now as an independent income source, apart from the foreign exchange and international payments segment.
- The management seeks to gradually improve the marketability of its shares. In our opinion, a value-adding private transaction, could be a first step.
- We introduce our 2018 target price at 17.90 pesos, equivalent to 1.05X the 2018 estimated book value. This target includes a 40% discount due to the high liquidity risk of the shares.

Key Data

Local Ticker	MONEXB
Exchange	BMV
12 Month T.P. (Estimated Fair Value)	MXN 17.90
Last Price	MXN 14.48
Expected Return	23.6%
LTM Dividend Yield	4.1%
LTM Stock Price Return	-19.6%
LTM Price Range (MXN)	(18.00 - 12.05)
Outstanding Shares (Million)	536
Trading Volume	Low
Market Cap (USD Million)	USD 413.34
P/E (TTM)	7.0
Price/Book Value	1.0
Official Website	www.monex.com.mx

12M Stock Price Return vs IPC



	2015	2016	2017	2018f
Estimates (MXN million)				
Total operating revenues	4,967	6,398	6,701	7,478
YoY%		28.8%	4.7%	11.6%
Operating income	941	1,390	1,518	1,795
YoY%		47.7%	9.2%	18.2%
Net profit (loss)	625	1,071	1,102	1,330
YoY%		71.4%	2.9%	20.7%
EPS	1.2	2.0	2.1	2.5
YoY%		71.4%	2.9%	20.7%
Valuation				
P/E	8.8x	5.0x	9.6x	5.8x
P/BV	0.9x	0.7x	1.3x	0.9x
Profitability				
ROE	9.9%	14.7%	13.5%	14.6%
Financial margin	38.6%	33.8%	34.2%	32.7%
Net margin	12.6%	16.7%	16.4%	17.8%
Credit Rating				
	Fitch Ratings	Standard & Poor's		
Long Term	A(mex)	mxA		
Short Term	F1	mxA-2		
Outlook	Stable	Stable		

Source: MONEX and Prognosis estimates
n.m.: not meaningful

2017/2016 results.

- In 2016, the high volatility in the currency markets due to the Brexit and the US presidential election helped the foreign exchange and international payments business to jump +24.5%, reaching a record high for the company. Therefore, we consider the growth in revenue and profits of 2017 as positive.
- In 2017, revenues from the credit and deposits business surged +50.3%, despite that the net loan portfolio rose only +12.5%.
- Revenues from the brokerage/private banking business increased +2%, while the foreign exchange and international payments business gained +1.1%, as results in 2016 were extraordinary.
- Operating income jumped +9.2% and net income increased almost +3.0%, in line with our expectations.

- **2018 Forecasts.** We expect total revenue to grow +11.6%, with an operating margin of 24%, resulting in an EPS of 2.5 ps in 2018, an annual projected growth of +20.7%. Good net profit growth is predicated on: (1) good margins in the Forex business due to high volatility associated to Mexican elections and NAFTA renegotiation and (2) the continued improvement in the cost index.

- **Strategy.** The company continues to expand its business lines and the diversification of revenues is improving properly.

- **Target Price and Marketability.** We applied a 40% liquidity-risk-discount to the shares' theoretical value. This value results from averaging peer valuation and the "fair value" resulting from the Damodaran model.

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

1. 2017 report

Summary of the Income Statement (MXN millions)

	Accumulated data		
	4Q 2017	4Q 2016	YoY Change
Total operating revenues	6.701	6.398	+4.7%
Management and promotion expenses	5.183	5.008	+3.5%
Operating income	1.518	1.390	+9.2%
Operating margin	22,65%	21,73%	+92 bp
Earnings before taxes	1.518	1.390	+9.2%
Taxes	416	319	+30.4%
Earnings before discontinued operations	1.102	1.071	+2.9%
Net profit (loss)	1.102	1.071	+2.9%
Net margin	16,45%	16,74%	-30 bp

Source: MONEX

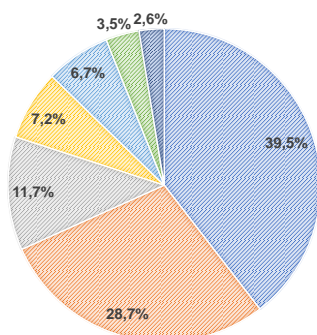
n.m. = not meaningful

In 2017, total operating income amounted 6,701 million pesos (mp), growing +4.7% y/y, a positive showing, given that the 2016 results were very good. The main business line was "foreign exchange and international payments", which increased +1.1% in 2017 vs 2016, representing 69% of Monex's total revenues. At the same time, this business line is divided into "Nacional", which grew +2.0% y/y and represents 39.5% of the revenues, and "International", which fell -0.2% y/y and represents 28.7% of the revenues. On the other hand, the "credit and deposits" business (+50.3% y/y in 2017) and "trust services" (+22.8% y/y) also reported positive figures. The "securities brokerage and trading services" grew +2.1% y/y, reaching 232 mp. Finally, the company reported derivatives as an independent business line, which gained +0.9% y/y.

SG&A rose +3.5%. This increase was lower than that of the total operating income. Finally, the operating result was 1,518 mp, +9.2% higher than 2016 figure, while net income was 1,102 mp (EPS of 2.06 ps, +2.9% higher than 2016 result).

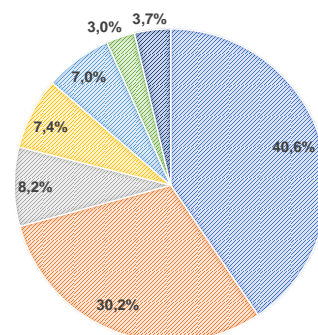
Income distribution, 2017

■ National
 ■ International
 ■ Banking Services
 ■ Brokerage and Trading Services
 ■ Derivatives
 ■ Trust Services
 ■ Others



Income distribution, 2016

■ National
 ■ International
 ■ Banking Services
 ■ Brokerage and Trading Services
 ■ Derivatives
 ■ Trust Services
 ■ Others



Source: Monex

Summary of the Balance Sheet (MXN millions)

	4Q 2017	%	4Q 2016	%	YoY Change
Existing financial resources	12.323	12,0%	7.120	8,9%	+73,07%
Investments	40.701	39,6%	26.751	33,3%	+52,15%
Loan portfolio (net)	20.228	19,7%	17.987	22,4%	+12,46%
Accounts receivable	20.691	20,1%	16.142	20,1%	+28,18%
Property, plant and equipment	109	0,1%	96	0,1%	+13,90%
Permanent investments	42	0,0%	25	0,0%	+69,15%
Other assets	3.040	3,0%	2.833	3,5%	+7,33%
Total Assets	102.773	100,0%	80.294	100,0%	+28,00%
Traditional deposits	38.940	37,9%	26.819	33,4%	+45,20%
Bank loans	1.085	1,1%	1.422	1,8%	-23,70%
Collaterals sold	2.165	2,1%	3.470	4,3%	-37,60%
Derivatives	2.506	2,4%	2.684	3,3%	-6,60%
Other liabilities	27.751	27,0%	23.392	29,1%	+18,63%
Total Liabilities	94.624	92,1%	72.987	90,9%	+29,65%
Contributed capital	2.818	2,7%	2.818	3,5%	+0,00%
Gained capital	5.330	5,2%	4.489	5,6%	+18,74%
Stockholder's Equity	8.148	7,9%	7.307	9,1%	+11,51%
Total Liabilities + Equity	102.773	100,0%	80.294	100,0%	+28,00%

Source: Prognosis based on MONEX

n.m. = not meaningful

The 2017 stockholders' equity increased +11.5% to 8,148 mp or 15.20 pesos per share.

Monex SAB de C.V (Monex)

MONEX is a company with 32 years of experience in the Mexican financial sector. It is the market leader in foreign exchange and international payments in Mexico and operates subsidiaries in Europe, the USA and Canada. Both business lines represented 69% of total revenue in 2017. It seeks to maintain a strong FX business, while growing its trading, banking and derivatives businesses, to achieve revenue diversification.

2. 4Q17 report

Monex's total operating income reached 1,762 million pesos (mp) in 4Q17, down -0.8% vs 4Q16. However, SG&A fell -5.6% y/y, which resulted in an increase of +21.5% in the operating income, that totaled 378 mp.

Foreign exchange and international payments decreased -12.1% y/y. The local segment represented 66.6% of the total revenues and decreased -8.7% y/y to 683 mp. On the other hand, international subsidiaries, 38.7% of the revenues, recorded a sharp drop of -16.4% to 491 mp. It is worth mentioning that the high comparison bases suggested moderate growths in 2017. In our 4Q16 report we wrote the following: "The high volatility in currency markets that prevailed in 2016 had a positive impact on margins of the foreign exchange business. We believe that the volatility will change in 2017, as the political and economic environments calm down. "

Revenues from the trust services division grew +19.2% y/y in 4Q17. The net loan portfolio grew +12.5%, while credit and deposits increased +18.6%. In an environment of higher interest rates, the nonperforming loan portfolio rose +143.9% y/y in 4Q17 to 200 mp.

In addition, the brokerage securities and trading services business improved + 11.8% vs 4Q16, despite the fact that local markets showed a moderate dynamism. The derivatives line, which was previously included in the Foreign exchange and international payments, fell -1.9% y/y to 104 mp.

3. 2018 forecasts

For 2018, we expect Monex's total revenues to grow +11.6%, reaching 7,478 mp. Our main assumptions are: 1) Higher volatility conditions in the financial markets in 2018 vs 2017 (mainly due to the NAFTA renegotiation and the presidential election of Mexico) would benefit the foreign exchange and international payments, which could increase +14%. We also consider the income of the new office in Canada. 2) A growth of +17% in the credit and deposits business, moderating against the very strong growth of +50% in 2017. 3) A +20% recovery in the brokerage securities and trading services business, based on the strategies of the new management team and 4) a growth of +5% in the derivatives business and +20% in the trust services. We do not consider any income contribution of the line of "others", where capital gains and losses of market positions are recorded.

The following table includes our assumptions for each business line.

2018 Income Model

(MXN millions)	2016	2017	2018e	17/16	18/17e
Total operating revenues	6.398	6.701	7.478	4,7%	11,6%
Forex and Payment Services	4.527	4.575	5.225	1,1%	14,2%
National	2.597	2.649	2.914	2,0%	10,0%
International	1.930	1.926	2.311	-0,2%	20,0%
Banking Services	523	786	920	50,3%	17,0%
Brokerage and Trading Services	475	485	582	2,1%	20,0%
Derivatives	446	450	473	0,9%	5,0%
Trust Services	189	232	278	22,8%	20,0%
Others	238	173	0	-27,3%	N/A

Source: MONEX and Prognosis estimates

We anticipate that Monex's operating margin will increase in 2018 to 24%, from 22.7% in 2017. This implies an estimated efficiency rate of 76%.

Our 2018 net profit estimate is 1,330 mp or 2.5 pesos per share.

4. Valuation

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

P/E multiple. MONEX B (MXN 14.48) is currently trading 5.8X the 12-month-EPS of 2.5 ps and 0.87X the forecasted 4Q18 book value. Both multiples are significantly lower than the averages of similar companies (16.7X the EPS and 2.0X the book value).

We believe that a "normal" P/E for Mexican financial companies is ~12X. Thus the "normalized" target price (12X the 2018 EPS) is **30.0 pesos**.

Comparison of selected multiples

	Market Cap. (MXN millones)	P/BV	P/E	ROE	ROA
Average without Monex	75,146	2.0	16.7	13.7	2.9
Monex	9,653	1.0	7.0	13.5	1.1
Value Grupo Financiero	19,024	4.8	25.4	21.1	6.6
Finamex Casa de Bolsa	2,789	1.6	36.9	4.2	0.1
Multiva Grupo Financiero	8,226	1.4	15.0	10.2	0.6
Actinver	7,711	1.5	14.4	9.5	0.7
Banorte Grupo Financiero	313,542	2.2	13.2	16.7	1.8
Inbursa Grupo Financiero	201,716	1.5	10.2	15.9	3.8
Genera	24,597	1.5	8.9	17.8	6.6
Interacciones Grupo Financiero	23,560	1.4	9.4	N/A	N/A

Source: Bloomberg

Implicit or "fair" 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 6.0% risk-free rate (LT Mexican bonds), plus 5.0% market risk, adjusted by an expected beta of 0.90; in such a way that the cost of capital equals 10.0%. Our model produces a sustainable ROE of 13.0% and a perpetual growth of 6.0%. The implicit ratio then comes to 1.75X, while the 2018 book value per share (BVS) that we forecasted is 17.0 pesos. Thus, **the theoretical or "fair" value for MONEX B is 29.75 pesos**.

MONEX

Current price: MXN 14.48.

Theoretical value: MXN 29.80. Liquidity discount: 40%.

12-month target price: MXN 17.90 / high risk.



4Q17 quarterly report and medium-term outlook

March 5, 2018

Combined target price, marketability discount and visibility in the market

If we weigh 50% the values obtained previously, that is the one that resulted from the “fair” ratio valuation and from the comparison of multiples method, we obtain a **combined target price of 29.88 ps**, while the current price is of 14.48 pesos. **We believe that the main reason for this difference is the precarious marketability of MONEX B, which is highly related to its relative small size and lack of visibility.**

Using a 40% liquidity-risk-discount we get a T.P. of 17.90 ps per share for the 2018 y-e., which is equivalent to 1.05X the book value that Prognosis estimates for 2018. This valuation is similar to what the market discounts today, if we look at the current price of Monex B.

Income Statement Summary (MXN millions)

	2015	2016	2017	2018f
Total operating revenues	4.967	6.398	6.701	7.478
Administrative, sales and general expenses	4.026	5.008	5.183	5.683
Operating income	941	1.390	1.518	1.795
<i>Operating margin</i>	18,9%	21,7%	22,7%	24,0%
Earnings before income taxes	949	1.390	1.518	1.795
Taxes	324	319	416	465
Earnings before discontinued operations	625	1.071	1.102	1.330
Net income	625	1.071	1.102	1.330
<i>Net margin</i>	12,6%	16,7%	16,4%	17,8%
<i>Growth of total operating revenues, %</i>	N/A	28,8%	4,7%	11,6%
<i>Growth of operating income, %</i>	N/A	47,7%	9,2%	18,2%
<i>Growth of net income, %</i>	N/A	71,4%	2,9%	20,7%

Other Indicators

	2015	2016	2017	2018f
ROE, %	9,9%	14,7%	13,5%	14,6%
Financial margin, %	38,6%	33,8%	34,2%	32,7%
Shares outstanding (millions)	536,2	536,2	536,0	536,0
EPS	1,2	2,0	2,1	2,5
Book value per share	11,8	13,6	15,2	17,0
P/E	8,8	5,0	9,6	5,8
P/BV	0,9	0,7	1,3	0,9

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

Luis David García Rendón
ldgarcia@prognosismex.com

Rubí Grajales
rgrajales@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, Mauricio Tavera and Luis David García Rendón 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.