

Ciudad de México, a 12 de septiembre de 2019

Médica Sur, S.A.B. de C.V. (“Medica Sur”, “MEDICA” o la “Compañía”) (Clave de cotización BMV: MEDICAB) informa al público inversionista que la empresa Miranda Global Research (MGR) inició la cobertura de MEDICA.

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, comparativo entre competidores, perspectiva actual del mercado, ventajas competitivas y gobierno corporativo, así como la visión de la compañía, la cual busca permanecer como líder en el ámbito de la salud siguiendo el rumbo hacia la rentabilidad.

MGR inicia con una recomendación de **COMPRA** y un precio objetivo de \$26.50 pesos por acción con un rendimiento potencial de 27.4%

Institución	Analista	e-mail	Precio objetivo	Recomendación
Miranda Global Research	Martín Lara	Martin.lara@miranda-gr.com	P\$ 26.50	COMPRA

Acerca de Médica Sur

Médica Sur, S.A.B. de C.V. (BMV: MEDICAB) es un operador de hospitales y un proveedor integrado de servicios del cuidado de la salud y servicios relacionados. Provee estos servicios a través de hospitales y laboratorios. En Médica Sur se reúne a un grupo de médicos, profesionales de la medicina, enfermería, administración y operación hospitalaria y se tiene como objetivo ofrecer un servicio de excelencia médica con calidez humana guiado por un estricto código de ética y respaldado por equipos e infraestructura médica con tecnología de vanguardia.

Declaraciones a Futuro

Este documento contiene declaraciones respecto al futuro. Dichas declaraciones incluyen, de manera enunciativa pero no limitativa: (i) declaraciones en cuanto a nuestra situación financiera y resultados de operación; (ii) declaraciones en cuanto a nuestros planes, objetivos o metas, incluyendo declaraciones en cuanto a nuestras actividades; y (iii) declaraciones en cuanto a las presunciones subyacentes en que se basan dichas declaraciones. Las declaraciones respecto al futuro contienen palabras tales como “pretende”, “prevé”, “considera”, “estima”, “espera”, “pronostica”, “planea”, “predice”, “busca”, “podría”, “debería”, “posible”, “lineamiento” y otros vocablos similares, ya sea en primera o Cuarta persona, sin embargo, no son los únicos términos utilizados para identificar dichas declaraciones.

Por su propia naturaleza, las declaraciones respecto al futuro conllevan riesgos e incertidumbres de carácter tanto general como específico y existe el riesgo de que no se cumplan las predicciones, los pronósticos, las proyecciones y las demás declaraciones respecto al futuro. Se advierte a los inversionistas que hay muchos factores importantes que pueden ocasionar que los resultados reales difieran sustancialmente de los expresados en los planes, objetivos, expectativas, estimaciones y afirmaciones tanto expresas como implícitas contenidas en las declaraciones con respecto al futuro.

La información relacionada con el desempeño futuro contenida en este evento relevante debe leerse conjuntamente con los riesgos incluidos en la sección “Factores de riesgo” presentado ante la Comisión Nacional de Bancaría y Valores (CNBV).



CONTACTO

Relación con Inversionistas: **Arely Gutiérrez**

Tel: 52(55) 5424 7200 Ext. 3425 agutierrezg@medicasur.org.mx

MÉDICA: Inicio de Cobertura

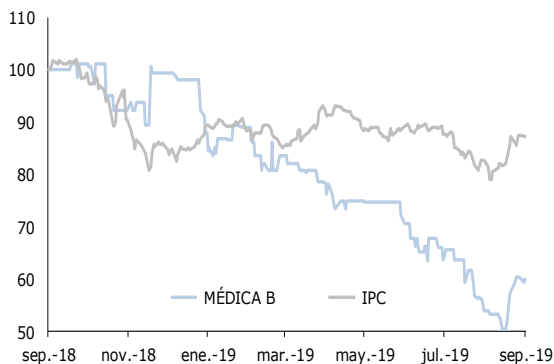
Una de las Mejores Empresas Hospitalarias de México

COMPRA

Precio Objetivo 2019E (P\$) [1] [2]	\$ 26.50
Precio Actual (P\$)	\$ 20.80
Máx / Min 12 M (P\$)	\$17.50 - 37.38
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 11.25
Rend. Esperado	27.4%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	2,564
Valor de la Empresa (Mill. de P\$)	3,931
Acciones en Circulación	123.3
Acciones Flotantes	49.9%
Importe Prom. Diario (Mill de P\$)	\$ 0.50

[1] Incluyendo a LMS

[2] P\$40.40 incluyendo bienes raíces



Estamos iniciando cobertura en MÉDICA SUR, S.A.B. DE C.V. ("MÉDICA"), una de las mayores empresas hospitalarias de México, con una recomendación de COMPRA y un precio objetivo de P\$26.50 por acción (P\$40.40 por acción incluyendo bienes raíces) para finales del año actual con un rendimiento potencial del 27.4% en moneda local. Nuestra recomendación se basa principalmente en los sólidos fundamentos de la empresa, su favorable potencial de crecimiento y su baja valuación.

Tesis de Inversión

Sólidos Fundamentos. Esto incluye la posición de MÉDICA como una de las principales compañías hospitalarias de nivel alto en México, su prestigioso equipo médico y administrativo, su tecnología de punta, su reconocida marca, su atractivo potencial de crecimiento, sus sólidas finanzas, su afiliación a la Mayo Clinic Care Network y la acreditación de la Joint Commission International (JCI) que destacan a MEDICA entre los grupos hospitalarios del país.

Atractivo Potencial de Crecimiento. Esperamos que los ingresos, el EBITDA y la utilidad neta de MÉDICA aumenten a una tasa anual compuesta del 4.1%, 8.2% y 3.7%, respectivamente, durante el período 2019-2024 impulsados por un mayor consumo de servicios médicos.

Reestructura de LMS. El 30 de abril de 2019, los accionistas de MÉDICA aprobaron una reestructura corporativa con la cual recibirán un dividendo en especie en nuevas acciones de LMS con un valor inicial

Septiembre 10, 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.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

de P\$11.2530 por acción. Esta transacción se llevará a cabo durante los próximos meses.

Valuación

Las acciones de MÉDICA cotizan a un VE/EBITDA proyectado de 5.0 veces, a un P/U estimado de 15.4 veces y a un P/VL de 0.7 veces. Estos múltiplos se comparan contra los promedios de 22.6 veces, 42.8 veces y 3.7 veces, respectivamente, de las cadenas de hospitales de mercados emergentes, y contra los promedios de 8.4 veces, 14.0 veces y 7.6 veces, respectivamente, de las cadenas de hospitales de mercados desarrollados. Aunque creemos que MÉDICA debe de cotizar a un descuento contra sus contrapartes internacionales debido a su dependencia en un sólo hospital, el descuento actual es excesivo.

Establecimos nuestro precio objetivo de P\$26.50/acción para el cierre del año para las acciones de MÉDICA (incluyendo a LMS) por medio de un modelo de flujos de descontados (DCF) el cual incluye una tasa de crecimiento de perpetuidad del 2.7% en términos nominales y una tasa de descuento (WACC) del 12.0%. Para calcular la WACC, utilizamos un costo de capital de 13.5%, un costo de deuda antes de impuestos de 10.3% y una razón de deuda a capital de 24.1% para finales de año.

Nuestro precio objetivo de P\$26.50/acción no incluye el valor de las importantes propiedades inmobiliarias de MÉDICA, las cuales estimamos que tienen un valor de mercado de P\$1.7-2.0 mil millones, equivalente a P\$13.90/acción. Sin embargo, creemos que dicho valor se reconocerá una vez que estas propiedades se vendan, lo cual es poco probable que ocurra durante el resto del año dada la situación macroeconómica prevaleciente. Este valor podría cambiar dependiendo del esquema de venta que MÉDICA estructure (podría ser menor en una operación de venta y arrendamiento posterior).

Principales Riesgos

Los principales riesgos de MÉDICA incluyen los siguientes: i) volatilidad macroeconómica; ii) intensa competencia en el sector; iii) cambios adversos en las regulaciones sanitarias o fiscales; iv) cambios en el

MÉDICA: Inicio de Cobertura

equipo médico o administrativo; v) cambios tecnológicos; vi) dependencia de un sólo hospital; vii) cambios en las condiciones de los seguros médicos; baja capitalización y baja liquidez de las acciones; y/o viii) inversiones inesperadas en el desarrollo de las propiedades inmobiliarias.

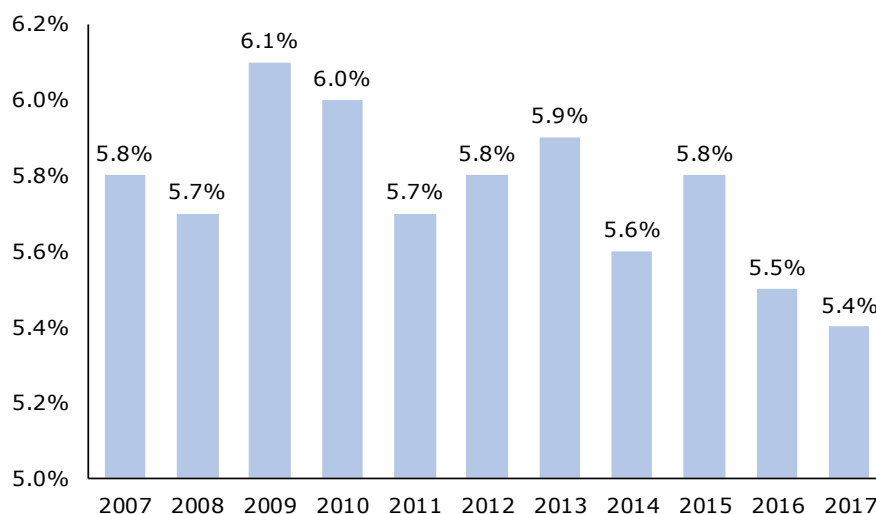
MÉDICA: Inicio de Cobertura

LA INDUSTRIA MEXICANA DE HOSPITALES

Baja Penetración de Servicios de Salud

La contribución del gasto en servicios de salud con respecto al PIB total de México disminuyó de un máximo de 6.1% en 2009 a 5.4% en 2017, de acuerdo con la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros (AMIS). Creemos que esto ocurrió como resultado de aumentos de precios por arriba de la inflación que fueron aplicados por la industria. Por otro lado, la contribución del sector público al gasto total en salud aumentó del 44% en 2007 al 53% en 2013 y se ha mantenido en torno al 52% durante los últimos años. Esperamos que el gasto en servicios de salud represente alrededor del 6.5% del PIB del país en el 2030 debido al crecimiento y al envejecimiento de la población, a la expansión de la clase media y un mayor ingreso disponible de dicho segmento de la población.

Gráfica 1.- Contribución del PIB de Servicios de Salud al PIB Total (2007 - 2017)



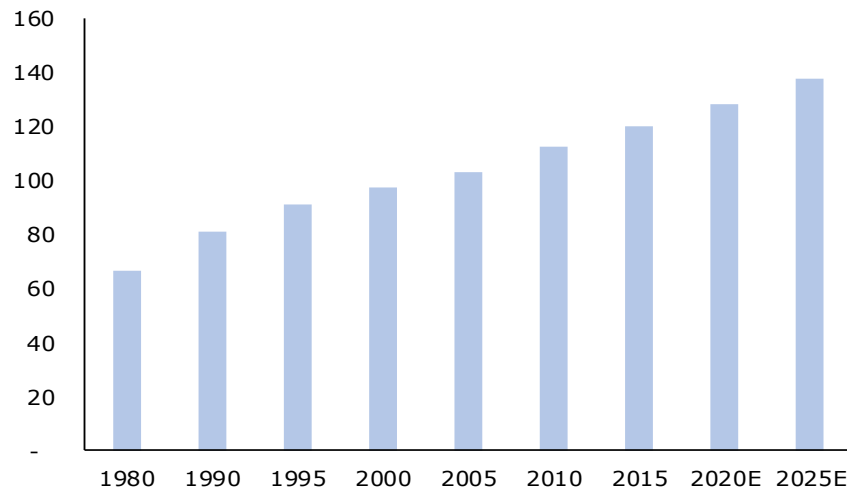
Fuente: AMIS

Crecimiento y Envejecimiento de la Población Mexicana

De acuerdo con el último censo del INEGI, la población mexicana fue de 120 millones al cierre del 2015, lo cual representó una tasa anual compuesta del 1.7% durante el período 1980-2015. En el futuro, anticipamos un crecimiento anual promedio de 1.4% con lo cual la población alcanzará 138 millones en el año 2025.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Gráfica 2.- Población de México (1980- 2025E)



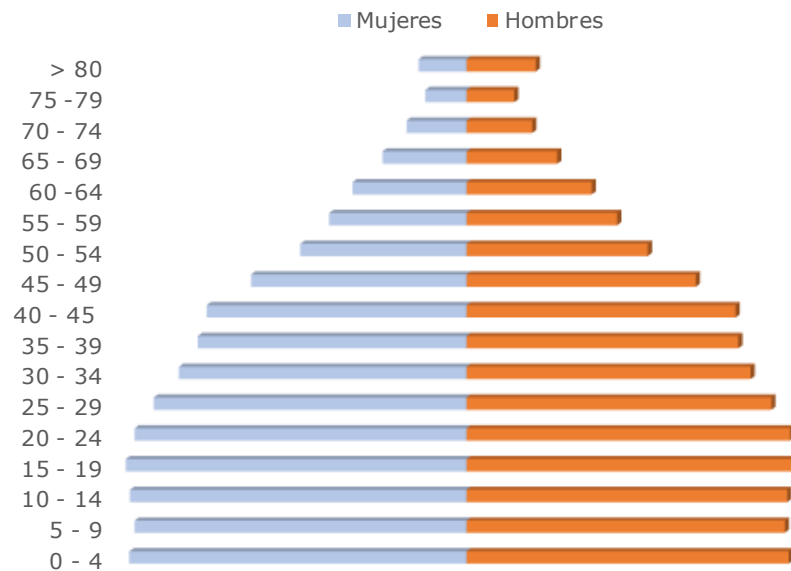
Fuente: INEGI, Miranda Global Research

Con respecto a la pirámide poblacional de México, los porcentajes más altos se concentraron en los grupos de 15-19 años y 20-24 años a finales de 2017, de acuerdo con INEGI. En el futuro, la pirámide poblacional mexicana tenderá a parecerse más a la de los países desarrollados, que está más concentrada en los grupos de personas mayores.

Se espera que la esperanza de vida de las mujeres alcance 79.6 años en 2030, a partir de 78.0 años actuales, de acuerdo con el Consejo Nacional de Población (CONAPO). Además, se estima que la esperanza de vida de los hombres aumentará a 73.8 años en 2030, a partir de 72.2 años actualmente. En nuestra opinión, la combinación de estos dos procesos, el crecimiento y el envejecimiento de la población, muy probablemente aumentará la necesidad de servicios médicos en el país.

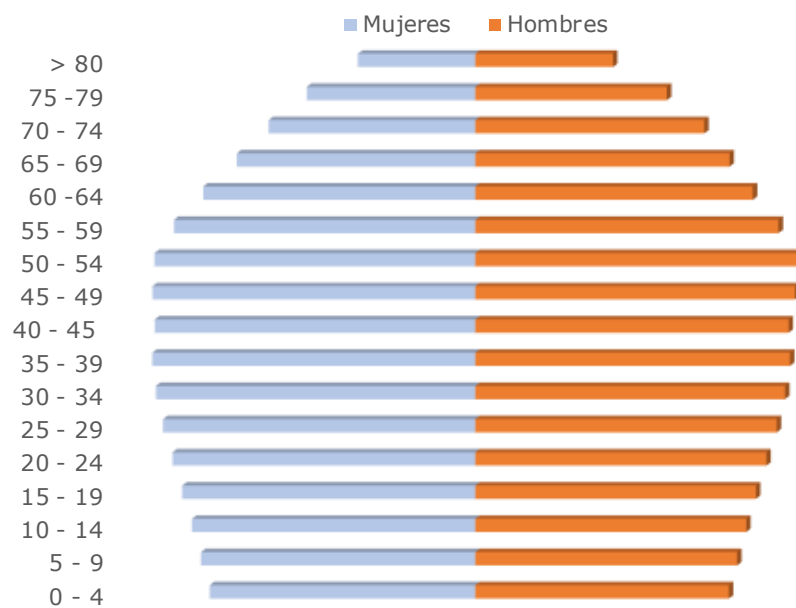
MÉDICA: Inicio de Cobertura

Gráfica 3.- Pirámide Poblacional de México (2017)



Fuente: INEGI

Gráfica 4.- Pirámide Poblacional de México (2050)



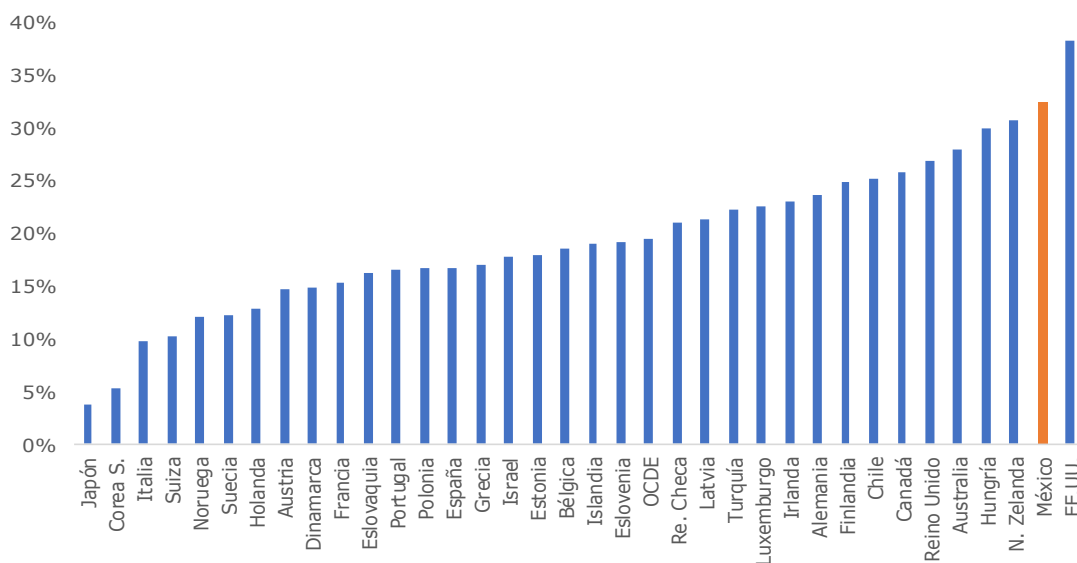
Fuente: CONAPO

MÉDICA: Inicio de Cobertura

La Población Mexicana Sufre Enfermedades Propias de los Países Desarrollados

En 2017, un 32% de la población adulta de México era obesa, el segundo mayor porcentaje dentro de la OCDE. Como consecuencia, las causas más comunes de muerte en el país, también en 2017, fueron las enfermedades cardíacas, causadas principalmente por la falta de ejercicio y los malos hábitos alimenticios, seguidas por la diabetes mellitus y los tumores malignos, de acuerdo con el INEGI. Esto también hace que México sea el país con el mayor porcentaje de adultos con diabetes (15.8%) de la OCDE. Sin embargo, la obesidad, tanto en adultos como en niños, es más frecuente en las personas de bajos y medianos ingresos, por lo que es más probable que sea tratada en hospitales públicos.

Gráfica 5.- Porcentaje de Adultos Obesos en Países de la OCDE (2017)



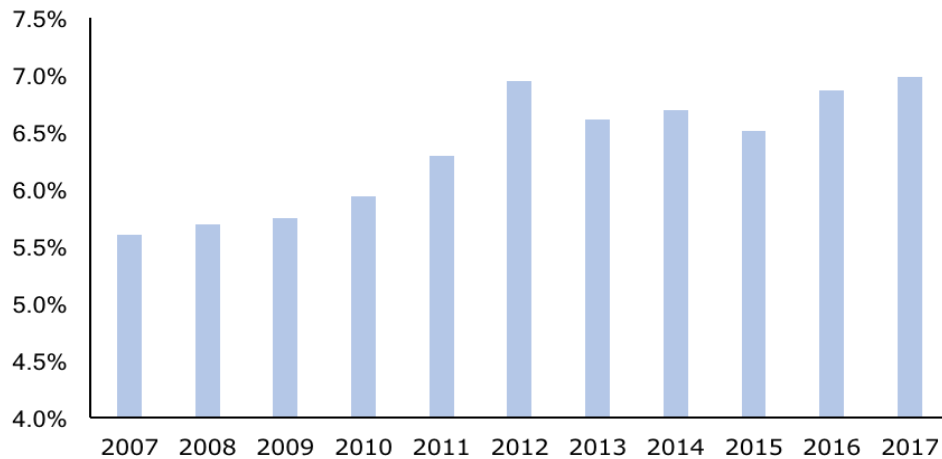
Fuente: OCDE

El Seguro de Gastos Médicos Mayores Ofrece un Importante Potencial de Crecimiento

Una parte relevante de los ingresos de los hospitales privados mexicanos proviene de los pagos recibidos por concepto de seguro de gastos médicos mayores, un tipo de seguro que ha crecido notablemente en los últimos años. En 2007, sólo 5.9 millones de personas (que representaron el 5.6% de la población total) estaban cubiertas por un seguro de gastos médicos mayores, mientras que en 2017 aumentó a 8.6 millones de personas (6.9% de la población). Esto significa que el número de personas cubiertas por el seguro de gastos médicos mayores aumentó en un 45% durante dicho período, que equivale a una tasa anual promedio del 4%. Creemos que el potencial de crecimiento es significativo ya que solamente el 7.3% de los costos de atención médica privada están cubiertos por los planes de seguro.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Gráfica 6.- Porcentaje de Personas Aseguradas Contra Gastos Médicos Mayores (2007-2017)



Fuente: SESA, Accidentes y Enfermedades

Baja Penetración de Servicios Hospitalarios

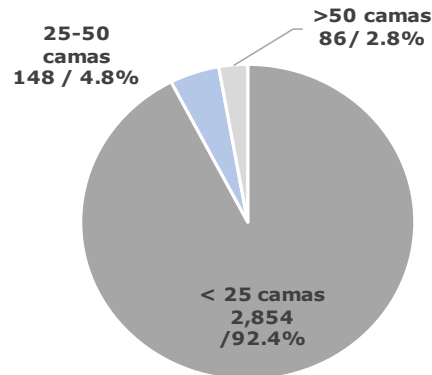
La oferta de hospitales en México es limitada ya que solamente existe en el país 1.6 camas por cada 1,000 habitantes. Esta cifra es significativamente menor que la de otros países latinoamericanos similares como Uruguay (2.8), Brasil (2.2) y Chile (2.2), y está en línea con la de Ecuador (1.5). De las camas existentes en México, el 72% pertenece al sector público y el restante 28% al sector privado.

Existen alrededor de 3,088 hospitales privados en el país. El 92.4% de estos hospitales cuentan con menos de 25 camas, el 4.8% tiene 25-50 camas, y solamente el 2.8% ofrece más de 50 camas. MÉDICA tiene 190 camas, lo cual significa que es uno de los hospitales privados más grandes del país.

Como referencia, en los EE.UU. existen 5,008 hospitales, de los cuales solamente el 8.0% tiene menos de 25 camas, el 23.2% tiene entre 25 y 50 camas y el 68.7% tiene más de 50 camas.

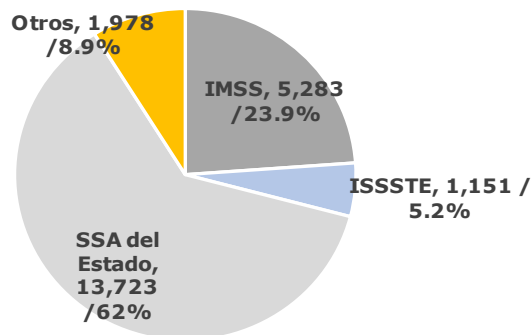
MÉDICA: Inicio de Cobertura

Gráfica 7.- Desglose de Hospitales Privados por Número de Camas



Fuente: INEGI

Gráfica 8.- Desglose de Hospitales Públicos por Número de Unidades



Fuente: INEGI

La cadena de hospitales privados más grande de México, *Hospitales Ángeles*, propiedad Grupo Ángeles, cuenta con más de 2,000 camas repartidas en 23 ubicaciones, de acuerdo con la "Asociación Nacional de Hospitales Privados". Tiene una ventaja competitiva debido a su mayor cobertura geográfica. Con 354 camas, el Hospital ABC es el competidor más cercano de MÉDICA, ya que también está enfocado en la Ciudad de México.

MÉDICA se diferencia por ser un hospital de Alta Especialidad a un precio competitivo lo que le brinda acceso a un mayor número de pacientes.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tabla 1.- Principales Empresas Hospitalarias en México

Empresa	Ciudades	Hospitales	Camas
Grupo Ángeles	15	24	2,600
Star Médica	10	13	800
Grupo Oca-DH Hospital	1	2	590
Christus Muguerza	7	15	400
Sociedad Benéf. Española	7	7	400
ABC	1	2	354
Hospitales Tec de Monterrey	1	2	303
Dalinde + San Angel Inn + HMG	1	6	289
Puerta de Hierro	3	5	200
Hospital San Javier	3	4	200
Médica Sur	1	1	190
Hospiten	3	5	90
H+	3	3	54
Amerimed	2	2	30

Fuente: Asociación Nacional de Hospitales Privados

Distribución al Mayoreo de Medicinas

NADRO y Marzam son los mayores distribuidores al mayoreo en el país de medicamentos a los hospitales privados. Los hospitales públicos tienen una red de distribución diferente y completamente independiente, que actualmente está siendo reorganizada por la Secretaría de Hacienda (SHCP). Bajo el gobierno anterior, los productos farmacéuticos se compraban a través de un proceso de licitación, y había un distribuidor que intermediaba entre los laboratorios y el gobierno. De 2012 a 2018, tres distribuidores que constituyeron el 62.4% del mercado público fueron los principales beneficiarios de este esquema: Grupo Fármacos Especializados, Distribuidora Internacional de Medicamentos y Maypo. El presidente López Obrador y la SHCP crearon un nuevo esquema para que el gobierno adquiriera productos farmacéuticos de manera consolidada que incluyó la eliminación del intermediario, reduciendo así los costos en aproximadamente un 30%.

Turismo Médico

De acuerdo con datos de la Secretaría de Turismo de Baja California, 1.3 millones de turistas llegaron a ese estado en 2018 en busca de atención médica, con una derrama económica de US\$1,000 millones. Esto se debió a que los pacientes no están cubiertos por un seguro médico en su país de origen y a que los precios son menores en México. El 80% de los turistas que buscan tratamiento médico en México provienen de los Estados Unidos y generalmente van a ciudades fronterizas, como Tijuana, aunque también a Monterrey, Ciudad de México y Mazatlán. Algunos de los tratamientos médicos más demandados por pacientes extranjeros son los bypasses gástricos, la rinoplastia, la angioplastia, y los implantes dentales, entre otros. En su mayoría, son cirugías estéticas que requieren que los pacientes permanezcan de 1 a 3

MÉDICA: Inicio de Cobertura

noches en el hospital. Por lo tanto, el turismo médico ofrece un potencial de crecimiento significativo para la industria hospitalaria mexicana.

PRINCIPALES VENTAJAS COMPETITIVAS DE MÉDICA

Una de los Mejores Hospitales de México

MÉDICA se ha posicionado como una de empresas de hospitales de alta especialidad más reconocidas de México. La compañía ha logrado esto mediante la incorporación de algunos de los médicos más experimentados y talentosos del país, su tecnología de punta, su enfoque en el servicio al paciente, su reconocida marca y su ubicación estratégica en el sur de la Ciudad de México.

Desde 2013 MÉDICA está afiliada a la *Mayo Clinic Care Network*, que es una red de colaboración entre pares de la *Mayo Clinic*, uno de los hospitales de mayor renombre en el mundo. Reúne a más de 40 organizaciones de salud en Estados Unidos, México, Puerto Rico, Singapur y los Emiratos Árabes Unidos.

La afiliación se traduce en beneficios directos para los pacientes, ya que los médicos tienen apoyo científico y técnico a través de consultas e información sobre avances de último momento en procedimientos de salud. También representa beneficios para los médicos ya que en el área académica existen intercambios de experiencias y colaboraciones médicas.

Desde 2014, MÉDICA es uno de los 2 únicos hospitales en la Ciudad de México y 4 en el país que han sido acreditados por la *Joint Commission International* (JCI) que certifica que sus procesos cumplan con estándares de nivel mundial en cuanto a la seguridad en el manejo de los pacientes; la calidad de la atención médica; la seguridad de sus instalaciones hospitalarias. Es parte de los procesos de mejora continua que MÉDICA implementa en beneficio de sus pacientes.

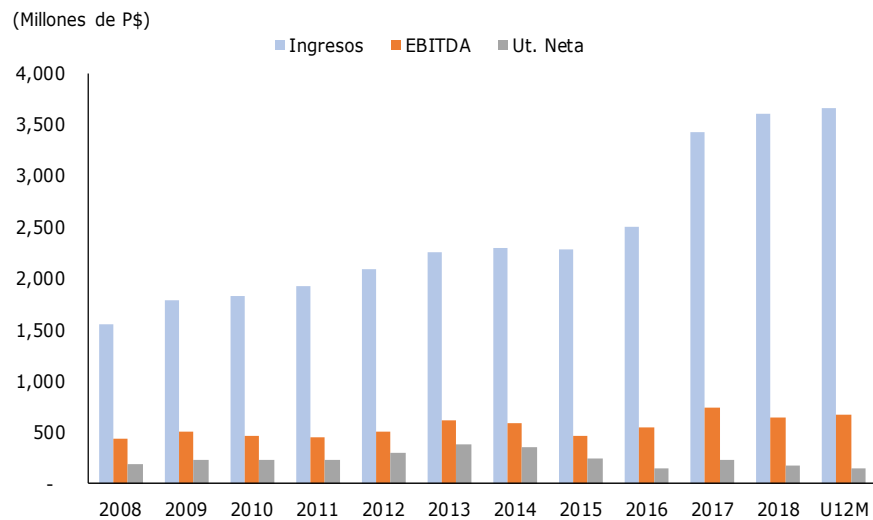
Experimentado Equipo Médico y Administrativo

El equipo médico de MÉDICA incluye algunos de los doctores más respetados, reconocidos y talentosos del país. Ha sido responsable de atender a más de 13,000 pacientes en 2018 con resultados exitosos. Además, la compañía apoya las actividades de investigación, que es un diferenciador importante contra otros grupos de hospitales.

Con respecto al equipo administrativo, creemos que su historial de creación de valor es muy sólido. Una clara evidencia de esto es que los ingresos, el EBITDA y la utilidad neta de MÉDICA han crecido a una tasa anual compuesta del 8.1%, 4.1% y 2.4%, respectivamente, durante el período 2008-2019.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Gráfica 9.- Ingresos, EBITDA y Utilidad Neta (2008-U12M)

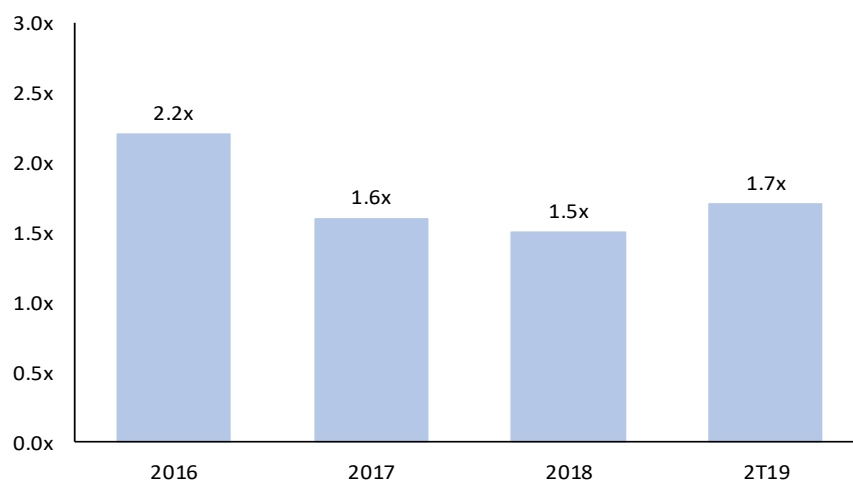


Fuente: MÉDICA

Sólida Estructura Financiera

MÉDICA reportó una razón de deuda neta / EBITDA de 1.7 veces al cierre del 2T19, que está en línea con los niveles históricos.

Gráfica 10.- Deuda Neta / EBITDA (veces)



Fuente: MÉDICA

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tecnología de Punta

La compañía está equipada con algunos de los equipos médicos más avanzados del mundo, como una unidad de radioterapia estereotáctica corporal (SBRT), un acelerador lineal *Varian Clinac IX* para radioterapia, una unidad de radiocirugía *Gamma Knife Perfexion*, láser de luz verde, una unidad de diagnóstico *Axiom Artis*, un microscopio *Pentero 900* para medicina nuclear, torres laparoscópicas en resolución 4K, un dispositivo *Lasik* para corrección de miopía y astigmatismo, rehabilitación cardiovascular y sistemas de evaluación de isquemia, una línea robótica de análisis clínico, un microscopio *OPMI Lumera 700*, una Romografía Resonancia Magnética, así como los recién incorporados *PET-CT mCT Flow*, el equipo de rayos X *YSiO MAX*, nuevas salas de cirugía con *endosuite* y salas de hospitalización totalmente renovadas.

MÉDICA fue el primer centro hospitalario fuera de los EE.UU. en integrarse a la “*Mayo Clinic Care Network*”, la cual le brinda acceso a tecnología y conocimiento de clase mundial.

FAVORABLES PERSPECTIVAS DE MÉDICA

Creemos que las perspectivas de crecimiento de MÉDICA son favorables, ya que esperamos que sus ingresos, EBITDA y utilidad neta crezcan a una tasa anual promedio del 4.1%, 8.2% y 3.7%, respectivamente, durante el período 2019-2024.

Los ingresos de MÉDICA se verán impulsados por los aumentos de precio en línea con la inflación y por un volumen ligeramente mayor de pacientes atendidos. Creemos que la empresa se beneficiará del crecimiento y del envejecimiento de la población mexicana, que continuará sufriendo enfermedades de países desarrollados como la diabetes. Esto se verá parcialmente compensado por la intensa competencia que existe en el sector.

Creemos que el margen de EBITDA de MÉDICA se expandirá gradualmente hasta 21.9% en 2024, a partir de 17.3% en 2019, principalmente como resultado de las economías de escala, de la reducción de personal que la compañía implementó a fines del año pasado así como de un estricto control de costos y gastos principalmente en sus áreas administrativas.

Vale la pena mencionar que alrededor del 10% de los costos y gastos de MEDICA están denominados en dólares, lo cual significa que la empresa es ligeramente vulnerable a una devaluación del peso mexicano. Sin embargo, en nuestro modelo, asumimos que el tipo de cambio se ajusta gradualmente a P\$22.0 para fines de 2024, lo cual limitará el impacto en la estructura de costos y gastos de la compañía.

Esperamos que la compañía registre una tasa de impuestos del 30.0% en el futuro. Esto generará un crecimiento de la utilidad neta a una tasa anual promedio del 3.7%, como mencionamos anteriormente.

Creemos que las inversiones de capital de MÉDICA serán de alrededor de P\$150 millones en 2019 (que representarán el 4% de los ingresos), los cuales se destinarán principalmente a la adquisición de equipo y continua modernización de las instalaciones. Este indicador probablemente alcanzará P\$240 millones en 2024, lo que representará el 5% de las ventas.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

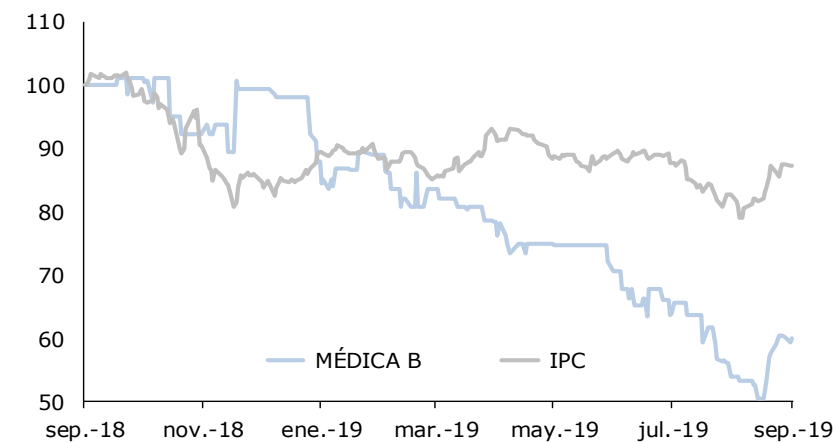
Anticipamos que MÉDICA generará un flujo de efectivo libre positivo durante los próximos años. Esto le permitirá reducir su apalancamiento de los niveles actuales de 1.7 veces (2T19) a solamente 1.6 veces a finales de 2024. Descartamos la adquisición de nuevas compañías, ya que esperamos que MÉDICA se concentre en la reestructura de LMS a través del dividendo en especie en el futuro inmediato. A mediano y largo plazo, anticipamos que MÉDICA se enfocará en seguir mejorando sus operaciones hospitalarias.

VALUACIÓN

Desempeño vs. IPC

Las acciones de MÉDICA han tenido un rendimiento inferior al del IPC durante los últimos 12 meses, creemos que como resultado de que los inversionistas se están alejando de las acciones mexicanas de media y baja capitalización ya que las consideran como un activo riesgoso tomando en cuenta las condiciones macroeconómicas actuales. Sin embargo, creemos que las acciones de MÉDICA ya han alcanzado una valuación muy atractiva. Por lo tanto, esperamos que superen al IPC en el mediano plazo.

Gráfica 11.- MÉDICA B vs. IPC



Bloomberg

Fuente:

Comparativo Internacional

Las acciones de MÉDICA cotizan a un VE/EBITDA proyectado de solamente 5.0 veces, a un P/U estimado de 15.4 veces y a un P/VL de 0.7 veces. Estos múltiplos se comparan contra los promedios de 22.6 veces, 42.8 veces y 3.7 veces, respectivamente, de las cadenas de hospitales de mercados emergentes, y contra los promedios de 8.4 veces, 14.0 veces y 7.6 veces, respectivamente, de las cadenas de hospitales de mercados desarrollados. Aunque

MÉDICA: Inicio de Cobertura

creemos que MÉDICA debe de cotizar a un descuento contra sus contrapartes internacionales debido a su dependencia en un sólo hospital, creemos que el descuento actual es excesivo.

Tabla 2.- Valuación de Empresas Hospitalarias Internacionales

Empresa	País	Precio (US\$) 10-Sep-19	Valor (Millones de USD)	VE / EBITDA U12M	2019E	2020E	U12M	P / U 2019E	2020E	Δ% EBITDA	D. Neta EBITDA	ROE	Margen EBITDA	Rend. Div.
Mercados Emergentes														
Médica Sur	México	\$ 1.07	131	5.8x	5.0x	4.9x	17.4x	15.4x	17.3x	20%	3%	1.7x	4.1	21.2
Aier Eye Hospital Group	China	\$ 4.82	14,939	48.3x	43.5x	33.9x	48.2x	78.5x	59.5x	25%	28%	(0.1x)	21.7	23.5
Bangkok Dusit Medical Services	Tailandia	\$ 0.80	12,556	17.8x	23.2x	20.9x	27.9x	37.9x	34.2x	10%	10%	0.9x	20.3	30.3
IHH Healthcare Bhd	Malasia	\$ 1.38	12,151	21.1x	18.6x	16.4x	73.7x	51.5x	40.6x	24%	12%	2.2x	2.8	21.6
Ryman Healthcare LTD	Nueva Zelanda	\$ 8.54	4,269	97.3x	29.4x	26.4x	19.2x	25.5x	22.8x	236%	13%	17.0x	15.9	20.4
Bumrungrad Hospital Public Compa	Tailandia	\$ 4.54	3,309	17.0x	15.3x	14.8x	27x	25.0x	23.8x	2%	6%	(1.0x)	21.6	32.3
Apollo Hospitals Enterprise Ltd.	India	\$ 20.80	2,893	22.2x	17.1x	14.7x	85.7x	56.4x	40.9x	27%	15%	n.d.	n.d.	n.d.
Mitra Keluarga Karyasehat Tbk	Indonesia	\$ 0.17	2,466	34.5x	33.7x	30.2x	54.6x	50.8x	46.3x	13%	10%	(1.1x)	16.3	34.5
Bangkok Chain Hospital	Tailandia	\$ 0.52	1,303	20.6x	18.2x	16.6x	37.6x	33.0x	29.6x	16%	10%	2.0x	19.9	26.9
KPJ Healthcare Bhd	Malasia	\$ 0.22	926	11.7x	10.4x	9.9x	21.7x	21.1x	19.3x	11%	6%	4.3x	10.2	15.7
China Resources Medican Holdings	China	\$ 0.66	862	7.6x	8.0x	6.9x	14.3x	15.6x	13.8x	(9%)	12%	(2.4x)	7.3	28.4
Chularat Hospital PCL	Tailandia	\$ 0.08	855	28.5x	23.9x	20.8x	48.8x	38.9x	34.1x	13%	14%	1.0x	16.0	21.5
Medikaloka Hermina Tbk	Indonesia	\$ 0.25	741	20.0x	15.1x	12.4x	84.7x	52.1x	42.6x	26%	21%	0.9x	9.3	n.d.
Total / Promedio Mercados Emergentes			57,401	24.0x	22.6x	19.9x	37.8x	42.8x	36.5x	21%	13%	2.1x	14.7	25.1
Mercados Desarrollados														
HCA Healthcare Inc	EE.UU.	\$ 130.10	44,362	8.5x	8.2x	7.7x	12.2x	12.3x	11.4x	9%	5%	3.6x	n.d.	19.7
Universal Health Services	EE.UU.	\$ 155.37	13,749	10.7x	9.6x	9.2x	17.1x	15.1x	14.4x	14%	4%	2.5x	14.9	15.5
Korian SA	Francia	\$ 38.72	3,202	13.6x	11.1x	10.3x	23.6x	21.3x	18.1x	8%	9%	9.3x	4.8	18.7
The Ensign Group Ltd.	EE.UU.	\$ 48.35	2,581	14.7x	14.1x	12.7x	25.0x	20.2x	17.6x	56%	11%	3.8x	11.8	12.1
Tenet Healthcare Corp.	EE.UU.	\$ 24.20	2,503	9.1x	7.2x	6.7x	(156.5x)	9.9x	8.0x	17%	5%	6.6x	n.d.	12.5
Terveystalo Oyj	Finlandia	\$ 9.66	1,237	11.8x	10.2x	9.4x	20.2x	19.0x	15.9x	31%	7%	4.1x	10.6	15.8
Target Hospitality Corp.	EE.UU.	\$ 7.00	737	28.1x	6.6x	5.2x	(563.8x)	16.6x	9.5x	n.d.	19%	9.6x	(0.6)	24.4
Community Health Systems	EE.UU.	\$ 3.30	390	15.7x	8.6x	8.5x	(0.4x)	(1.9x)	(2.7x)	79%	2%	14.0x	n.d.	7.0
American Renal Associates	EE.UU.	\$ 10.94	356	8.1x	8.8x	8.3x	(12.5x)	(80.7x)	(59.8x)	(12%)	5%	n.d.	n.d.	n.d.
Total / Promedio Mercados Desarrollados			69,117	9.7x	8.4x	8.0x	18.4x	14.0x	12.6x	17%	5%	6.7x	8.3	15.7

Fuente: Miranda Global Research; n.d. = no disponible

Nota: Todas las cifras están en dólares

Modelo de Flujos Descontados (DCF)

Establecimos un precio objetivo de P\$26.50 por acción para finales del año para las acciones de MÉDICA (incluyendo a LMS) por medio de un modelo de flujos descontados que incluye una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2.7% en términos nominales y una tasa de descuento (WACC) de 12.0%. Para calcular la WACC, utilizamos un costo de capital del 13.5%, un costo de deuda antes de impuestos del 10.3% y una razón de deuda a capital a finales del año actual de 24.1%. También utilizamos una Beta de 1, que es más alta que la Beta actual de MÉDICA de 0.243 para ser conservadores con respecto al cálculo de WACC.

Es importante mencionar que nuestro precio objetivo de P\$26.50/acción no incluye el valor de las importantes propiedades inmobiliarias de MÉDICA, las cuales estimamos que tienen un valor de mercado de P\$1.7-2.0 mil millones, equivalente a P\$13.90/acción. Sin embargo, creemos que dicho valor se reconocerá una vez que estas propiedades se vendan, lo cual es poco probable que ocurra durante el resto del año dada la situación macroeconómica prevaleciente. Este valor podría cambiar dependiendo del esquema de venta que MÉDICA estructure (podría ser menor en una operación de venta y arrendamiento posterior).

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tabla 3.- Modelo de Flujos Descontados

(Cifras en Millones de P\$)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Perp.
UT. OPERACIÓN	459	488	524	565	602	618
Tasa de Impuestos	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Efecto Fiscal en la Ut. Oper.	-138	-146	-157	-170	-181	-185
NOPLAT	321	341	367	396	422	433
Depreciación	336	352	368	384	400	411
Cambios Cap. Trabajo	-38	-40	-40	-39	-40	-41
CAPEX	-160	-180	-200	-220	-240	-300
FCFF	459	473	495	521	542	502
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						2.7%
VP del Periodo Explícito (2020 - 2024E)						1,778
Valor de la Perpetuidad						5,392
VP de la Perpetuidad						2,733
Valor de la Empresa						4,511
Deuda Neta						1,243
Interés Minoritario						1
Valor de Mercado						3,267
Acciones en Circ.						123
Precio Objetivo						P\$ 26.50
Precio de Mercado Actual						P\$ 20.80
Rendimiento Potencial c/ Dividendos						27.4%
VE/EBITDA Estimado						5.8x
P/U Estimado						22.3x
Costo Promedio de la Deuda						10.3%
Tasa de Impuestos de LP						30.0%
Costo de Deuda Después de Impuestos						7.2%
Costo de Capital						13.5%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.0%
Tasa Libre de Riesgo						7.5%
Beta						1.00
% Deuda Total						24.1%
% Capital						75.9%
WACC						12.0%

Fuente: Miranda Global Research

Análisis de Sensibilidad

Llevamos a cabo un análisis de sensibilidad del precio objetivo de MÉDICA basado en diferentes niveles de EBITDA, utilidad neta y múltiplos objetivo. Nos sentimos cómodos con nuestro precio objetivo de P\$26.50/acción, ya que implica que las acciones de MÉDICA cotizarán a un VE/EBITDA proyectado de 5.8 veces y a un P/U estimado de 22.3 veces a finales del año actual, los cuales se comparan contra los promedios de 9.5 veces y 21.0 veces, respectivamente, de los últimos cinco años.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tabla 4.- Análisis de Sensibilidad, EBITDA vs. VE/EBITDA

	-10%	-5%	<i>Original</i>	+5%	+10%
EBITDA Estimado	717	755	795	834	876
VE/EBITDA Obj.					
4.3x	14.14	15.45	16.84	18.22	19.67
4.8x	17.05	18.52	20.06	21.60	23.22
5.3x	19.96	21.58	23.28	24.99	26.78
5.8x	22.87	24.64	26.50	28.37	30.33
6.3x	25.77	27.70	29.73	31.75	33.88
6.8x	28.68	30.76	32.95	35.14	37.44

Fuente: Miranda Global Research

Tabla 5.- Análisis de Sensibilidad, Utilidad Neta vs. P/U

	-10%	-5%	<i>Original</i>	+5%	+10%
Ut. Neta Estimada	132	139	146	154	161
P/U Obj.					
19.3x	20.71	21.80	22.95	24.09	25.30
20.3x	21.78	22.93	24.13	25.34	26.61
21.3x	22.85	24.05	25.32	26.58	27.91
22.3x	23.92	25.18	26.50	27.83	29.22
23.3x	24.99	26.31	27.69	29.08	30.53
24.3x	26.06	27.43	28.88	30.32	31.84

Fuente: Miranda Global Research

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

MÉDICA es una empresa privada dueña del hospital MÉDICA Tlalpan, en el sur de la Ciudad de México. Este hospital tiene 190 camas, 15 quirófanos, 15 unidades de cuidados intensivos (UCI), 13 unidades de emergencia para adultos, 3 cubículos de pediatría, uno para ortopedia y 542 consultorios médicos distribuidos en tres torres.

La empresa cuenta con departamentos especializados, como el Centro Oncológico Integral, la Unidad de Radioterapia, el Centro de Neurología y Neurocirugía, servicios de Gastroenterología, Urología, Hemodinamia, Hemodiálisis, tomografía por emisión de positrones, imagenología, resonancia magnética y el Centro Integral de diagnóstico y tratamiento, entre otros.

MÉDICA ofrece enseñanza y capacitación a los médicos jóvenes, y participa y publica investigaciones científicas, a través de su unidad de los investigadores adscritos al CONACYT. Las acciones de MÉDICA fueron listadas en la Bolsa Mexicana de Valores en 1994.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Bienes Raíces

MÉDICA es dueña de los siguientes bienes raíces:

- propiedad de 5 hectáreas junto a su hospital de Tlalpan en la Ciudad de México. La compañía originalmente había vendido parte de este terreno a Grupo Sordo Madaleno (GSM), una compañía de bienes raíces de lujo. Sin embargo, dicha transacción se canceló el 2 de mayo pasado derivado de la cancelación de polígonos de actuación en la CDMX. Estimamos que dicha propiedad tiene un valor de mercado de alrededor de P\$1.5-1.7 mil millones (con un costo fiscal de P\$931 millones a finales de 2018).
- La compañía es dueña de 10,654 metros cuadrados en Tlalpan, cerca del Periférico, donde se encuentran sus oficinas corporativas. Esta propiedad tiene un valor de mercado de alrededor de P\$100-130 millones (con un costo fiscal de P\$122 millones).
- MÉDICA también es propietaria de un terreno de 3,576 M2 en las Lomas de Chapultepec. Estimamos que el valor de mercado de dicho activo es de alrededor de P\$110-140 millones (con un costo fiscal de P\$136 millones).

Laboratorios

MÉDICA actualmente es dueña de 126 laboratorios de análisis clínico. Conservará 9 unidades de laboratorio y la sucursal madre al interior del complejo hospitalario, así como el centro de procesamiento de muestras. El resto de las unidades se separarán como parte del proceso de reestructura a través del dividendo de LMS.

En la actualidad compiten con otros laboratorios clínicos como "Laboratorio Médico el Chopo", "Salud Digna", "Quest" y "Biomédica", entre otros. El "Laboratorio Médico del Chopo" cuenta con 200 laboratorios y 23 centros especializados en todo el país, por lo que es la red más grande. "Salud Digna" tiene 60 laboratorios en México y Estados Unidos, "Quest" tiene 34 en México y "Biomédica" tiene 12 también en México. La competencia de precios en este sector es muy intensa ya que algunas de las cadenas, como "Salud Digna", son propiedad de fundaciones sin fines de lucro.

Consejo de Administración / Gobierno Corporativo

El Consejo de Administración de MÉDICA tiene 20 miembros, de los cuales 12 son independientes, cumpliendo así con la Ley del Mercado de Valores de México, la cual establece que al menos el 25% de los miembros deben ser independientes.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tabla 6.- Consejo de Administración

Nombre	Posición	Independencia
Lic. Enrique Castillo Sánchez Mejorada	Consejero Propietario	Independiente
Lic. Joaquín Vargas Guajardo	Consejero Propietario	Independiente
Dr. Carlos Elizondo Mayer-Serra	Consejero Propietario	Independiente
Lic. Santiago Garza Borde	Consejero Propietario	Independiente
Lic. Alonso de Garay Gutiérrez	Consejero Propietario	Independiente
C.P. Manuel Sánchez y Madrid	Consejero Propietario	Independiente
Dr. Xavier Soberón Mainero	Consejero Propietario	Independiente
Dra. Xochitl Castañeda	Consejero Propietario	Independiente
Lic. Daniel Antonio del Rio Loaiza	Consejero Propietario	Independiente
Lic. Alejandro Quiroz Pedrazzi	Consejero Propietario	Independiente
Lic. Eduardo A. Henkel Pérez-Castro	Consejero Propietario	Independiente
Mtro. Francisco D. González Albuérne	Consejero Propietario	Independiente
Dr. Misael Uribe Esquivel	Consejero Propietario	Relacionado
Dr. Eduardo González Pier	Consejero Propietario	Relacionado
Dra. Martha Helena Ramos Ostos	Consejero Propietario	Relacionado
Dr. Octavio Gonzalez Chon	Consejero Propietario	Relacionado
Lic. Juan Carlos Grieria Hernando	Consejero Propietario	Relacionado
Dr. José Manuel Correa Roveló	Consejero Propietario	Relacionado
Ing. Genaro Borrego Estrada	Consejero Propietario	Relacionado
Ing. Mario Federico Sicilia Bernard	Consejero Propietario	Relacionado
Lic. Cuauhtémoc R. Santa-Ana Otero	Secretario no Consejero	

Fuente: MÉDICA

Además, MÉDICA tiene un Comité de Auditoría, que incluyen cuatro miembros, 3 de ellos independientes, y un Comité de Prácticas Corporativas que incluye 5 miembros, 3 de ellos independientes. Estos comités aseguran el cumplimiento de las regulaciones existentes y ayudan a supervisar las operaciones de la compañía.

Equipo Médico y Administrativo

MÉDICA tiene un sólido equipo de gestión que incluye médicos y ejecutivos muy talentosos. El Director General es Juan Carlos Grieria Hernando, quien ha sido miembro de la Junta Directiva desde 2004. Marisol Vázquez Mellado Mollón, la Directora de Finanzas y Administración, cuenta con 27 años de experiencia en empresas que cotizan en bolsa. El director médico es el Dr. Octavio González Chon, quien cuenta con especialidades en medicina interna, medicina crítica, anestesiología y anestesiología cardiovascular, además ha formado parte del Consejo de Administración de MEDICA desde hace 21 años.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tabla 7.- Funcionarios Relevantes – Equipo Médico y Administración

Nombre	Cargo
Dr. Misael Uribe Esquivel	Presidente del Consejo de Administración
Lic. Juan Carlos Griera Hernando	Director General
C.P. Marisol Vázquez Mellado Mollón	Directora de Finanzas y Administración
Dr. Octavio González Chon	Director Médico
Dra. Sandra María del Carmen García López	Directora de Medicina y Hospitalización
Dr. José Manuel Correa Roveló	Director de Operaciones
Dr. Rodolfo Barragán García	Director de Cirugía
Dr. Pedro Yeverino Suárez	Jefe de Urgencias
Dr. Silvio Antonio Ñamendys Silva	Jefe de Terapia Intensiva
Dr. Mario Luis Roca Cabrera	Jefe de Terapia Respiratoria
Dr. Héctor Baptista González	Jefe de Banco de Sangre
Dr. Luis Assad Simón Pereira	Jefe de Servicio de Ginecología y Obstetricia
Dr. Carlos Federico Ortiz Hidlago	Jefe de Anatomía Patológica
Dra. María José García Pasquel	Jefe de Neonatología
Dr. Eduardo Emir Cervera Ceballos	Jefe de Centro Oncológico
Dra. Adela Poitevin Chacón	Jefe de Radioterapia
Dr. Ramiro del Valle Robles	Jefe de Unidad Gamma Knife
Dr. Norberto Carlos Chávez Tapia	Jefe de Gastroenterología, Hepatología y Endoscopia
Dr. Bernardo Gabilondo	Jefe de Urología
Dr. Alejandro Zavala Reina	Jefe de Unidad de Neurofisiología
Dr. Álvaro Lomelí Rivas	Jefe de Medicina de Rehabilitación
Dra. Martha Elena Ramos Ostos	Directora del Centro de Diagnóstico y Tratamiento (CIDyT)
Dr. Luis Felipe Alva López	Jefe de Unidad de Imagenología
Dr. Rodrigo Hernández Ramírez	Jefe de Medicina Nuclear
Lic. Ana Lara	Jefe de Nutrición
Dr. Luis Enrique Soto Ramírez	Jefe de Infectología y UVEH
Dr. Francisco Sánchez Girón	Director de Centros de Proceso
Dr. Eduardo Gonzalez Pier	Director General de Fundación Médica Sur
Dr. Misael Uribe Ramos	Director de Turismo Médico
Dra. Carmen García	Directora Académica
Lic. Francisca Vázquez	Directora de Enfermería
Lic. Concepción Guadalupe Arriaga Ruiloba	Directora de Mercadotecnia, Comunicación y Eventos Especiales
Ing. José Luis Torres Infante	Director de Sistemas y TI
Lic. Cuauhtémoc Rafael Santa-Ana Otero	Director Jurídico
Dr. Jorge Hernández Ortiz	Director del Comité de Adquisiciones Estratégicas

Fuente: MÉDICA

Estructura Accionaria

El capital de MÉDICA está representado por 123,281,750 acciones. Tienen una baja liquidez ya que el importe diario ha promediado P\$502,000 (alrededor de US\$26,000) durante los últimos seis meses.

Neuco S.A.P.I. de C.V. es el accionista mayoritario de MÉDICA ya que es dueño de un 50.01% de las acciones en circulación. El 49.9% restante de las acciones son flotantes.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Resultados del 2T19: EBITDA Mejora Por IFRS 16 Pero Utilidad Cae

Las ventas de MÉDICA aumentaron 3.1% AsA a P\$938.3 millones, apoyadas por la mayor actividad hospitalaria y quirúrgica, así como mayores ingresos en los servicios clínicos y en las áreas de diagnóstico.

El número de pacientes se incrementó un 4.3% AsA a 3,376. La estancia promedio disminuyó a 2.90 días, a partir de 3.04 días. Como resultado, la tasa de ocupación cayó un 0.2% interanual a 56.7%, lo que equivale a 107.7 días cama promedio. Sin embargo, el área de Diagnóstico y de Análisis Clínico experimentó un menor número de pacientes en el trimestre.

El costo de ventas aumentó 2.4% AsA, lo cual hizo que el margen bruto fuera de 31.3% en el 2T19, a partir de 30.8% en el 2T18. Los gastos administrativos y de ventas avanzaron 3.2% AsA, mientras que los otros gastos operativos disminuyeron 57.3% AsA. Esto se tradujo en un margen de EBITDA del 21.7% en el 2T19, desde 18.0% en el 2T18. El EBITDA aumentó 24.3% AsA a P\$203.7 millones. Esto incluyó un beneficio relacionado con el IFRS 16 de P\$25.4 millones en el trimestre actual.

El costo integral de financiamiento creció 63.4% AsA a P\$53.6 millones principalmente como resultado de los intereses extraordinarios relacionados con el reintegro del depósito a GSM, así como de la aplicación de la norma *IFRS 16*. La utilidad neta trimestral disminuyó 19.7% AaA a P\$40.9 millones.

Perfil de Deuda / Vencimientos

MÉDICA presentó una deuda total y arrendamientos de P\$1,552 millones a finales del 2T19. La deuda bancaria fue de P\$1,224 millones, de los cuales un 43% tenía una tasa fija de 9.745% y el 57% tenía una tasa variable de TIIE más 125-360 pb. Está totalmente denominada en pesos mientras que su costo promedio fue de 10.3%. El perfil de vencimientos está bien estructurado, ya que la compañía solamente enfrenta P\$131 millones en 2019, mientras que el resto vence entre 2020 y 2024.

El efectivo e inversiones temporales fue de P\$171.4 millones al cierre del trimestre, lo cual se tradujo en una relación deuda neta a EBITDA de 1.7x.

Dividendos

MÉDICA ha pagado dividendos en efectivo con un rendimiento promedio del 2.1% durante los últimos 10 años. Creemos que después de la reestructura de LMS, la compañía seguirá distribuyendo dividendos en efectivo con un rendimiento similar.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tabla 8.- Dividendos Históricos de MÉDICA

Año	Dividendo Por Acción (P\$)	Dividendo Total (Mill. de P\$)	Rendimiento del Dividendo
2008	\$ 0.54	\$ 63.00	2.4%
2009	\$ 0.58	\$ 68.00	2.3%
2010	\$ 0.58	\$ 68.00	2.3%
2011	\$ 0.55	\$ 67.80	2.3%
2012	\$ 0.86	\$ 106.50	2.9%
2013	\$ 0.84	\$ 103.60	2.4%
2014	\$ 0.85	\$ 104.80	1.5%
2015	\$ 0.68	\$ 83.80	1.7%
2016	\$ 0.70	\$ 86.30	1.8%
2017	\$ 0.61	\$ 75.00	1.5%
2018	\$ 0.62	\$ 76.60	1.8%

Fuente: MÉDICA

REESTRUCTURA DE LABORATORIOS MÉDICA SUR (LMS)

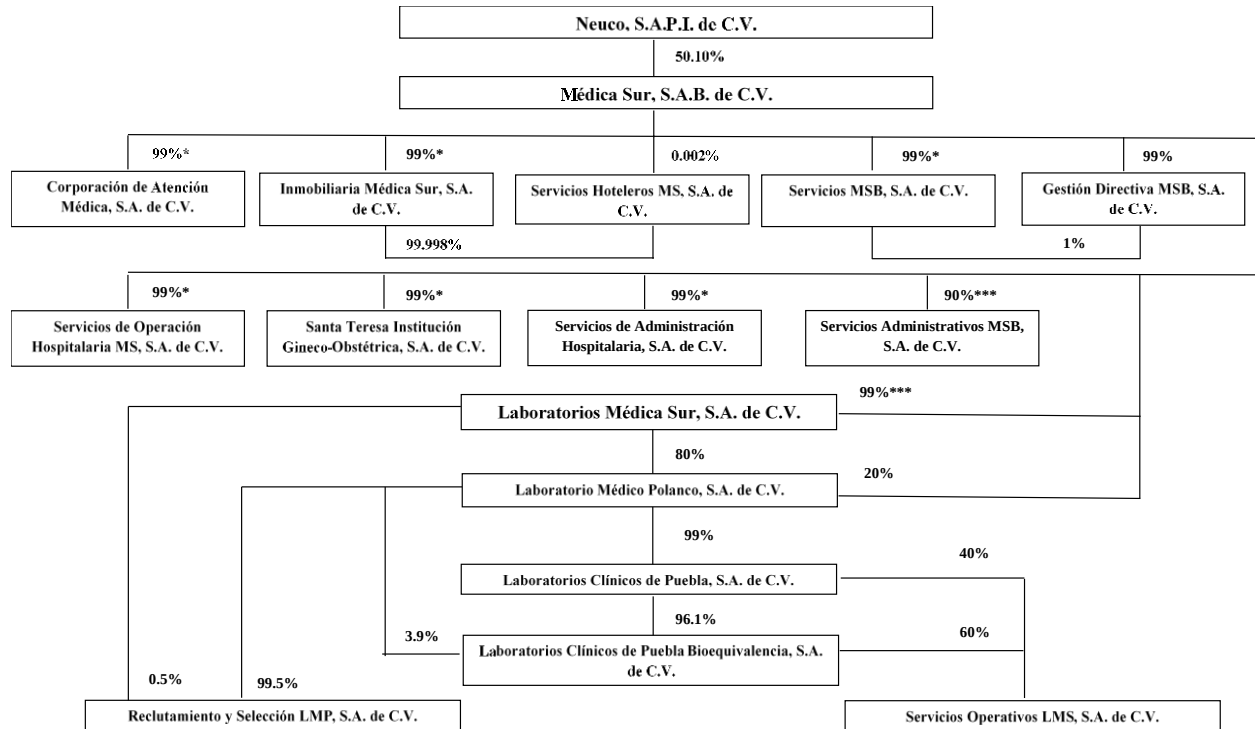
El 30 de abril de 2019, los accionistas de MÉDICA aprobaron una reestructura corporativa mediante la cual la empresa conservará 10 sucursales de laboratorio bajo la marca MS y escindirá los 116 laboratorios restantes. Esta transacción tiene que llevarse a cabo a más tardar en enero de 2020 ya que de otra forma se cancelará.

Como resultado, los accionistas de MÉDICA recibirán acciones de LMS con un valor inicial de P\$11.2530/acción de acuerdo con el "Folleto Informativo" de la transacción. La empresa nos comentó que este precio equivale a un múltiplo EV/EBITDA reportado de 10.2 veces. Esperamos que este valor cambie de acuerdo con las condiciones de mercado prevalecientes al momento de la separación de las dos entidades.

Una vez que la reestructura accionaria se lleve a cabo, Neuco S.A.P.I. de C.V. se mantendrá como el accionista controlador de las dos empresas, MÉDICA y LMS, con el 50.1% de las acciones en circulación. Por lo tanto, el porcentaje de acciones flotantes será del 49.9% después de dicha transacción.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Grafica 12 - Estructura Corporativa Actual de MÉDICA



Notas:

* El porcentaje restante de las acciones pertenecen a Neuco, S.A.P.I. de C.V.

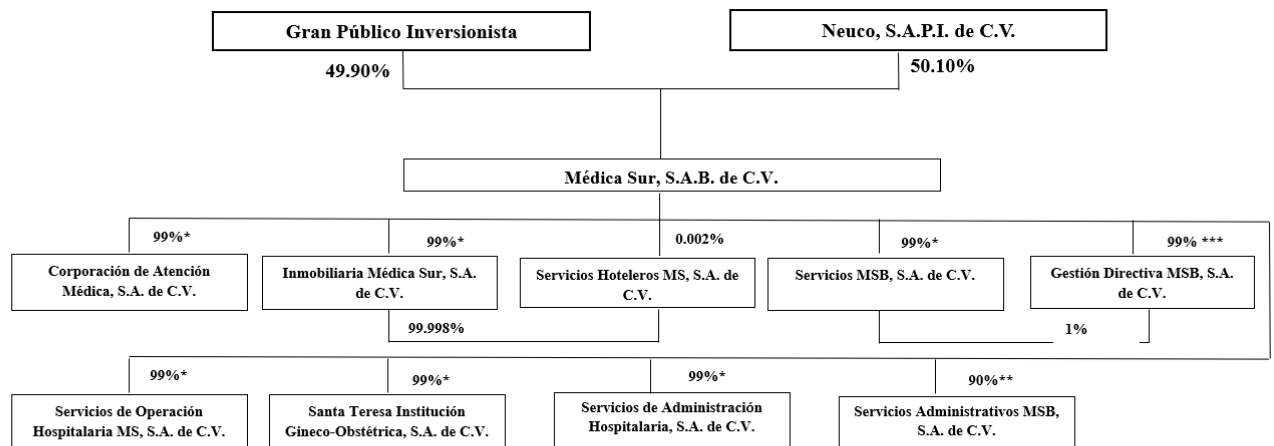
**** El 49.9% restante de las acciones de Médica Sur, S.A.B. de C.V. se encuentran distribuidas entre diversos accionistas.**

*** El porcentaje restante de las acciones pertenecen a Corporación de Atención Médica, S.A. de C.V.

Fuente: MÉDICA

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Gráfica 13.- Estructura Corporativa de MÉDICA post reestructura de LMS



Notas:

* El porcentaje restante de las acciones pertenecen a Neuco, S.A.P.I. de C.V.

** El porcentaje restante de las acciones pertenecen a Corporación de Atención Médica, S.A. de C.V.

*** El porcentaje restante de las acciones pertenecen a Servicios MSB, S.A. de C.V.

Tabla 9.- Precio de Mercado de LMS dependiendo de Diferentes Niveles de Múltiplos

	EV/EBITDA U12M	Precio Por Acción
	14.0x	\$ 11.63
	13.0x	\$ 11.11
	12.0x	\$ 10.59
Valuación Inicial =>	10.2x	\$ 11.25
	10.0x	\$ 9.56
	9.0x	\$ 9.05
	8.0x	\$ 8.53
	7.0x	\$ 8.02
	6.0x	\$ 7.50
	5.0x	\$ 6.98

Fuente: MÉDICA, Miranda Global Research

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Tabla 10.- Valuación de MÉDICA Post-Dividendo en Especie de LMS

	Precio de Médica Pre-Reestructura	Precio Inicial LMS	Precio de Médica Post-Reestructura	VE/EBITDA 2019E de Médica Post-Reestructura
	\$ 15.00	\$ 11.25	\$ 3.75	2.4x
	\$ 16.00	\$ 11.25	\$ 4.75	2.6x
	\$ 17.00	\$ 11.25	\$ 5.75	2.8x
	\$ 18.00	\$ 11.25	\$ 6.75	3.0x
	\$ 19.00	\$ 11.25	\$ 7.75	3.2x
	\$ 20.00	\$ 11.25	\$ 8.75	3.5x
Precio Actual =>	\$ 20.80	\$ 11.25	\$ 9.55	3.6x
	\$ 21.00	\$ 11.25	\$ 9.75	3.7x
	\$ 22.00	\$ 11.25	\$ 10.75	3.9x
	\$ 23.00	\$ 11.25	\$ 11.75	4.1x
	\$ 24.00	\$ 11.25	\$ 12.75	4.4x

Fuente: MÉDICA, Miranda Global Research

PRINCIPALES RIESGOS DE INVERSIÓN

Fuerte Competencia. La industria mexicana de hospitales es altamente competitiva en términos de precio, calidad, servicios, ubicación y reputación. MÉDICA compite no sólo con otros hospitales, sino también con laboratorios y clínicas en todo el país. Estos últimos pudieran ofrecer menores precios, pero no compiten en términos de calidad con MÉDICA.

Volatilidad Macroeconómica. El desempeño de la industria de servicios de salud está vinculado a la economía mexicana. La demanda de los servicios de MÉDICA puede verse afectada por la volatilidad en los tipos de cambio, las tasas de interés y/o la tasa de inflación. Alrededor del 10% de los costos y gastos de MÉDICA están denominados en dólares. Sin embargo, la compañía puede transferir los aumentos de costos en un período relativamente corto.

Cambios Adversos en las Regulaciones Sanitarias o Fiscales. MÉDICA está sujeta a estrictas normas de salud, higiene y estándares medioambientales. El mayor riesgo al que se enfrenta un hospital es no cumplir con estas regulaciones, lo cual podría poner en peligro su reputación. La empresa también está expuesta a cambios en las políticas fiscales del gobierno.

Dependencia en el Equipo Médico. MÉDICA depende en gran medida de la calidad y desempeño del equipo médico. Cualquier error médico o mal funcionamiento del equipo, puede dañar la reputación de la empresa o generar demandas.

Dependencia de un Hospital. MÉDICA depende del desempeño de su hospital de Tlalpan, el cual está situado cerca de otros hospitales de los competidores. Cualquier incidente en esta instalación o en el área circundante puede tener un efecto negativo en los resultados de la empresa.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

Cambios en las Condiciones de los Seguros Médicos. Esto podría afectar la rentabilidad de MÉDICA y podría hacer que los asegurados se atiendan en hospitales más baratos.

Continuos Avances Tecnológicos. El equipo médico normalmente requiere un mantenimiento costoso. Hay un número limitado de fabricantes de tales equipos, y cualquier falla o interrupción puede tener efectos negativos en el desempeño del hospital. Cualquier desperfecto en los sistemas de información puede afectar la forma en la cual la compañía atiende a sus pacientes y almacena datos.

Baja Capitalización de Mercado y Baja Liquidez de las Acciones. MÉDICA tiene una capitalización de mercado de US\$121 millones con un importe promedio diario de solamente P\$502,087 (alrededor de US\$26,342) durante los últimos seis meses.

Inversiones Inesperadas en el Desarrollo de las Propiedades Inmobiliarias. Para crecer de manera significativa, MÉDICA tiene que adquirir algún otro hospital o desarrollar uno nuevo en sus propiedades inmobiliarias, lo cual puede resultar oneroso. Sin embargo, descartamos que esto suceda en el mediano plazo debido a que MÉDICA cuenta con capacidad suficiente en estos momentos.

MÉDICA: Inicio de Cobertura

PROYECCIONES FINANCIERAS – MÉDICA SUR

(Cifras en Millones de Pesos)

ESTADO DE RESULTADOS	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Ventas	3,608	3,731	3,888	4,051	4,221	4,399	4,585	5%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Costo de Ventas	-2,487	-2,589	-2,689	-2,787	-2,888	-2,995	-3,110	10%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Utilidad Bruta	1,121	1,142	1,199	1,264	1,333	1,404	1,475	-4%	2%	5%	5%	5%	5%	5%
Margen Bruto	31.1%	30.6%	30.8%	31.2%	31.6%	31.9%	32.2%							
Gastos Generales	-737	-697	-708	-740	-769	-795	-825	11%	-5%	2%	5%	4%	3%	4%
Utilidad de Operación	400	432	459	488	524	565	602	-22%	8%	6%	6%	7%	8%	7%
Margen de Operación	11.1%	11.6%	11.8%	12.0%	12.4%	12.8%	13.1%							
Depreciación y Amortización	-225	-325	-336	-352	-368	-384	-400	2%	44%	4%	5%	5%	4%	4%
EBITDA	625	757	795	840	892	949	1,002	-15%	21%	5%	6%	6%	6%	6%
Margen de EBITDA	17.3%	20.3%	20.4%	20.7%	21.1%	21.6%	21.9%							
Ganancia Financiera	16	7	-41	-45	-49	-53	-53	174%	-55%	-690%	10%	9%	8%	0%
Costo Financiero	-145	-194	-208	-221	-232	-242	-249	2%	34%	7%	6%	5%	4%	3%
Ut. Antes de Impuestos	271	245	209	222	243	270	300	-28%	-10%	-15%	6%	10%	11%	11%
ISR y PTU	-101	-79	-63	-66	-73	-81	-90	-16%	-22%	-20%	6%	10%	11%	11%
Tasa de Impuestos y PTU	37.4%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%							
Utilidad Neta	169	166	146	155	170	189	210	-27%	-2%	-12%	6%	10%	11%	11%
Acciones en Circulación	123	123	123	123	123	123	123	0%	-0%	0%	0%	0%	0%	0%
UPA	P\$ 1.37	P\$ 1.35	P\$ 1.19	P\$ 1.26	P\$ 1.38	P\$ 1.53	P\$ 1.70	-27%	-2%	-12%	6%	10%	11%	11%
BALANCE GENERAL	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ACTIVO TOTAL	5,464	5,964	6,145	6,328	6,511	6,696	6,881	-2%	9%	3%	3%	3%	3%	3%
Activo Circulante	1,050	846	908	970	1,034	1,098	1,164	-5%	-19%	7%	7%	7%	6%	6%
Caja e Inversiones Temp.	171	190	190	190	190	190	190	-21%	11%	0%	0%	0%	0%	0%
Activo de Largo Plazo	4,413	5,117	5,237	5,357	5,477	5,597	5,717	-2%	16%	2%	2%	2%	2%	2%
Propiedad, Planta & Equipo	2,783	2,841	2,961	3,081	3,201	3,321	3,441	-2%	2%	4%	4%	4%	4%	4%
PASIVO TOTAL	1,922	2,274	2,387	2,496	2,596	2,681	2,752	-11%	18%	5%	5%	4%	3%	3%
Pasivo Circulante	792	950	1,064	1,173	1,272	1,358	1,428	10%	20%	12%	10%	8%	7%	5%
Pasivo de Largo Plazo	1,130	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	1,323	-21%	17%	0%	0%	0%	0%	0%
DEUDA TOTAL	1,126	1,433	1,523	1,610	1,685	1,746	1,791	-18%	27%	6%	6%	5%	4%	3%
Deuda Neta / EBITDA (x)	955	1,243	1,333	1,420	1,495	1,556	1,601	-18%	30%	7%	7%	5%	4%	3%
CAPITAL CONTABLE TOTAL	3,542	3,708	3,776	3,849	3,933	4,032	4,147	3%	5%	2%	2%	2%	3%	3%
Cap. Contable Part. Controladora	3,541	3,707	3,775	3,848	3,932	4,031	4,146	3%	5%	2%	2%	2%	3%	3%
Interés Minoritario	1	1	1	1	1	1	1	6%	4%	2%	2%	2%	3%	3%
ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
UT. ANTES DE IMPUESTOS	169	204	209	222	243	270	300	-27%	21%	2%	6%	10%	11%	11%
Part. Rel. c/ Act. Inv.	322	364	328	345	360	377	393	-6%	13%	-10%	5%	5%	4%	4%
Flujo de Efvo. Antes de Imp.	497	397	180	209	244	283	324	-11%	-20%	-55%	16%	17%	16%	14%
Cambios en el Cap. de Trabajo	-191	-150	-38	-40	-40	-39	-40	-45%	-22%	-74%	4%	-0%	-2%	2%
Flujo de Efvo. de Operación	306	248	142	169	204	244	284	43%	-19%	-43%	19%	21%	20%	16%
Flujo de Efvo. Act. Inversión	-24	-146	-154	-174	-194	-214	-234	-72%	517%	5%	13%	11%	10%	9%
Flujo de Efvo. de Financ.	-328	-83	12	5	-10	-30	-50	1,762%	-75%	-115%	-60%	-309%	197%	67%
Incr. (Decr.) Neto en Caja e Inv. Temp.	-45	19	0	0	0	0	0	-140%	-141%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Caja e Inv. Temp. Inicio del Periodo	217	171	190	190	190	190	190	108%	-21%	11%	0%	0%	0%	0%
Caja e Inv. Temp. Final del Periodo	171	190	190	190	190	190	190	-21%	11%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BMV, Miranda Global Research

MÉDICA: Inicio de Cobertura

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 Médica Sur, S.A.B. de C.V. por servicios de analista independiente.