

Ciudad de México, 01 de julio 2019

Inicio de cobertura MGR (Miranda Global Research)

Quálitas Controladora, S.A.B. de C.V. (“Quálitas”, “la compañía” o “el grupo”) (BMV: Q*), informa a sus accionistas y al público en general que la empresa Miranda Global Research (MGR) inició la cobertura a partir del 1º de julio del 2019.

MGR es una empresa independiente de análisis bursátil y crediticio cuyos principales ejecutivos cuentan con una experiencia combinada de más de 50 años en los mercados financieros globales.

MGR destacó temas como valuación, tesis de inversión, estimados, análisis de sensibilidad, principales riesgos, comparativo entre competidores, perspectiva actual del mercado, ventajas competitivas y gobierno corporativo, así como la visión de la compañía para el futuro, buscando permanecer como líderes del sector siguiendo el rumbo hacia la rentabilidad.

MGR inicia con una recomendación de MANTENER y un precio objetivo de P\$60.0 por acción, con un rendimiento potencial de 8.9%.

Institución	Analista	E-mail	Precio Objetivo	Recomendación
Miranda Global Research	Martín Lara	martin.lara@miranda-gr.com	60.00 MXN	Mantener

Acerca de Quálitas

Quálitas Controladora (Q) es la compañía con mayor participación de mercado en seguro automotriz en México y cuenta con presencia en El Salvador, Costa Rica, Estados Unidos y Perú. Su modelo de negocios, especializado exclusivamente en seguro de auto, le ha permitido ofrecer un servicio de primera calidad bajo la red de cobertura más grande de México. Quálitas cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores bajo el símbolo “Q” (Bloomberg: Q*:MM)

Contactos Relación con Inversionistas

Santiago Monroy

smonroy@qualitas.com.mx

T: +52 (55) 1555-6056

Andreina Incandela

aincandela@qualitas.com.mx

T: +52 (55) 1555-6104

José Antonio Mundo

jamundo@qualitas.com.mx

T: +52 (55) 1555-6313

www.qualitas.com.mx

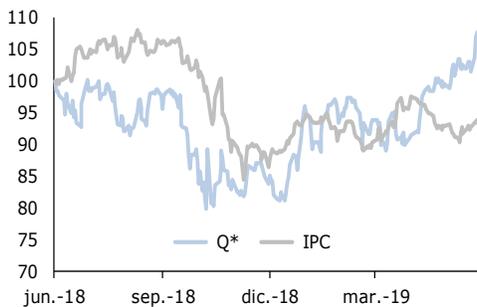
QUÁLITAS CONTROLADORA, S.A.B. DE C.V.: Inicio de Cobertura

La Compañía Aseguradora Líder en el Segmento Automotriz

MANTENER

Precio Objetivo 2019E (P\$)	\$ 60.00
Precio Actual (P\$)	\$ 55.10
Máx / Min (12 M)	\$ 39.75 - 56.21
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 0.00
Rend. Esperado	8.9%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	23,418
Acciones en Circulación	425.0
Acciones Flotantes	43.1%
Imp. Prom. Diario (Mill de P\$)	\$ 21.10

Estamos iniciando cobertura en Quálitas Controladora, S.A.B. de C.V. ("Quálitas") con una recomendación de MANTENER y un precio objetivo de P\$60.0 por acción, con un rendimiento potencial de 8.9%. Nuestra recomendación se debe principalmente a que creemos que el desempeño de Quálitas podría verse afectado durante este año por la desaceleración de las ventas de automóviles nuevos, y por la normalización de la estructura de costos y gastos de la empresa a partir de los siguientes trimestres. Creemos que estos factores compensarán los sólidos fundamentos de Quálitas así como la baja valuación de sus acciones.



TESIS DE INVERSIÓN

Atractivo potencial de crecimiento a partir del 2020. Creemos que el desempeño de las primas emitidas de Quálitas será lento durante el año actual debido a la reducción en las ventas de vehículos nuevos en México. Sin embargo, creemos que las perspectivas para los próximos años son favorables ya que esperamos que sus primas emitidas, resultado de operación y utilidad neta crezcan a una tasa anual promedio del 6.9%, 15.4% y 8.7%, respectivamente, en el periodo 2020-2024, apoyados en un desempeño sólido de las ventas de automóviles nuevos, así como a una mayor participación de mercado de Quálitas.

Posición de liderazgo en el segmento automotriz.

Quálitas es la mayor empresa del sector en México con una participación de mercado del 25.9% al cierre del 1T19, muy por arriba de Chubb con 12.8% y de GNP con 11.8%.

Alta rentabilidad. Quálitas es una de las aseguradoras más rentables del mundo ya que registró

Junio 27, 2019

Martin Lara
Eduardo Miller
 @Mirandapartners

+5255-6413-8563
martin.lara@miranda-gr.com
eduardo.miller@miranda-gr.com

Reporte preparado por Miranda Global Research para Vector Casa de Bolsa, S.A. de C.V.

un ROE del 33.0% durante los últimos doce meses terminados en el 1T19.

Mayor red de distribución en México. Una de las principales ventajas competitivas de Quálitas es su extensa red de distribución que incluye 178 oficinas de servicio, 231 ODQ's, y 13,709 agentes no exclusivos.

Reconocida administración, que ha operado a la empresa desde su fundación en 1994, ha enfrentado varias crisis macroeconómicas importantes y ha generado un crecimiento anual promedio del 14.2%, 15.0%, 41.6% y 21.8% en términos de primas emitidas, primas devengadas, utilidad de operación y utilidad neta, respectivamente, en el periodo 2008-2018.

VALUACIÓN

Múltiplos. Las acciones de Quálitas operan a un P/VL de 2.3 veces y a P/U estimado para el 2019 de 8.7 veces. Estos múltiplos se comparan contra los promedios de 2.1 veces y de 14.4 veces, respectivamente, de sus contrapartes de mercados emergentes, y de 1.2 veces y 10.7 veces, respectivamente, de sus comparables de mercados desarrollados.

Precio objetivo. Establecimos nuestro precio objetivo de P\$60.0 por acción por medio de un modelo Gordon Shapiro que incluye un costo de capital de 11.3% (con una Beta de 0.55 vs. IPC), un ROE de largo plazo de 23% (en la parte alta del rango esperado por la empresa para los próximos años) y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2.5%. Nuestro precio objetivo implica que las acciones de Quálitas operarán a un P/U estimado de 2.3 veces y a un P/VL proyectado de 9.5 veces a finales del año actual, comparado contra los promedios de 2.4 veces y de 9.3 veces, respectivamente, de los últimos 5 años.

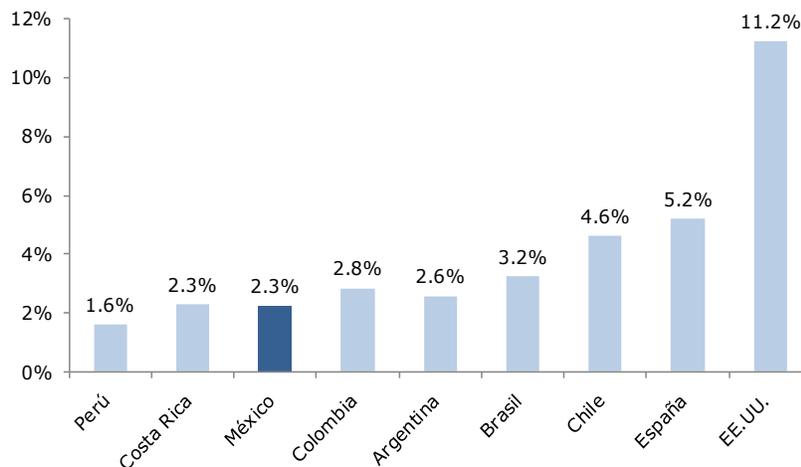
PRINCIPALES RIESGOS

Creemos que los principales riesgos de Quálitas son los siguientes: i) fuerte competencia en el sector de seguros automotrices; ii) volatilidad / desaceleración macroeconómica; iii) cambios regulatorios y/o fiscales adversos; iv) cambios en el equipo administrativo; y/o v) diversificación hacia nuevos segmentos de negocio.

EXCELENTES PERSPECTIVAS DE LA INDUSTRIA MEXICANA DE SEGUROS

Creemos que el mercado mexicano de seguros ofrece importantes oportunidades de crecimiento debido a que las primas totales representaron solamente 2.25% del PIB en 2017, de acuerdo con información de la OCDE. Esta cifra es significativamente menor que la de otros países similares como Brasil (3.2%), Chile (4.6%), Colombia (2.9%), y Argentina (2.6%), y es significativamente menor a la de países desarrollados como los EE.UU. (11.2%) y España (5.2%). En el segmento automotriz mexicano, existen 45.5 millones de vehículos en circulación en el país, de acuerdo con el INEGI, de los cuales estimamos que solamente un 31% se encuentran asegurados.

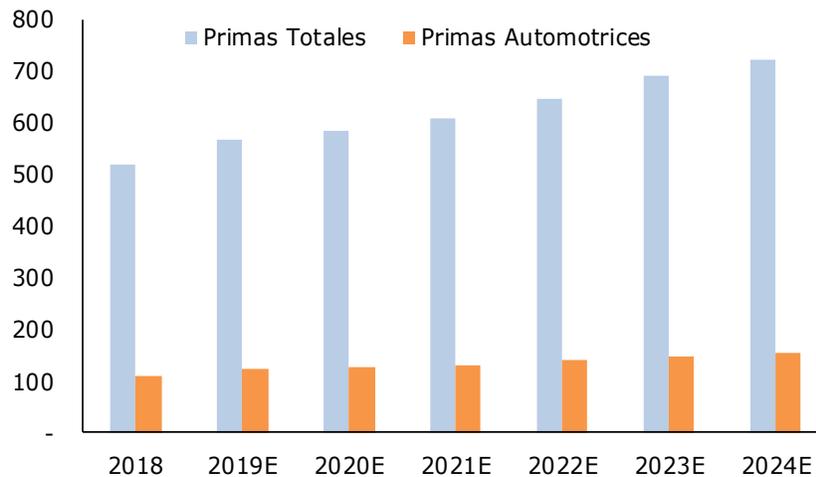
Gráfica 1.- Primas vs. PIB (2017)



Fuente: OCDE

Las primas totales en México fueron de P\$518,829 millones en 2018, lo cual significó un crecimiento anual promedio del 9.8% durante los últimos diez años, de acuerdo con la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros (AMIS). Las primas automotrices ascendieron a P\$109,919 millones en 2018, lo cual se tradujo en un crecimiento anual promedio del 8.8%. De manera conservadora, estimamos que la industria de seguros crecerá a una tasa anual promedio del 5.7% en el periodo 2019-2024 debido a su baja penetración con respecto al PIB. Creemos que la penetración de los seguros automotrices se mantendrá estable en alrededor de 21.5% de las primas totales y que esta industria crecerá a una tasa anual promedio del 5.9% en el periodo mencionado.

Gráfica 2.- Primas Totales y Primas Automotrices en México (Miles de Millones de Pesos)



Fuente: AMIS, Miranda Global Research

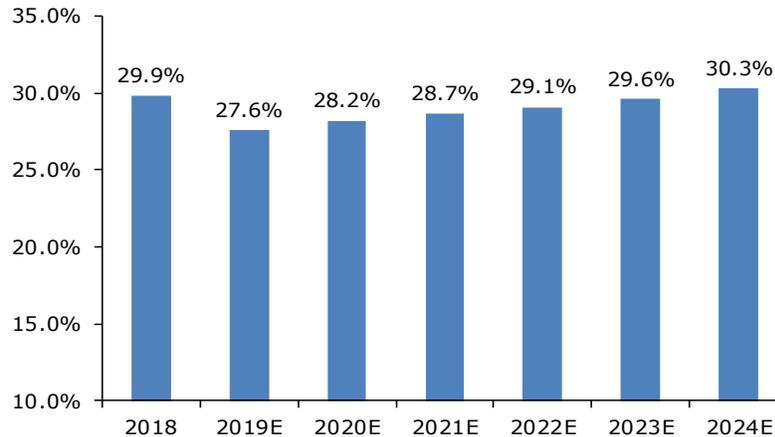
PRINCIPALES VENTAJAS COMPETITIVAS DE QUÁLITAS

Posición de Liderazgo en el Sector Mexicano de Seguros Automotrices, a Pesar de Reciente Pérdida de Mercado

Quálitas es la mayor empresa de seguros automotrices de México ya que cuenta con una participación de mercado del 25.9% al cierre del 1T19. Desde su fundación, la empresa ha ganado participación de mercado prácticamente en casi todos los años en los que ha operado, aprovechando su conocimiento del sector, su amplia red de distribución, su enfoque al cliente y su tecnología de punta. Creemos que esta tendencia se mantendrá en el futuro.

Es importante mencionar que Qualitas ha perdido cierta participación de mercado durante el último trimestre reportado. Creemos que esto se ha dado principalmente por una mayor competencia por parte de las cinco mayores aseguradoras, el retraso en los pagos y los recortes de presupuesto del gobierno federal, y el enfoque de Quálitas en una mayor rentabilidad, lo cual ha hecho que la empresa no participe en contratos poco redituables. Creemos que este indicador se estabilizará durante los próximos trimestres y que comenzará a incrementarse de nueva cuenta hacia finales del año actual. Esperamos que se mantenga al alza durante los próximos años, hasta alcanzar 30.3% en 2024, de acuerdo con nuestros estimados.

Gráfica 3.- Participación de Mercado de Quálitas (2018 – 2024 E)

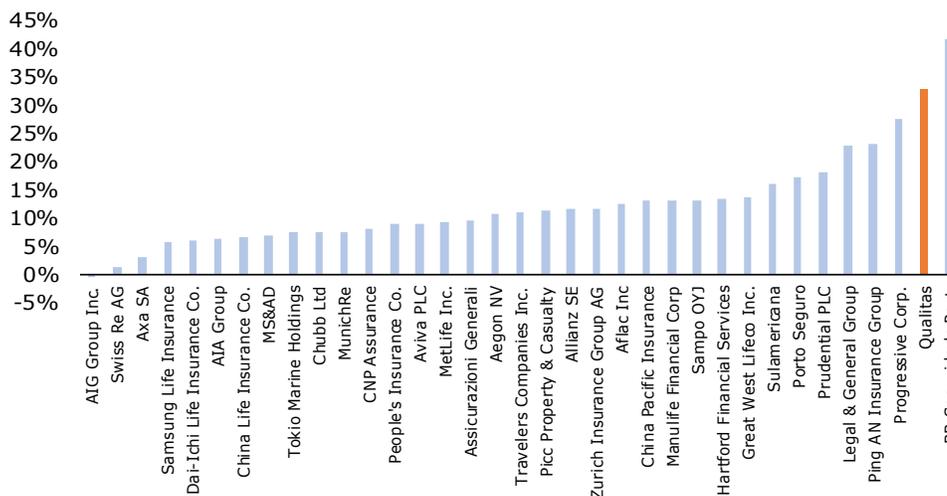


Fuente: AMIS, Miranda Global Research

Alta Rentabilidad

Quálitas es una de las empresas aseguradoras más rentables de mundo con un ROE del 33.0% en los últimos doce meses terminados en el 1T19. Creemos que la alta rentabilidad de la empresa se debe a una serie de factores que incluye su amplio conocimiento del segmento automotriz, su enfoque al cliente, su tecnología de punta, su amplia red de distribución, su integración vertical y su enfoque en continua reducción de costos y gastos. Además de seguir el rumbo hacia la rentabilidad.

Gráfica 4.- ROE de Empresas Internacionales de Seguros (1T19)

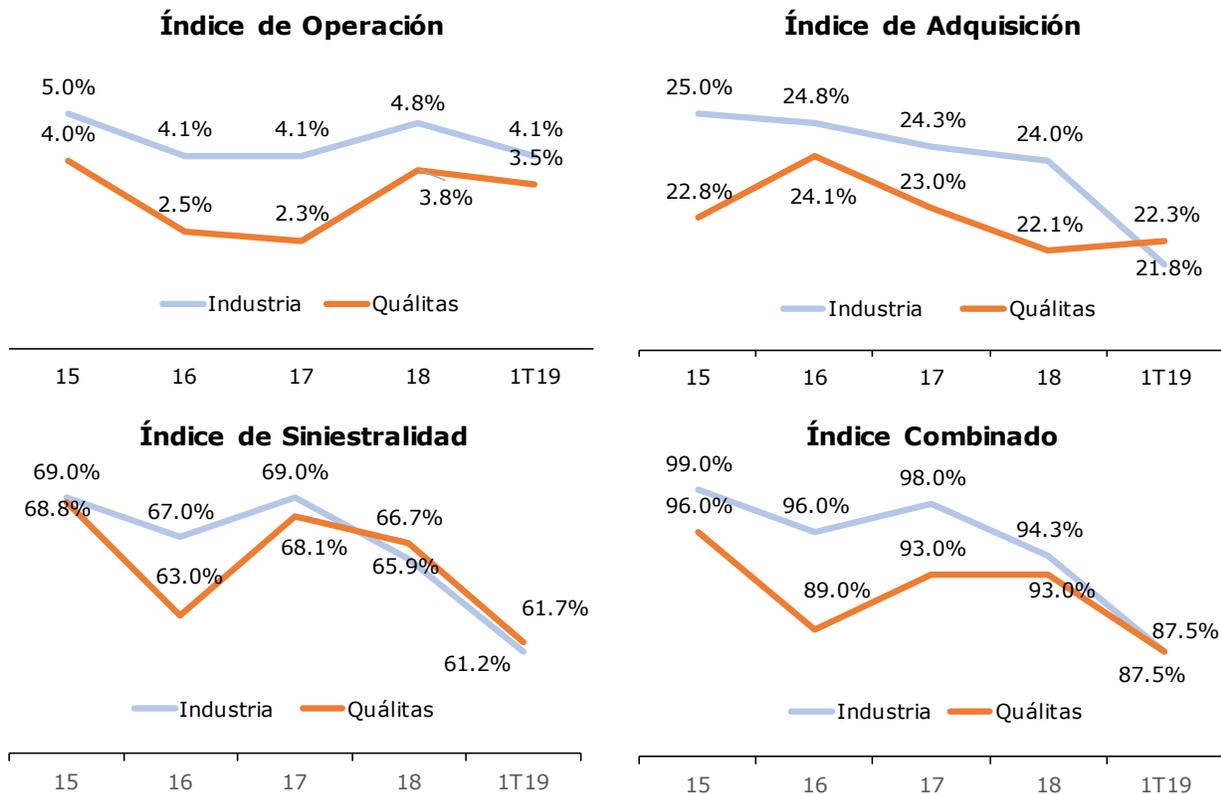


Fuente: Bloomberg

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

Si comparamos a Quálitas contra sus contrapartes mexicanas, podemos observar que su alta rentabilidad se debe a que todos los índices de Quálitas (adquisición, siniestralidad, operativo y combinado en general) históricamente han sido ligeramente menores a los de la industria. También se debe a que Quálitas genera más ingresos financieros como porcentaje del resultado operativo que sus competidores nacionales. La empresa se enfoca en ambos negocios (operativo y financiero) de manera independiente, buscando generar los mayores rendimientos en cada uno de ellos.

Gráfica 5.- Principales Indicadores Operativos de Quálitas y de las Aseguradoras Mexicanas



Fuente: AMIS

La Mayor Red de Distribución de México / Tecnología de Punta

Una de las principales ventajas competitivas de Qualitas es su extensa red de distribución con 178 oficinas de servicio, 231 ODQ's (Oficinas en Desarrollo Quálitas) y 13,709 agentes no exclusivos. Quálitas es una empresa con toma de decisiones descentralizada de acuerdo a las necesidades de cada oficina de servicio.

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

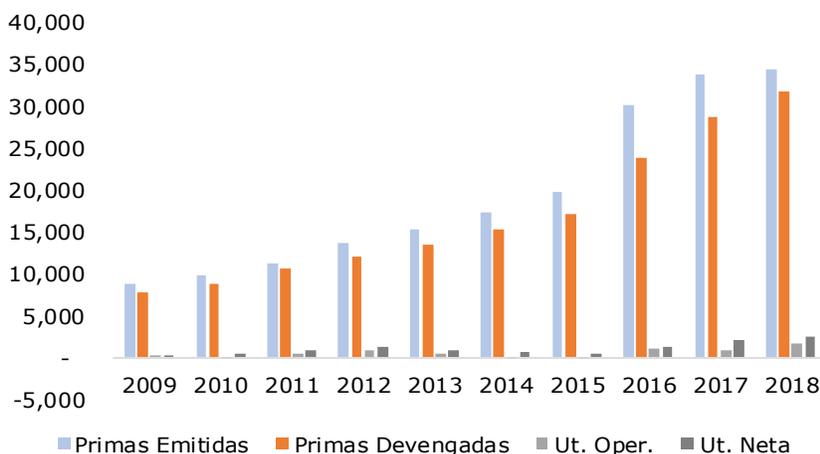
Quálitas también cuenta con tecnología de punta, lo cual le ayuda a estar al tanto de las necesidades del cliente y a generar la mayor rentabilidad posible. La empresa utiliza inteligencia artificial y robots en algunos de sus procesos para optimizar tiempos de respuesta y ser más eficiente operativamente.

Administración con una Reconocida Trayectoria de Creación de Valor

Tenemos una opinión muy favorable acerca de la administración de Quálitas debido a su amplio conocimiento del mercado de seguro automotriz desde la fundación de la empresa en 1994; le ha ayudado a la empresa a ganar participación de mercado en la mayoría de los años en los que ha operado; ha enfrentado varias crisis macroeconómicas de manera satisfactoria; y ha generado un crecimiento anual promedio del 14.2%, 15.0%, 41.6% y 21.8% en términos de primas emitidas, primas devengadas, utilidad de operación y utilidad neta, respectivamente, con una alta rentabilidad, en el periodo 2008-2018.

El Sr. Brockman es miembro de una familia que ha estado en la industria aseguradora por más de cincuenta años. Wilfrido Castillo, a quien conocemos desde hace alrededor de 25 años, ha sido Director General de varias casas de bolsa. El Director General de Quálitas, José Antonio Correa, lleva en ese puesto desde enero de 2018 y anteriormente fue el Director Financiero de la compañía durante 3 años. Ha trabajado en el área de finanzas de importantes empresas multinacionales, como Seguros Monterrey New York Life y P&G, desde 1979. El Director de Finanzas, Bernardo Rissoul comenzó a trabajar en Quálitas desde principios de enero del año actual. Cuenta con 18 años de experiencia en empresas internacionales.

Gráfica 6.- Primas Emitidas, Primas Devengadas, Utilidad de Operación, y Utilidad Neta de Quálitas (2009 – 2018)

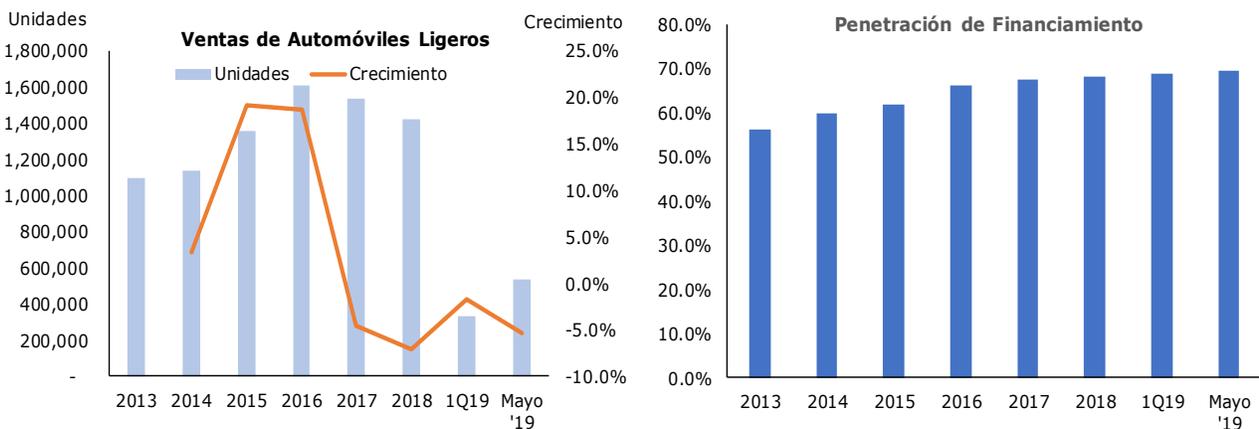


Fuente: Quálitas

FAVORABLE CRECIMIENTO Y ESTRUCTURA DE COSTOS ESTABILIZADA HACIA FINALES DEL AÑO ACTUAL

Estimamos que un 19% de las primas emitidas de Quálitas en México dependen de las ventas de automóviles ligeros nuevos, las cuales han estado disminuyendo desde 2017 por cuestiones macroeconómicas internas y por la volatilidad financiera internacional. Creemos que las ventas de automóviles ligeros caerán este año alrededor del 5%, tomando en cuenta un crecimiento macroeconómico esperado del 1.32% de acuerdo con la última encuesta de expectativas de Banco de México. Esperamos que reboten un 6% en 2020 y que crezcan a una tasa anual compuesta del 7% a partir de ese año, asumiendo que el crecimiento de la economía mexicana mejora durante esos años.

Gráfica 7.- Ventas de Automóviles Ligeros Nuevos en México (2013 – Mayo 2019)

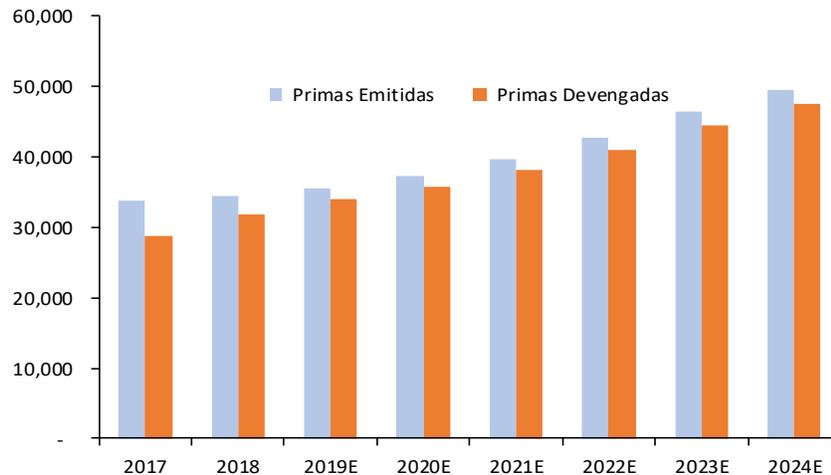


Fuente: AMIA

Para este año, anticipamos que las primas emitidas de Quálitas crecerán un 3% debido principalmente a la debilidad del 1T19, el cual se vio afectado por la desaceleración macroeconómica y la caída en las ventas de autos nuevos. Anticipamos que habrá un crecimiento del 16% en el segmento individual y del 14% en flotillas, el cual se verá parcialmente contrarrestado por las caídas del 16% en el sector financiero, debido a la estrategia de Quálitas de pagar menos comisiones, y del 40% en el segmento de "otros".

Para los siguientes años, estimamos que las primas emitidas crecerán a una tasa anual compuesta del 7% impulsadas por la baja penetración del mercado de seguros como porcentaje del PIB, además de una mayor participación de mercado de Quálitas. Por segmento, proyectamos que las primas emitidas en flotillas crecerán a una tasa anual promedio del 15% y que las del segmento individual subirán a una tasa anual promedio del 11%. También estimamos que las primas emitidas en los segmentos extranjero y otros se incrementarán a una tasa anual compuesta del 8% y del 7%, respectivamente. Por el contrario, creemos que las primas del segmento financiero seguirán disminuyendo a una tasa anual promedio del 14%.

Gráfica 8.- Primas Emitidas y Primas Devengadas de Quálitas (2018 – 2024E, Cifras en Millones de Pesos)



Fuente: BMV, Miranda Global Research

Prevedemos que el índice de adquisición de Quálitas subirá a 22.8% en 2019 (a partir de 21.8% en 2018) debido a mayores gastos administrativos, compensados por menores comisiones pagadas en el segmento de instituciones financieras. Sin embargo, esperamos que este índice baje gradualmente hasta 21.5% en 2024 debido a economías de escala, así como a la continua reducción de comisiones pagadas en el segmento financiero.

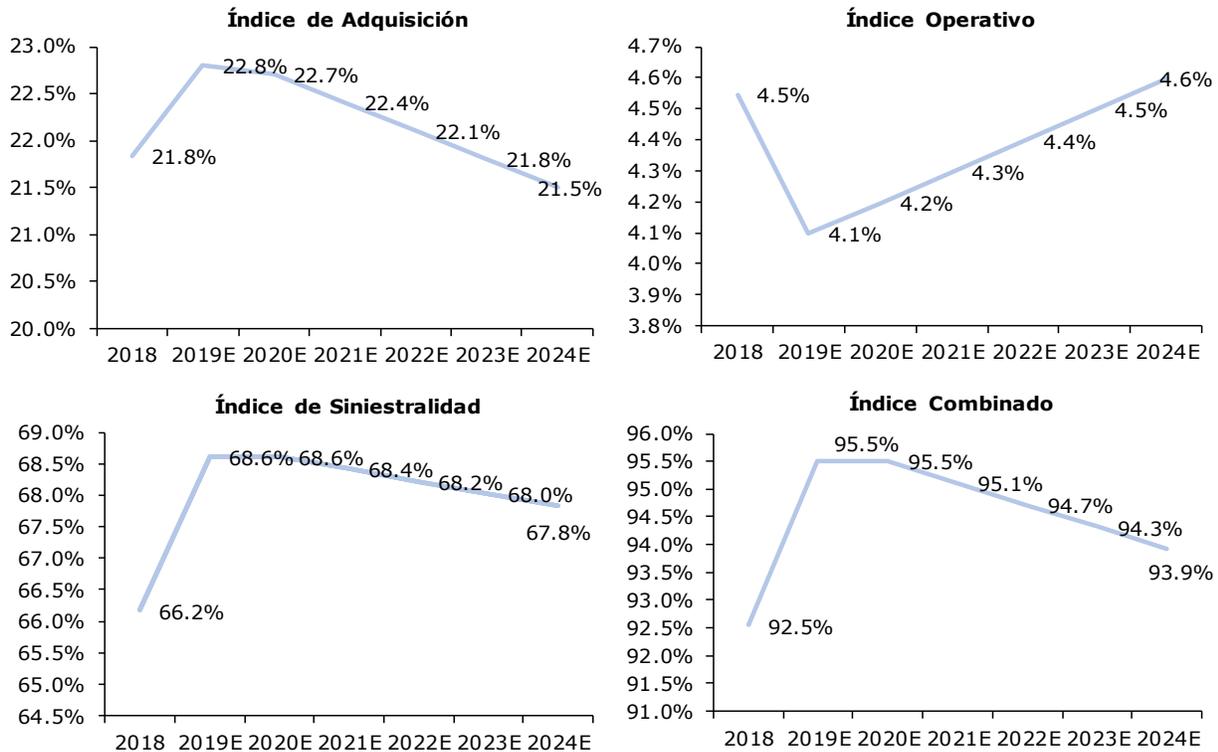
El índice de siniestralidad se situará en 68.6% en 2019 (comparado con 66.2% en 2018). El 1T19 fue un trimestre favorable para la empresa debido a un menor número de reclamaciones y a una reducción en los robos, tanto a nivel nacional, como en el caso de los automóviles asegurados por Quálitas. Además, hubo desabasto de gasolina como resultado del combate contra el robo de este energético por parte del gobierno federal. Sin embargo, estamos tomando una postura conservadora para el resto del año ya que anticipamos cierto rebote en el número de reclamaciones y de robos. Proyectamos que este índice se mantendrá en 68.6% en 2020 y que mejorará gradualmente hasta 67.8% en 2024 debido a economías de escala en la compra de refacciones y a un mayor porcentaje de recuperaciones.

El índice de operación será de 4.1% durante el año actual y subirá gradualmente hasta alcanzar 4.6% en 2024 debido a la apertura de más sucursales y de la contratación de más personal de ventas.

Como resultado, creemos que el índice combinado será de 95.5% (ajustado de 96.5%) en 2019, superior al de 92.5% (ajustado de 94.6%) del año anterior, y que se mantendrá estable en 2020. El índice combinado se reducirá paulatinamente a 93.9% (ajustado de 94.9%) en 2024 gracias a las mencionadas economías de escala.

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

Gráfica 9.- Índices de Quálitas (2018 – 2024E)

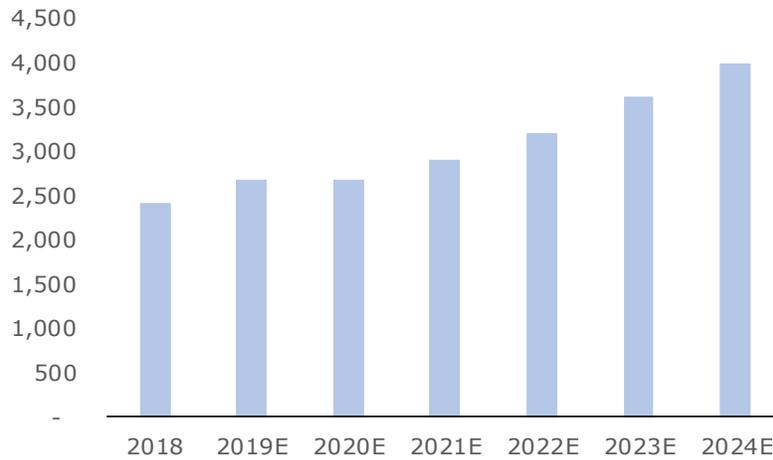


Fuente: AMIS, Miranda Global Research

En términos de ingresos financieros, anticipamos que Quálitas generará un rendimiento prácticamente en línea con la tasa de referencia de Banco de México. Ésta se sitúa en 8.25% en la actualidad, pero esperamos que comience a bajar gradualmente a partir de los siguientes trimestres debido a la desaceleración macroeconómica. Creemos que alcanzará 7.25% hacia finales del 2021 y que se mantendrá en esos niveles durante los próximos años. Es importante mencionar que la estrategia de la empresa es incrementar su exposición a bonos de largo plazo con la finalidad de aprovechar la esperada reducción de tasas de interés.

De esta manera, proyectamos que la utilidad neta después de minoritarios de Quálitas será de P\$2,677 millones en 2019, con un crecimiento del 10%. Se mantendrá prácticamente sin cambios en P\$2,691 millones en 2020 para alcanzar P\$4,006 millones en 2024 debido a la continua mejoría en la estructura de costos y gastos de la empresa.

Gráfica 10.- Utilidad Neta de Quálitas (2018 – 2014E, Cifras en Millones de Pesos)



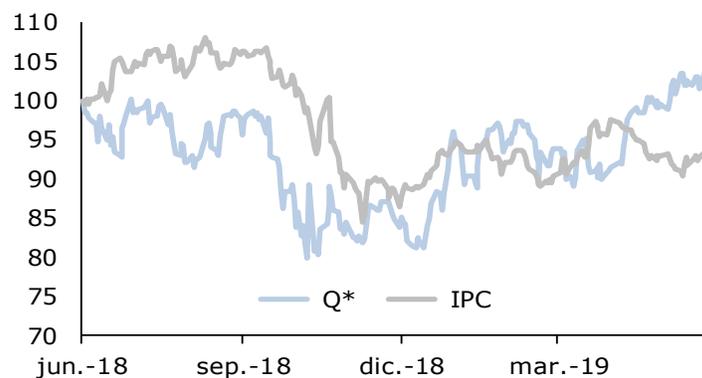
Fuente: BMV, Miranda Global Research

VALUACIÓN

Desempeño vs. IPC

Las acciones de Quálitas ha registrado un desempeño superior al del IPC desde los últimos doce meses. Cabe mencionar que acumulan un rally del 35.7% desde finales del 2018. Sin embargo, esperamos que tengan un desempeño más en línea con el IPC en el mediano plazo debido a las bajas ventas de automóviles nuevos en México.

Gráfica 11.- Desempeño de Q* vs. IPC



Fuente: Bloomberg

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

Valuación vs. Contrapartes Internacionales

Las acciones de Quálitas operan a un P/VL de 2.3 veces y a P/U estimado para el 2019 de 8.7 veces. Estos múltiplos se comparan contra los promedios de 2.1 veces y de 14.4 veces, respectivamente, de sus contrapartes de mercados emergentes y de 1.2 veces y 10.7 veces, respectivamente, de sus contrapartes de mercados desarrollados, tal como se puede observar en la siguiente tabla de valuación global.

Tabla 1.- Valuación de Empresas Aseguradoras Internacionales

Empresa	País	Precio	Valor Mdo. (Mill. de	P/U			P / VL	ROE	Ut. Neta TACC 3 años	Rend Div.
		(USD) 26/06/19		2019E	2020E	2021E				
<i>Mercados Emergentes</i>										
Qualitas	México	\$ 2.88	1,252	8.7x	8.7x	8.0x	2.3	33.0	6%	1.5
China Life Insurance Co.	Hong Kong	\$ 2.42	102,805	18.9x	18.2x	16.8x	2.2	6.7	52%	1.0
Ping AN Insurance Group	Hong Kong	\$ 11.94	225,031	11.7x	10.2x	8.8x	2.3	23.1	16%	2.1
AIA Group	Hong Kong	\$ 10.58	127,885	19.8x	17.3x	15.1x	3.2	6.4	48%	1.4
China Pacific Insurance	China	\$ 5.26	43,978	13.4x	11.7x	10.1x	2.0	13.0	17%	2.8
BB Seguridade Part.	Brasil	\$ 8.44	16,894	17.2x	15.8x	14.5x	9.6	41.7	6%	4.2
People's Insurance Co. Group of China	Hong Kong	\$ 0.39	52,056	21.2x	19.4x	17.6x	1.7	8.9	15%	1.7
Samsung Life Insurance	Corea del Sur	\$ 72.48	14,486	13.1x	12.7x	12.2x	0.5	5.8	(8%)	3.2
Picc Property & Casualty	Hong Kong	\$ 1.04	23,247	8.0x	7.2x	6.6x	1.1	11.3	15%	3.8
Porto Seguro	Brasil	\$ 13.63	4,407	12.7x	11.6x	10.4x	2.2	17.4	6%	1.5
Sulamericana	Brasil	\$ 9.16	3,612	13.8x	12.0x	10.5x	2.2	16.1	11%	0.6
Total / Promedio Mercados Emergentes			615,654	14.4x	12.9x	11.3x	2.1	16.7	21%	2.4
<i>Mercados Desarrollados</i>										
Allianz SE	Alemania	\$ 241.55	102,624	11.4x	10.8x	10.3x	1.4	11.5	4%	4.2
AIG Group Inc.	EE.UU.	\$ 52.26	45,453	10.9x	10.4x	10.0x	0.8	(0.5)	n.a.	2.4
Prudential PLC	Reino Unido	\$ 21.31	55,426	10.6x	9.8x	9.2x	2.5	18.1	14%	2.9
Axa SA	Francia	\$ 26.33	63,891	8.6x	8.0x	7.8x	0.8	3.2	48%	5.8
MetLife Inc.	US	\$ 48.87	46,445	8.8x	8.3x	8.0x	0.9	9.3	4%	3.6
Zurich Insurance Group AG	Suiza	\$ 347.95	52,069	12.7x	11.7x	11.0x	1.6	11.7	8%	5.6
Chubb Ltd	EE.UU.	\$ 147.00	67,307	14.2x	13.1x	12.5x	1.3	7.6	0.1x	2.0
MunichRe	Alemania	\$ 254.18	36,716	12.7x	11.5x	11.0x	1.2	7.6	7%	4.1
Travelers Companies Inc.	EE.UU.	\$ 148.70	38,946	13.3x	12.9x	12.9x	1.7	11.1	6%	2.2
Allstate	EE.UU.	\$ 31.46	13,995	6.2x	5.7x	5.6x	(82.8)	n.a.	21%	1.3
Manulife Financial Corp	Canadá	\$ 18.13	35,710	8.3x	7.8x	7.3x	1.0	13.1	10%	4.2
Swiss Re AG	Suiza	\$ 101.37	34,333	14.5x	12.5x	12.3x	1.2	1.4	82%	5.7
Assicurazioni Generali	Italia	\$ 18.83	29,587	10.2x	9.9x	9.5x	1.0	9.5	5%	5.4
Sampo OYJ	Finlandia	\$ 47.42	26,361	15.1x	14.6x	14.3x	1.8	13.2	(2%)	6.8
Aflac Inc	EE.UU.	\$ 54.24	40,434	12.6x	12.6x	12.1x	1.7	12.4	5%	2.0
Tokio Marine Holdings Holdings	Japón	\$ 49.70	35,312	11.4x	11.3x	11.3x	1.1	7.4	8%	3.5
Great West Lifeco Inc.	Canadá	\$ 22.84	21,213	10.0x	9.4x	8.5x	1.1	13.6	1%	5.5
Legal & General Group	Reino Unido	\$ 3.41	20,316	7.9x	8.8x	8.8x	1.8	22.7	(2%)	6.1
Aviva PLC	Reino Unido	\$ 5.26	20,600	7.9x	7.2x	7.0x	0.9	9.0	12%	7.2
Hartford Financial Services	EE.UU.	\$ 54.88	19,839	10.4x	10.1x	9.8x	1.5	13.5	4%	2.2
Dai-ichi Life Insurance Co.	Japón	\$ 14.69	17,616	8.1x	7.9x	7.5x	0.5	6.0	5%	3.9
Aegon NV	Holanda	\$ 4.89	10,324	6.4x	5.7x	6.0x	0.4	10.8	25%	6.7
MS&AD Insurance Group Holdings	Japón	\$ 31.73	18,840	9.6x	9.4x	9.1x	0.8	6.8	6%	4.4
Progressive Corp.	EE.UU.	\$ 78.59	45,904	14.5x	14.0x	12.6x	4.2	27.5	12%	0.5
CNP Assurance	Francia	\$ 22.57	15,514	9.9x	9.4x	9.2x	0.7	8.1	2%	4.5
Total / Mercados Desarrollados			914,775	10.7x	10.2x	9.7x	1.2	12.5	12%	3.5

Fuente: Bloomberg, Miranda Global Research

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

Modelo Gordon Shapiro / Precio Objetivo

Establecimos nuestro precio objetivo de P\$60.0 por acción por medio de un modelo Gordon Shapiro que incluye un costo de capital de 11.3% (con una Beta de 0.55), un ROE de largo plazo de 23% (en la parte superior del rango que la empresa proyecta para los próximos años) y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2.5% en términos nominales. El rendimiento potencial es de 8.9% contra el precio de mercado actual.

Tabla 2.- Modelo Gordon Shapiro (Cifras en Millones de Pesos)

Capital Contable 2019E	10,929
ROE de Largo Plazo	23.0%
Costo del Capital	11.3%
Tasa Libre de Riesgo	8.0%
Premio por Riesgo de Mercado	6.0%
Beta	0.550
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	2.5%
Valor de Capital	25,501
N° de Acciones	425
Precio Objetivo por Acción	\$ 60.00
Precio Actual	\$ 55.10
Dividendo Esperado	\$ -
Rendimiento Total	8.9%
P/VL Objetivo	2.3x
P/U Objetivo	9.5x

Fuente: Miranda Global Research

Análisis de Sensibilidad

Llevamos a cabo un análisis de sensibilidad de nuestro precio objetivo de Qualitas dependiendo de los diferentes niveles de utilidad neta, capital contable y múltiplos. Creemos que nuestro precio es fácilmente alcanzable ya que implica que las acciones de Qualitas cotizarán a un P/VL de 2.3 veces y a un P/U estimado de 9.5 veces a finales del año actual, los cual se comparan contra los promedios de 2.4 veces y de 9.3 veces, respectivamente, de los últimos cinco años.

Tabla 3.- Análisis de Sensibilidad del Precio Objetivo (P/VL vs. Valor en Libros)

	-10%	-5%	<i>Original</i>	+5%	+10%
Capital Contable	9,864	10,383	10,929	11,476	12,049
P/VL Objetivo					
0.8x	19.34	20.36	21.43	22.50	23.63
1.3x	30.94	32.57	34.29	36.00	37.80
1.8x	42.55	44.79	47.15	49.50	51.98
2.3x	54.15	57.00	60.00	63.00	66.15
2.8x	65.76	69.22	72.86	76.50	80.33
3.3x	77.36	81.43	85.72	90.00	94.51

Fuente: Miranda Global Research

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

Tabla 4.- Análisis de Sensibilidad del Precio Objetivo (P/U Estimado vs. Utilidad Neta Proyectada)

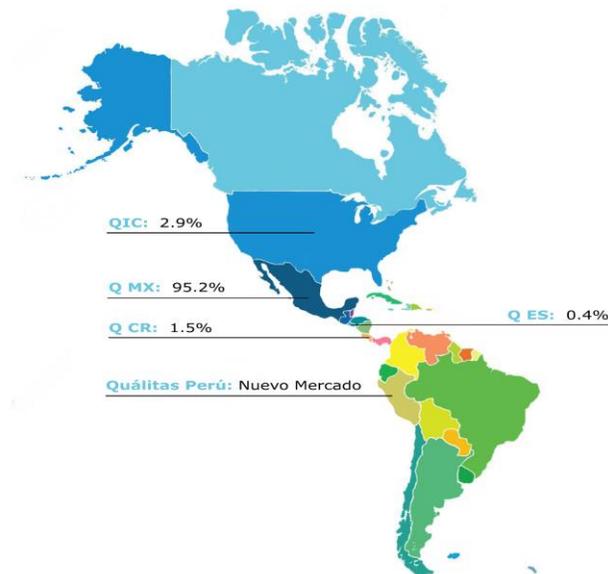
	-10%	-5%	<i>Original</i>	+5%	+10%
Ut. Neta Proyectada	2,429	2,557	2,691	2,826	2,967
P/U Objetivo					
6.5x	37.01	38.96	41.01	43.06	45.21
7.5x	42.72	44.97	47.34	49.71	52.19
8.5x	48.44	50.99	53.67	56.35	59.17
9.5x	54.15	57.00	60.00	63.00	66.15
10.5x	59.87	63.02	66.34	69.65	73.14
11.5x	65.58	69.03	72.67	76.30	80.12

Fuente: Miranda Global Research

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Quálitas Controladora, S.A.B. de C.V., es una empresa controladora mexicana de empresas de seguros y negocios relacionados. Su principal subsidiaria es Quálitas Mexico, la mayor aseguradora en el segmento automotriz del país. Otras subsidiarias que proporcionan servicios de seguros son Quálitas Costa Rica, Quálitas El Salvador, Quálitas Insurance Company y Quálitas Perú. Las subsidiarias que se dedican a la venta de autopartes son Outlet de Refacciones, Easy Car Glass y CristaFácil. En el 1T19, Quálitas registró primas emitidas de P\$8,387 millones, primas devengadas de P\$8,053 millones, resultado técnico de P\$1,297 millones, resultado neto de P\$1,197 millones y ROE U12M del 33.0%. Quálitas fue fundada en la Ciudad de México en diciembre de 1993.

Gráfica 12.- Cobertura Geográfica de Quálitas



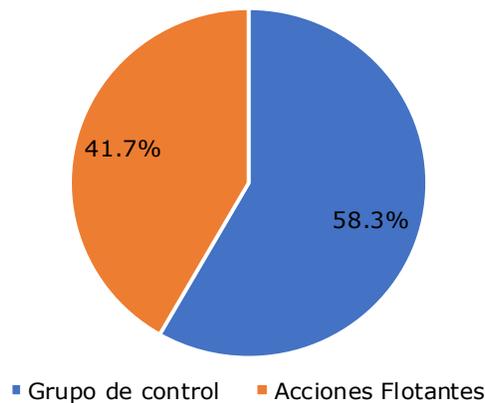
Fuente: Quálitas

Estructura Accionaria / Datos de la Acción

El capital de Quálitas está representado por 425 millones de acciones ordinarias nominativas, de serie única, que corresponden al capital social fijo. La empresa canceló 10 millones acciones en su asamblea anual del pasado 19 de abril. El grupo de control es dueño de un 58.3% de las acciones en circulación de la empresa. El restante 41.7% son las acciones flotantes en el mercado.

Consideramos que las acciones de Qualitas son de bursatilidad alta ya que el importe promedio operado diario ha sido de P\$21.1 millones durante los últimos seis meses. Cabe mencionar que la emisora se encuentra posicionada en el lugar 45 dentro del índice de bursatilidad.

Gráfica 13.- Estructura Accionaria de Quálitas



Fuente: Quálitas

Gobierno Corporativo

Creemos que el gobierno corporativo de Quálitas es sólido. El Consejo de Administración incluye a 13 miembros, de los cuales 8 son independientes, por arriba del mínimo requerido del 25% de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores. Además, la empresa cuenta con cuatro comités: el de auditoría y prácticas societarias, el de Inversiones, Finanzas y Planeación, el de Responsabilidad Social y el de Operaciones.

Tabla 5.- Consejo de Administración de Quálitas

Joaquín Brockman Lozano	Presidente
Wilfrido Javier Castillo Sánchez Mejorada	Vicepresidente
José Antonio Correa Echegaray	Relacionado
Wilfrido Javier Castillo Miranda Olea	Relacionado
María del Pilar Moreno Alanís	Relacionado
Juan Orozco y Gómez Portugal	Independiente
Juan Enrique Murguía Pozzi	Independiente
Mauricio Domenge Gaudry	Independiente
Christian Alejandro Pedemonte del Castillo	Independiente
Juan Marco Gutiérrez Wanless	Independiente
Madeleine Marthe Claude Brémond Santacruz	Independiente
José Manuel Rincón Gallardo Purón	Independiente
Alfonso Tomás Lebrija Guiot	Independiente

Fuente: Resoluciones de Asamblea Anual 2019

Dividendos / Reserva de Recompra

Quálitas busca mantener una razón de capital a capital mínimo regulatorio de 1.5 veces. La política de dividendos incluye el pago del 50-90% del excedente, dependiendo de las necesidades de capital de la compañía para proyectos futuros. En la asamblea anual del pasado 22 de abril, la empresa aprobó el pago de un dividendo en efectivo a razón de P\$0.85 por acción, a partir del 10 de mayo. El rendimiento fue de 1.7% comparado con el precio de esa fecha. Platicamos con la empresa y descartó el pago de dividendos extraordinarios durante el resto del año actual. Por otro lado, los accionistas aprobaron una reserva de recompra de acciones de P\$650 millones, la cual puede alcanzar hasta P\$700 millones.

Tabla 6.- Dividendos Históricos de Quálitas

Año	Div. por Acción o CPO (P\$)	Monto (Millones de P\$)
2010	\$ 0.40	\$ 180
2011	n.a.	n.a.
2012	\$ 0.50	\$ 225
2013	\$ 1.50	\$ 675
2014	n.a.	n.a.
2015	n.a.	n.a.
2016	\$ 0.50	\$ 225
2017	\$ 0.60	\$ 270
2018	\$ 0.70	\$ 305
2019	\$ 0.85	\$ 361

Fuente: Quálitas

Resultados del 1T19

Las primas emitidas disminuyeron -7.3% AsA en el 1T19, alcanzando P\$8,387 millones. Este desempeño se debió principalmente a una reducción del 26.4% AsA en el segmento de instituciones financieras, dada la estrategia de la empresa de reducir su dependencia en ese sector y de mejorar su rentabilidad. Quálitas también registró una caída del 4.8% AsA en flotillas y del 45.2% AsA en "otros". Esto se vio parcialmente contrarrestado por los incrementos del 18.6% en el segmento individual y del 3.0% en instituciones financieras. Cabe mencionar que, en México, la participación de mercado de Quálitas fue de 25.9% en el trimestre, por debajo de la de 29.9% al cierre del año anterior.

Tabla 7.- Primas Emitidas por Segmento (Millones de Pesos)

Segmento	1T19	1T18	Δ %
Individual	2,726	2,298	18.6%
Flotillas	2,611	2,742	-4.8%
Instituciones Financieras	2,616	3,557	-26.5%
Subsidiarias Extranjeras	401	390	2.8%
Otros	33	60	-45.0%
Total	8,387	9,047	-7.3%

Fuente: Quálitas

Por otro lado, las primas devengadas fueron de P\$8,043 millones, con un incremento anual del 4.8%. La participación de mercado de Quálitas en primas devengadas fue de 30.3% en el 1T19 comparado con 31.6% del 4T18.

Las unidades aseguradas de Quálitas se incrementaron 2.0% AsA, alcanzando 3,970,778. Las operaciones de El Salvador y los Estados Unidos fueron los principales motores detrás de este crecimiento con aumentos del 29.7% y 14.2%, respectivamente. Además, la empresa presentó un alza del 11.6% en "turistas", del 10.8% en motocicletas y del 5.5% en camiones. Por el otro lado, el número de seguros automotrices disminuyó 0.2%.

El número de vehículos asegurados de Quálitas en México subió 1.8% AsA, lo cual se compara contra la caída del 1.6% en el número de vehículos nuevos que se vendieron en el país.

Tabla 8.- Unidades Aseguradas por Tipo de Vehículo

Segmento	1T19	1T18	Δ %
Vehículos	2,647,162	2,652,194	-0.2%
Camiones	1,034,972	981,233	5.5%
Turistas	78,317	70,191	11.6%
Motocicletas	122,883	110,871	10.8%
El Salvador	17,710	13,650	29.7%
Costa Rica	52,479	49,248	6.6%
USA	17,255	15,114	14.2%
Vehículos Asegurados	3,970,778	3,892,501	2.0%

Fuente: Quálitas

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

El índice de adquisición de Quálitas mejoró en 70 pb a 22.1% en el 1T19 debido a las menores comisiones pagadas en el sector financiero, así como a menores costos administrativos. El índice de siniestralidad bajó 240 pbs a 60.9% gracias a un menor número de reclamaciones como resultado de la escasez de gasolina, a la reducción en el número de robos y a un mayor porcentaje de recuperación de la empresa.

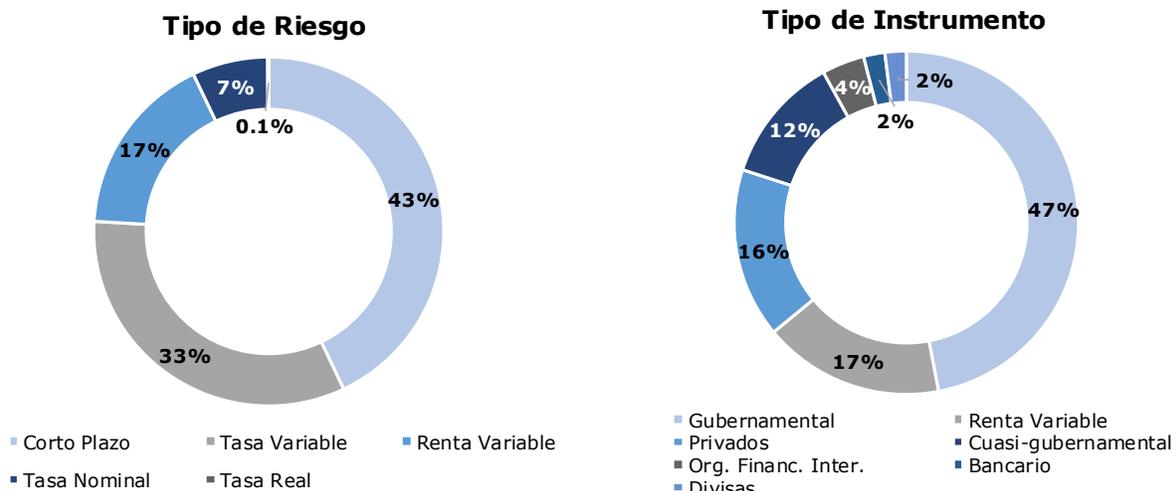
El índice operativo cayó 50 pbs a 4.1% en gran parte debido a una ganancia extraordinaria de P\$185 millones relacionada con la liberación de una reserva de ISR. Esto dio como resultado un índice combinado de 87.1% (ajustado de 88.2%) en el 1T19, por debajo del 90.7% (ajustado del 95.1%) del 1T18.

Como respuesta a la significativa reducción en el índice combinado, el resultado técnico creció 63.3% AsA, mientras que el resultado operativo se incrementó 152.2% AsA.

El resultado integral de financiamiento aumentó 39.1% AsA a P\$681 millones. El retorno sobre la inversión trimestral fue de 7.7%, cifra menor a la tasa de referencia de Banco de México de 8.25%. El portafolio de deuda registró un buen rendimiento ya que está conformado por instrumentos de corto plazo, de acuerdo con la empresa. La proporción de la cartera de renta variable fue del 18% del total, respetando el límite interno establecido del 35%.

El resultado neto (antes de minoritarios) se incrementó 102.6% AsA a P\$1,197 millones debido al sólido desempeño tanto a nivel operativo como a nivel financiero. Además, la tasa de impuestos y PTU fue del 26.8% en el 1T19, por debajo de la de 32.0% en el 1T18. El ROE anualizado fue 49.3% y el ROE U12M fue de 33.0%.

Gráfica 14.- Desglose de Inversiones de Quálitas del 1T19

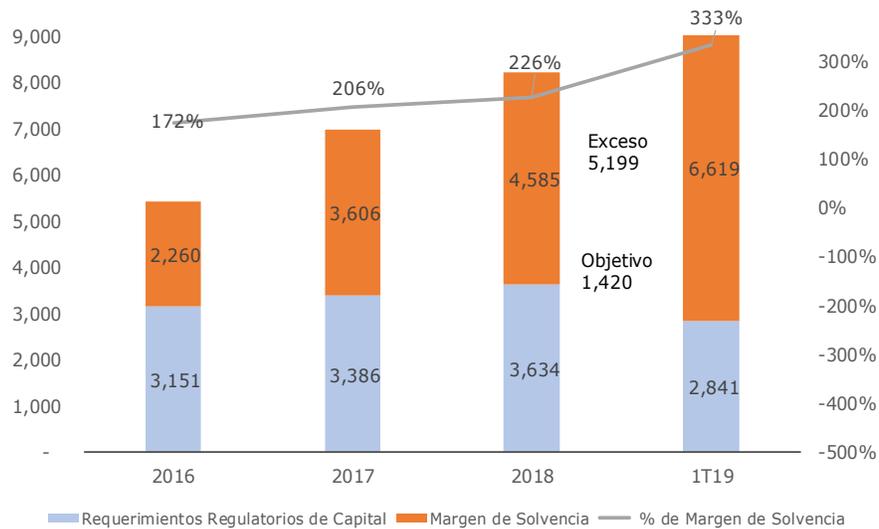


Fuente: Quálitas

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

Quálitas presentó un índice de solvencia del 333% en el 1T19, muy por arriba del mínimo regulatorio. La empresa tiene un exceso de capital de más de P\$5,100 millones, lo cual le permitirá seguir pagando dividendos o adquirir empresas de negocios relacionados. No descartamos que Quálitas entre a otros segmentos del mercado de seguros mexicano en el futuro.

Gráfica 15.- Índice de Solvencia de Quálitas al 1T19 (Cifras en Millones de Pesos)



Fuente: Quálitas

Desempeño de Quálitas vs. Industria al 1T19

Las primas totales del segmento automotriz subieron 7.3% en el 1T19, de acuerdo con las cifras de la AMIS. Las primas emitidas de Quálitas disminuyeron 7.3% AsA, con lo cual la participación de mercado se redujo a 25.9% al cierre del 1T19, comparado con 30.1% del 1T18 y 29.9% del 4T18. Creemos que Quálitas están enfrentando una fuerte presión por parte de las aseguradoras más grandes ya que el crecimiento de éstas fue de 9.7% en primas emitidas. Además, experimentó ciertos desfases en las renovaciones en el segmento gubernamental.

Las primas devengadas de la industria crecieron 9.8% AsA, mientras que las de Quálitas subieron 3.9% AsA. De esta manera, la participación de mercado de la empresa en términos de primas devengadas fue de 30.3% al cierre del 1T19, comparado con 30.1% del 1T18 y 31.6% del 4T18. Las primas devengadas de las cinco mayores aseguradoras aumentaron 11.6% AsA, también superando a la industria.

Las ventas de automóviles ligeros y camiones en México disminuyeron 1.7% AsA a 332,013 unidades. El crédito automotriz representó 68.8% de las ventas de vehículos nuevos, apoyadas en un sólido desempeño de las agencias, así como de los brazos financieros de las armadoras. Esta cifra se compara contra el 71.1% del 1T18.

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

El índice combinado de la industria fue de 87.5% en el 1T19, por debajo del de 91.5% del 1T18, gracias a un menor índice de siniestralidad y de adquisición, lo cual ocurrió como consecuencia del desabasto de gasolina a principios de año y a las menores ventas en el segmento de instituciones financieras.

La utilidad neta del sector fue de P\$3,738 millones (+61.7% AsA) en el 1T19, lo cual incluyó un resultado de operación de P\$2,997 millones (+99.4% AsA) y un producto financiero de P\$1,868 millones (+28.9% AsA). Cabe mencionar que el ingreso financiero de Quálitas representó 65% del resultado de operación, comparado con 62% de la industria.

Tabla 9.- Indicadores Operativos de Aseguradoras Automotrices (1T19)

Compañía	Resultado Operativo	Ingreso por Inversiones	Resultado Neto	Índice de Siniestralidad	Índice Combinado
Quálitas	947	631	1,147	61.7%	87.5%
Chubb	119	153	225	60.4%	90.8%
G.N.P.	329	162	349	60.6%	91.1%
AXA Seguros	516	151	498	57.1%	79.3%
HDI Seguros	73	77	105	60.8%	94.6%
Top 5	1,984	1,174	2,324	60.5%	88.0%
Banorte	218	138	370	67.0%	81.8%
Inbursa	166	40	153	58.7%	87.5%
BBVA	147	169	141	76.3%	83.7%
Zurich Daños	132	16	150	54.8%	88.1%
Mapfre México	(17)	36	25	69.0%	99.1%
Atlas	120	59	175	60.9%	84.2%
Afirme	23	44	52	57.0%	88.6%
ANA	24	22	33	58.0%	89.7%
General de Seguros	(28)	67	28	71.1%	111.3%
SURA	49	9	49	61.1%	87.7%
Medianas	835	600	1,178	64.3%	87.3%
Otros	178	94	236	52.2%	77.9%
Total Mercado (34 Compañías)	2,997	1,868	3,738	65.9%	87.5%

Fuente: AMIS

PRINCIPALES RIESGOS

Fuerte competencia en la industria de seguros automotrices. Quálitas enfrenta una competencia muy intensa por parte de empresas aseguradoras que en algunas ocasiones son más grandes, o que son subsidiarias de importantes grupos financieros. En México existen 34 aseguradoras y una re-aseguradora enfocadas en el ramo automotriz.

Volatilidad / Desaceleración macroeconómica. La debilidad macroeconómica actual ha tenido un impacto negativo en las ventas de automóviles nuevos en México, lo cual a su vez ha afectado la colocación de primas nuevas de Quálitas. Creemos que esta situación tenderá a mejorar hacia finales del año actual o principios de próximo.

Cambios regulatorios o fiscales adversos. Creemos que cualquier cambio regulatorio o fiscal adverso podría tener un impacto desfavorable en el desempeño y/o perspectivas de Quálitas. La industria mexicana de seguros está altamente regulada por varias entidades

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

gubernamentales, incluyendo la Secretaría de Hacienda y la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

Cambios en el equipo administrativo. Cualquier cambio en el equipo administrativo, en particular el Director General, el Director de Finanzas o el Director de Inversiones, podría afectar el desempeño del precio de las acciones de Quálitas.

Diversificación hacia otros segmentos de negocio. Quálitas planea diversificarse hacia otros ramos del negocio de seguros, lo cual creemos que implica cierto riesgo de ejecución. Sin embargo, confiamos plenamente en la administración de Quálitas.

QUÁLITAS: Inicio de Cobertura

PROYECCIONES FINANCIERAS

ESTADO DE RESULTADOS (Millones de Pesos)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Emitidas	34,495	35,426	37,295	39,711	42,709	46,433	49,569	2.0%	2.7%	5.3%	6.5%	7.6%	8.7%	6.8%
(-) Cedidas	-312	-156	-165	-175	-189	-205	-219	44.4%	-49.9%	5.3%	6.5%	7.6%	8.7%	6.8%
De Retención	34,183	35,270	37,130	39,536	42,521	46,228	49,350	1.7%	3.2%	5.3%	6.5%	7.6%	8.7%	6.8%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos en Curs	-2,373	-1,298	-1,366	-1,455	-1,565	-1,701	-1,816	-51.9%	-45.3%	5.3%	6.5%	7.6%	8.7%	6.8%
Primas de Retención Devengadas	31,810	33,972	35,764	38,081	40,956	44,527	47,534	11.0%	6.8%	5.3%	6.5%	7.6%	8.7%	6.8%
(-) Costo Neto de Adquisición	-7,464	-8,040	-8,428	-8,856	-9,397	-10,078	-10,610	-4.9%	7.7%	4.8%	5.1%	6.1%	7.2%	5.3%
(-) Costo Neto de Siniestralidad, Reclamaciones y Otr	-21,048	-23,308	-24,537	-26,054	-27,939	-30,288	-32,239	9.7%	10.7%	5.3%	6.2%	7.2%	8.4%	6.4%
Utilidad (Pérdida) Técnica	3,298	2,624	2,798	3,171	3,620	4,161	4,685	101.9%	-20.4%	6.6%	13.3%	14.2%	15.0%	12.6%
(-) Gastos de Operación Netos	-1,568	-1,451	-1,565	-1,706	-1,877	-2,088	-2,278	83.4%	-7.4%	7.8%	9.0%	10.1%	11.2%	9.1%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	1,734	1,175	1,234	1,465	1,742	2,074	2,407	122.8%	-32.2%	5.0%	18.7%	18.9%	19.0%	16.1%
Resultado Integral de Financiamiento	1,717	2,520	2,499	2,573	2,719	2,945	3,152	-6.1%	46.8%	-0.8%	3.0%	5.7%	8.3%	7.0%
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	3,451	3,696	3,733	4,038	4,461	5,019	5,559	32.3%	7.1%	1.0%	8.2%	10.5%	12.5%	10.8%
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	-1,023	-1,017	-1,040	-1,126	-1,245	-1,400	-1,551	88.1%	-0.6%	2.3%	8.3%	10.5%	12.5%	10.8%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2,428	2,679	2,693	2,912	3,217	3,618	4,008	17.7%	10.3%	0.5%	8.1%	10.5%	12.5%	10.8%
Participación No Controladora	-3	-1	-1	-2	-2	-2	-2	-65.5%	-45.0%	0.5%	8.1%	10.5%	12.5%	10.8%
Participación Controladora	2,426	2,677	2,691	2,910	3,215	3,617	4,006	18.0%	10.4%	0.5%	8.1%	10.5%	12.5%	10.8%
UPA	\$ 5.48	\$ 6.23	\$ 6.33	\$ 6.85	\$ 7.56	\$ 8.51	\$ 9.43	20.0%	13.6%	1.7%	8.1%	10.5%	12.5%	10.8%
BALANCE GENERAL (Millones de Pesos)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Activo	56,642	71,495	75,919	78,577	92,827	96,836	107,729	10.9%	26.2%	6.2%	3.5%	18.1%	4.3%	11.2%
Valores y Operaciones con Productos Derivados	24,180	31,419	33,202	35,804	38,803	42,560	45,612	-0.8%	29.9%	5.7%	7.8%	8.4%	9.7%	7.2%
Valores	24,180	31,419	33,202	35,804	38,803	42,560	45,612	-0.8%	29.9%	5.7%	7.8%	8.4%	9.7%	7.2%
Deudor por Reporto	3,565	4,358	4,758	5,158	5,558	5,958	6,358	560.5%	22.2%	9.2%	8.4%	7.8%	7.2%	6.7%
Cartera de Crédito (Neto)	289	338	338	338	338	338	338	-28.1%	17.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cartera de Crédito Vigente	293	338	338	338	338	338	338	-21.8%	15.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cartera de Crédito Vencida	38	38	38	38	38	38	38	26.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
(-) Estimaciones Preventivas por Riesgo Crediticio	-43	-38	-38	-38	-38	-38	-38	1158.1%	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Inmuebles (Neto)	1,480	1,454	1,478	1,502	1,526	1,550	1,574	4.6%	-1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
Inversiones para Obligaciones Laborales	64	72	80	88	96	104	112	7.2%	11.9%	11.1%	10.0%	9.1%	8.4%	7.7%
Caja y Bancos	971	1,313	1,713	2,113	2,513	2,913	3,313	30.0%	35.3%	30.5%	23.3%	18.9%	15.9%	13.7%
Deudores	21,234	25,984	27,459	26,187	36,031	34,725	41,148	10.3%	22.4%	5.7%	-4.6%	37.6%	-3.6%	18.5%
Reaseguradores y Reafianzadores (Neto)	170	129	109	89	69	49	29	91.5%	-24.2%	-15.5%	-18.4%	-22.6%	-29.1%	-41.1%
Inversiones Permanentes	47	194	194	194	194	194	194	-3.8%	316.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros Activos	4,642	6,235	6,589	7,105	7,701	8,446	9,052	12.2%	34.3%	5.7%	7.8%	8.4%	9.7%	7.2%
Pasivo	47,537	60,556	63,236	64,005	76,133	77,693	85,821	10.3%	27.4%	4.4%	1.2%	18.9%	2.0%	10.5%
Reservas Técnicas	36,173	38,924	43,564	45,302	52,296	56,390	63,388	10.1%	7.6%	11.9%	4.0%	15.4%	7.8%	12.4%
Acreedores	5,132	13,532	11,114	9,484	13,859	10,377	10,731	9.7%	163.7%	-17.9%	-14.7%	46.1%	-25.1%	3.4%
Reaseguradores y Reafianzadores	137	130	130	130	130	130	130	103.2%	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Otros Pasivos	5,861	7,717	8,155	8,793	9,530	10,453	11,202	10.5%	31.7%	5.7%	7.8%	8.4%	9.7%	7.2%
Capital Contable	9,104	10,939	12,682	14,572	16,694	19,144	21,907	14.5%	20.2%	15.9%	14.9%	14.6%	14.7%	14.4%
Participación No Controladora	8	10	12	14	16	18	20	-81.9%	21.5%	15.9%	14.9%	14.6%	14.7%	14.4%
Participación Controladora	9,096	10,929	12,670	14,559	16,679	19,126	21,887	15.1%	20.2%	15.9%	14.9%	14.6%	14.7%	14.4%
ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (Millones de Pesos)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Resultado neto	2,428	2,679	2,693	2,912	3,217	3,618	4,008	17.7%	10.3%	0.5%	8.1%	10.5%	12.5%	10.8%
Ajustes por partidas que no implican flujo de efectivo	4,755	11,088	1,136	-978	10,282	-475	6,265	-28.5%	133.2%	-89.8%	-186.1%	-1150.8%	-104.6%	-1418.4%
Flujos netos de efectivo de actividades de operación	-5,255	-11,785	-1,717	251	-11,242	-813	-7,868	-33.4%	124.3%	-85.4%	-114.6%	-4584.9%	-92.8%	868.2%
Flujos netos de efectivo de actividades de inversión	-471	-748	-748	-748	-748	-748	-748	-19.5%	58.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Flujos netos de efectivo de actividades de financiamiento	-1,221	-878	-948	-1,020	-1,093	-1,167	-1,242	456.4%	-28.1%	8.0%	7.6%	7.1%	6.8%	6.4%
Incremento o disminución neta de efectivo	237	350	408	408	408	408	408	812.2%	47.5%	16.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Efectos por cambios en el valor del efectivo	-13	-7	-8	-8	-8	-8	-8	-60.8%	-48.2%	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del período	747	971	1,313	1,713	2,113	2,513	2,913	-1.0%	30.0%	35.3%	30.5%	23.3%	18.9%	15.9%
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del período	971	1,313	1,713	2,113	2,513	2,913	3,313	30.0%	35.3%	30.5%	23.3%	18.9%	15.9%	13.7%
RAZONES FINANCIERAS	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E							
Índice de Adquisición	21.8%	22.8%	22.7%	22.4%	22.1%	21.8%	21.5%							
Índice de Siniestralidad	66.2%	68.6%	68.6%	68.4%	68.2%	68.0%	67.8%							
Índice de Operación	4.5%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%							
Índice Combinado	92.5%	95.5%	95.5%	95.1%	94.7%	94.3%	93.9%							
Índice Combinado Ajustado	94.6%	96.5%	96.6%	96.2%	95.7%	95.3%	94.9%							
Resultado de Operación	5.5%	3.5%	3.4%	3.8%	4.3%	4.7%	5.1%							
Rendimiento en Inversiones Financieras	6.4%	7.9%	6.7%	6.5%	6.3%	6.3%	6.2%							
Impuestos y PTU	29.6%	27.5%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%							
ROE	28.5%	26.7%	22.8%	21.4%	20.6%	20.2%	19.5%							
ROA	4.5%	4.2%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.9%							

Fuente: Quálitas, Miranda Global Research

DISCLAIMER

El presente reporte fue elaborado por Miranda Global Research ("Miranda GR") para Vector, Casa de Bolsa, S.A. de C.V. La información se presenta en forma resumida y no pretende ser completa. No existe declaración o garantía alguna, expresa o implícita, respecto de la exactitud, imparcialidad, o integridad de esta información.

Miranda GR, de conformidad con la legislación aplicable, se ha asegurado que la presente recomendación personalizada es razonable para el cliente, pues ha verificado la congruencia entre el perfil del cliente y el perfil del producto financiero. En ningún caso deberá entenderse que la realización de lo anterior, garantiza el resultado, o el éxito de las estrategias propuestas en el presente documento.

La información contenida en este reporte fue obtenida por fuentes públicas y/o privadas. Las proyecciones o previsiones contenidas en este reporte son una recomendación generalizada y están basadas en suposiciones y estimaciones subjetivas sobre eventos y circunstancias que todavía no ocurren y están sujetas a variaciones significativas. De esta manera, no es posible garantizar que cualquier resultado proveniente de este reporte ocurra en el futuro, es decir, no garantiza el resultado ni el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte fue preparado solamente con fines informativos. No se hace declaración alguna respecto a la precisión, suficiencia, veracidad o exactitud de la información y opiniones aquí contenidas. Miranda GR no responderá (ni por negligencia ni por cualquier otro motivo) de daño o perjuicio alguno derivado de o relacionado con el uso de este reporte o su contenido, o que de manera alguna se relacione con este reporte. Miranda GR no asume responsabilidad alguna relacionada con esta información, incluyendo, sin limitación cualquier declaración, expresa o implícita o garantía u omisiones contenidas en esta información.

Este reporte se basa en hechos y/o eventos que han ocurrido hasta esta fecha, por lo que hechos y/o eventos futuros pueden perjudicar las conclusiones aquí expresadas. Miranda GR no asume ninguna responsabilidad de actualizar, revisar, rectificar o anular este reporte en función de cualquier acontecimiento futuro.

Las opiniones relacionadas con este reporte eventualmente expresadas por Miranda GR, deben considerarse únicamente como una sugerencia/recomendación para conducir de una mejor manera diversos temas relacionados con la misma.

Este reporte y su contenido son propiedad de Miranda GR y no pueden ser reproducidos o difundidos en todo o en parte sin el consentimiento previo por escrito de Miranda GR.

Miranda GR recibe honorarios por parte de Quálitas Controladora, S.A.B. de C.V. por servicios de analista independiente.