

MÉDICA SUR: RESULTADOS DEL 4T19

Resultados Neutrales, En Línea con Nuestras Proyecciones

COMPRA

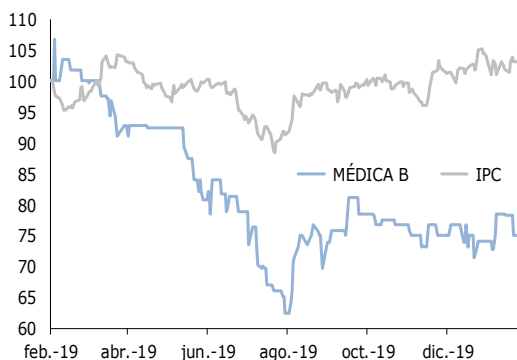
Precio Objetivo 2020E (P\$) [1] [2]	\$ 26.50
Precio Actual (P\$)	\$ 20.40
Min / Max (U12M)	\$17.50 - 29.90
Dividendo Esperado (P\$)	\$ 0.61
Rend. Esperado	32.9%
Valor de Mercado (Mill. de P\$)	2,515
Valor de la Empresa (Mill. de P\$)	3,790
Acciones en Circulación	123.3
Acciones Flotantes	49.9%
Importe Prom. Diario (Mill de P\$)	\$ 0.31

[1] Incluyendo a LMS

[2] P\$40.40 incluyendo bienes raíces

Opinión y Recomendación de Inversión:

- **Los resultados de MÉDICA del 4T19 fueron neutrales ya que los ingresos y el EBITDA subieron 4% AsA. Las ventas estuvieron en línea con nuestras proyecciones, pero el EBITDA estuvo un 4% por debajo de nuestros estimados. La utilidad neta presentó una importante mejoría como resultado de una inesperada ganancia fiscal.**
- **La recomendación fundamental permanece en COMPRA con un valor intrínseco de P\$26.50 por acción. La valuación de MÉDICA es atractiva ya que opera a un VE/ EBITDA 2020E de 5.0x y a un P/U 2020E de 14.7x, los cuales están a un descuento contra los promedios de mercados emergentes y de mercados desarrollados.**
- **Creemos que las perspectivas para el 2020 son alentadoras ya que esperamos que los ingresos, EBITDA y utilidad neta crezcan 4.2%, 9.5% y 13.1%, respectivamente, apoyados en un mayor número de pacientes, así como en una mayor demanda de servicios de diagnóstico.**
- **MÉDICA fue reconocido como el mejor hospital de México por la revista "America Economía", lugar que ocupa desde 2011.**

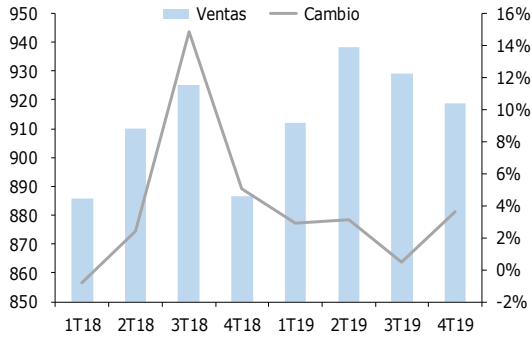


Ingresos

Las ventas aumentaron 3.6% AsA (vs 4.1% E) en el 4T19, situándose en P\$918.7 millones, apoyadas en una mayor actividad en servicios clínicos como el centro oncológico, la unidad de radiocirugía Gamma Knife, radioterapia y gastroenterología. La unidad de diagnóstico también registró mayores ventas en tomografía e imagenología, así como en el centro integral de diagnóstico y tratamiento CIDyT. La empresa operó 113 unidades de diagnóstico clínico al cierre del 4T19, a partir de 126 del año anterior.

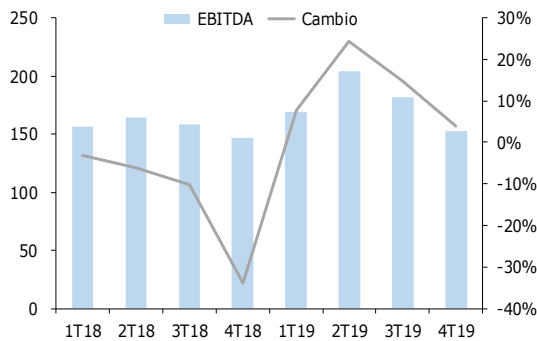
En hospitalización, el número de pacientes se mantuvo en 13,070 en 2019, prácticamente sin cambios con respecto al año anterior. La estancia diaria fue de 2.91 días en el trimestre actual, y de 2.94 días en 2019. La ocupación fue del 54.3% en el 4T19 y de 55.4% en el año, lo cual equivalió a 105.2 días cama.

MÉDICA SUR: Resultados del 4T19

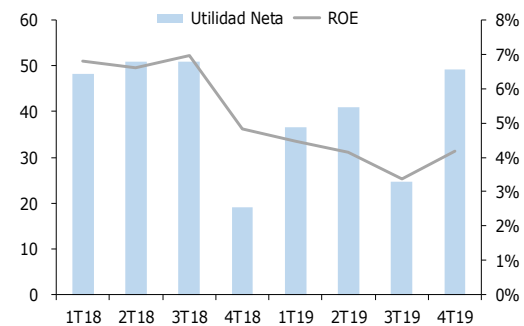


Es importante mencionar que el desempeño de los ingresos de MÉDICA se vio afectado por la cancelación de la póliza de gastos médicos mayores del gobierno federal con la aseguradora MetLife desde principios de año. Sin embargo, MÉDICA llegó a acuerdos con las principales aseguradoras del país para llegar a un mayor número de pacientes. Además, en diciembre lanzó su plan de recompensas con el cual los pacientes pueden acumular y canjear puntos en servicio clínico, hospitalización y laboratorio. Creemos que estas iniciativas apoyarán las ventas de la empresa.

Rentabilidad



Los costos se incrementaron 2.4% AsA (vs 5.6% E), mientras que los gastos subieron 0.9% AsA (vs -10.1% E). MÉDICA llevó a cabo importantes esfuerzos de reducción de costos, principalmente en el área de personal, lo cual se vio contrarrestado por los mayores gastos en publicidad, servicios profesionales, y un mayor monto de predial. Además, el área de diagnóstico experimentó mayores gastos por la reestructura de personal que se llevó a cabo a finales del año. También registró un mayor gasto en asesorías para optimizar los procesos de administración y control interno. La empresa también presentó un cargo de P\$18.7 millones en el rubro de otros gastos, comparado con una ganancia de P\$25.8 millones del año anterior.



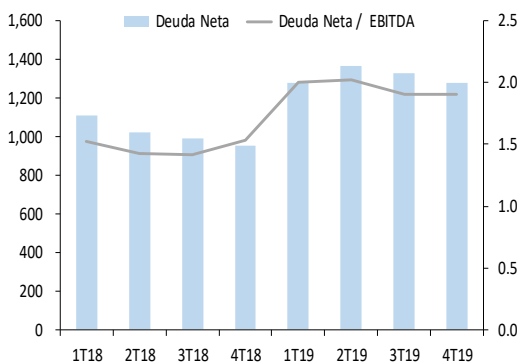
El EBITDA creció 3.7% AsA (vs 8.1% E) a P\$152.2 millones en el 4T19 gracias a la implementación de IFRS 16, pero contrarrestado por los gastos extraordinarios de reducción de personal. El margen de EBITDA mejoró ligeramente a 16.6% en el 4T19 (vs. 17.1% E), a partir de 16.5% en el 4T18.

Utilidad Neta

La utilidad neta creció 156.6% AsA (vs 0.6% E), ubicándose en P\$49.3 millones debido a una inesperada ganancia por impuestos diferidos.

Estructura Financiera

La empresa se encuentra en cumplimiento con sus obligaciones financieras. La razón de deuda neta / EBITDA (incluyendo arrendamientos) subió a 1.9x en el 4T19 a partir de 1.5x en el 4T18. La razón de EBITDA / gasto financiero fue de 4.2x, desde 4.5x del año anterior.



Inversiones

MÉDICA invirtió P\$134.7 millones en 2019 con la finalidad de mejorar sus instalaciones. Esto incluyó nuevos equipos (PET-CT, Rayos X), renovación de los siete quirófanos y proyectos de tecnología.

MÉDICA SUR: Resultados del 4T19

Resultados Trimestrales

(Cifras en Millones de Pesos)

	4T19 Reportado	4T19 Estimado	Diferencia (%)	4T18 Reportado	Cambio Reportado (%)	Cambio Estimado (%)
Ventas	919	923	- 0.5	887	3.6	4.1
Costos	-647	-667	- 3.0	-631	2.4	5.6
Utilidad Bruta	272	256	6.2	255	6.6	0.4
Margen Bruto	29.6	27.7		28.8		
Gastos	-187	-167	12.2	-186	0.9	10.1
Otros Gastos	-19	-17		18		
<i>Gastos / Ventas</i>	<i>20.4</i>	<i>18.1</i>		<i>20.9</i>		
Utilidad de Operación	66	72		88	24.9	17.9
EBITDA	152	158	- 3.7	146	4.0	8.1
Margen de EBITDA	16.6	17.1		16.5		
Utilidad Neta	49	19	156.6	19	156.7	0.6
ROE	4.2	3.4		4.8		
Deuda Neta / EBITDA	1.9x	1.5x		1.5x		

Fuente: BMV, Miranda Global Research

Tabla de Valuación Global - Sector de Hospitales

Empresa	País	Precio (US\$)	Valor (Millones de USD)	VE / EBITDA U12M	2019E	U12M	P / U 2019E	2020E	P / VL	Δ% EBITDA 2019E	2020E	D. Neta EBITDA	ROE	Margen EBITDA 4T19	Rend. Div.	
Mercados Emergentes																
Médica Sur	México	\$ 1.08	133	5.5x	5.5x	5.0x	17.1x	17.1x	14.7x	0.7	13%	11%	1.9x	4.2	16.6	2.9
Aier Eye Hospital Group	China	\$ 6.16	19,088	61.4x	55.2x	42.9x	61.6x	97.8x	73.6x	20.0	26%	29%	(0.1x)	21.7	23.5	0.4
Bangkok Dusit Medical Services	Tailandia	\$ 0.77	12,195	16.8x	22.2x	20.5x	26.6x	38.5x	34.9x	4.4	11%	8%	0.8x	19.4	30.2	1.8
IHH Healthcare Bhd	Malasia	\$ 1.37	12,020	19.5x	17.8x	15.8x	48.8x	54.4x	44.0x	1.8	30%	10%	2.1x	4.3	21.6	0.5
Ryman Healthcare LTD	Nueva Zelanda	\$ 10.66	5,331	114.5x	31.5x	27.9x	23.2x	31.5x	27.9x	3.7	279%	15%	18.4x	15.9	20.5	1.4
Bumrungrad Hospital Public Compar	Tailandia	\$ 4.04	2,947	15.2x	14.5x	13.9x	24x	23.8x	23.3x	4.6	(2%)	4%	(0.8x)	21.0	31.8	2.3
Apollo Hospitals Enterprise Ltd.	India	\$ 25.05	3,489	26.1x	18.7x	16.0x	103.3x	72.3x	49.6x	7.0	39%	15%	n.d.	n.d.	n.d.	0.4
Mitra Keluarga Karyasehat Tbk	Indonesia	\$ 0.19	2,660	36.1x	33.7x	29.9x	57.9x	51.6x	46.0x	8.1	21%	12%	(1.1x)	16.4	33.9	0.7
Bangkok Chain Hospital	Tailandia	\$ 0.48	1,186	18.0x	17.5x	15.5x	32.3x	31.9x	27.5x	5.4	11%	13%	1.9x	20.3	27.3	1.5
KPJ Healthcare Bhd	Malasia	\$ 0.23	1,001	11.5x	10.5x	10.1x	22.9x	22.3x	20.6x	2.2	13%	9%	4.0x	10.5	16.3	2.0
China Resources Medican Holdings	China	\$ 0.54	703	5.8x	7.0x	5.3x	11.6x	12.3x	11.2x	0.8	(18%)	21%	(2.4x)	7.3	28.4	2.8
Chularat Hospital PCL	Tailandia	\$ 0.08	928	26.3x	24.9x	21.1x	43.1x	40.4x	34.1x	7.6	16%	17%	0.9x	19.4	23.5	1.9
Medikaloka Hermina Tbk	Indonesia	\$ 0.24	710	19.5x	13.8x	11.5x	81.2x	39.5x	31.8x	3.8	41%	21%	1.0x	11.4	n.d.	0.3
Total / Promedio Mercados Emergentes			62,390	25.0x	23.8x	21.0x	38.4x	47.5x	40.5x	4.1	25%	13%	2.2x	15.2	25.3	1.3
Mercados Desarrollados																
HCA Healthcare Inc	EE.UU.	\$ 148.00	50,087	8.6x	8.1x	7.7x	14.3x	12.5x	11.5x	(88.6)	3%	6%	3.4x	n.d.	19.9	1.2
Universal Health Services	EE.UU.	\$ 142.72	12,500	10.1x	9.1x	8.7x	17.2x	14.3x	13.4x	2.3	11%	5%	2.5x	13.5	14.9	0.6
Korian SA	Francia	\$ 49.07	4,064	14.8x	12.8x	10.5x	30.0x	27.7x	24.0x	1.4	4%	10%	9.3x	4.8	18.7	1.3
The Ensign Group Ltd.	EE.UU.	\$ 51.20	2,741	9.9x	15.5x	14.1x	24.8x	18.8x	16.9x	4.2	(16%)	10%	3.1x	17.8	17.8	0.4
Tenet Healthcare Corp.	EE.UU.	\$ 34.20	3,553	9.5x	7.6x	7.2x	(14.9x)	13.0x	11.3x	1.8	17%	5%	6.8x	n.d.	12.8	n.d.
Terveystalo Oyj	Finlandia	\$ 12.37	1,585	11.5x	10.8x	9.8x	26.2x	22.2x	18.3x	2.6	3%	5%	3.2x	10.3	16.6	n.d.
Target Hospitality Corp.	EE.UU.	\$ 4.80	497	11.3x	5.4x	5.2x	82.1x	13.5x	11.7x	3.5	n.d.	(1%)	5.0x	2.6	32.0	n.d.
Community Health Systems	EE.UU.	\$ 7.18	846	10.9x	8.8x	8.5x	(1.3x)	(5.7x)	(7.9x)	(0.5)	16%	3%	9.9x	n.d.	10.6	n.d.
American Renal Associates	EE.UU.	\$ 8.75	285	7.6x	10.8x	9.0x	(19.7x)	190.2x	(30.7x)	1.4	5%	17%	4.8x	n.d.	16.0	n.d.
Total / Promedio Mercados Desarrollados			76,158	9.4x	8.5x	8.0x	21.1x	14.1x	12.8x	7.9	7%	5%	5.3x	9.8	17.7	0.9

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

Nota: Todas las cifras están en dólares

MÉDICA SUR: Resultados del 4T19

Modelo de Flujos Descontados

(Cifras en Millones de Pesos)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	Perp.
UT. OPERACIÓN	462	493	524	562	616	624
Tasa de Impuestos	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Efecto Fiscal en la Ut. Oper.	-139	-148	-157	-169	-185	-187
NOPLAT	324	345	367	394	431	437
Depreciación	352	368	384	400	400	405
Cambios Cap. Trabajo	-40	-44	126	-15	77	78
CAPEX	-180	-200	-220	-240	-240	-450
FCFF	456	470	656	538	668	470
Tasa de Crecimiento a Perpetuidad						1.3%
VP del Periodo Explícito (2021 - 2025E)						2,021
Valor de la Perpetuidad						4,822
VP de la Perpetuidad						2,573
Valor de la Empresa						4,594
Deuda Neta						1,325
Interés Minoritario						1
Valor de Mercado						3,267
<i>Acciones en Circ.</i>						123
Precio Objetivo						P\$ 26.50
Precio de Mercado Actual						P\$ 20.40
Rendimiento Potencial c/ Dividendos						30.0%
VE/EBITDA Estimado						5.8x
P/U Estimado						17.8x
Costo Promedio de la Deuda						10.6%
Tasa de Impuestos de LP						30.0%
Costo de Deuda Después de Impuestos						7.4%
Costo de Capital						12.5%
Premio por Riesgo de Mdo.						6.0%
Tasa Libre de Riesgo						6.5%
Beta						1.00
% Deuda Total						28.7%
% Capital						71.3%
WACC						11.0%

Fuente: Miranda Global Research

MÉDICA SUR: Resultados del 4T19

Proyecciones Financieras

(Cifras en Millones de Pesos)

ESTADO DE RESULTADOS	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ventas	3,698	3,852	4,014	4,183	4,360	4,544	4,737	3%	4.2%	4%	4%	4%	4%	4%
Costo de Ventas	-2,592	-2,679	-2,795	-2,898	-3,005	-3,120	-3,237	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Utilidad Bruta	1,106	1,173	1,219	1,285	1,355	1,424	1,500	-1%	6%	4%	5%	5%	5%	5%
<i>Margen Bruto</i>	<i>29.9%</i>	<i>30.5%</i>	<i>30.4%</i>	<i>30.7%</i>	<i>31.1%</i>	<i>31.3%</i>	<i>31.7%</i>							
Gastos Generales	-714	-712	-721	-752	-787	-814	-832	-3%	-0%	1%	4%	5%	3%	2%
Utilidad de Operación	359	429	462	493	524	562	616	-10%	20%	8%	7%	6%	7%	10%
<i>Margen de Operación</i>	<i>9.7%</i>	<i>11.1%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.8%</i>	<i>12.0%</i>	<i>12.4%</i>	<i>13.0%</i>							
Depreciación y Amortización	-347	-344	-352	-368	-384	-400	-400	54%	-1%	2%	5%	4%	4%	0%
EBITDA	706	773	814	861	908	962	1,016	13%	9.5%	5%	6%	5%	6%	6%
<i>Margen de EBITDA</i>	<i>19.1%</i>	<i>20.1%</i>	<i>20.3%</i>	<i>20.6%</i>	<i>20.8%</i>	<i>21.2%</i>	<i>21.5%</i>							
Ganancia Financiera	9	-24	-27	-24	-20	-24	-41	-42%	-370%	13%	-13%	-15%	17%	74%
Costo Financiero	-171	-161	-173	-190	-192	-203	-207	18%	-6%	8%	10%	1%	6%	2%
Ut. Antes de Impuestos	197	245	262	280	312	336	368	-27%	24%	7%	7%	12%	8%	10%
ISR y PTU	-45	-73	-79	-84	-94	-101	-110	-55%	61%	7%	7%	12%	8%	10%
<i>Tasa de Impuestos y PTU</i>	<i>23.1%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>	<i>30.0%</i>							
Utilidad Neta	151	171	183	196	218	235	258	-11%	13.1%	7%	7%	12%	8%	10%
Acciones en Circulación	123	123	123	123	123	123	123	-0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
UPA	P\$ 1.23	P\$ 1.39	P\$ 1.49	P\$ 1.59	P\$ 1.77	P\$ 1.91	P\$ 2.09	-11%	13%	7%	7%	12%	8%	10%
BALANCE GENERAL	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ACTIVO TOTAL	5,830	5,939	6,212	6,504	6,648	6,932	7,128	7%	2%	5%	5%	2%	4%	3%
Activo Circulante	1,096	1,358	1,451	1,543	1,467	1,511	1,467	4%	24%	7%	6%	-5%	3%	-3%
Caja e Inversiones Temp.	274	200	230	260	290	300	310	60%	-27%	15%	13%	12%	3%	3%
Activo de Largo Plazo	4,734	4,581	4,761	4,961	5,181	5,421	5,661	7%	-3%	4%	4%	4%	5%	4%
Propiedad, Planta & Equipo	2,440	2,600	2,780	2,980	3,200	3,440	3,680	-12%	7%	7%	7%	7%	8%	7%
PASIVO TOTAL	2,140	2,165	2,339	2,523	2,540	2,686	2,725	11%	1%	8%	8%	1%	6%	1%
Pasivo Circulante	900	925	1,098	1,283	1,300	1,446	1,485	14%	3%	19%	17%	1%	11%	3%
Pasivo de Largo Plazo	1,240	1,240	1,240	1,240	1,240	1,240	1,240	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
DEUDA TOTAL	1,549	1,525	1,676	1,841	1,839	1,966	1,982	38%	-2%	10%	10%	-0%	7%	1%
Deuda Neta / EBITDA (x)	1,275	1,325	1,446	1,581	1,549	1,666	1,672	34%	4%	9%	9%	-2%	8%	0%
CAPITAL CONTABLE TOTAL	3,690	3,781	3,881	3,988	4,115	4,254	4,410	4%	2%	3%	3%	3%	3%	4%
Cap. Contable Part. Controladora	3,689	3,780	3,879	3,987	4,114	4,252	4,409	4%	2%	3%	3%	3%	3%	4%
Interés Minoritario	1	1	1	1	1	1	1	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%
ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
UT. ANTES DE IMPUESTOS	151	245	262	280	312	336	368	-11%	62%	7%	7%	12%	8%	10%
Partidas Relacionadas con Actividades de	390	79	86	100	115	130	129	21%	-80%	9%	17%	14%	13%	-0%
Flujo de Efv. Antes de Imp.	541	729	182	193	214	230	252	9%	35%	-75%	6%	11%	8%	10%
Cambios en el Cap. de Trabajo	-284	-539	-40	-44	126	-15	77	49%	90%	-93%	10%	-388%	-112%	-604%
Flujo de Efv. de Operación	257	189	142	149	339	215	329	-16%	-26%	-25%	5%	127%	-37%	53%
Flujo de Efv. Act. Inversión	-128	-159	-179	-197	-215	-235	-234	443%	24%	12%	10%	9%	9%	-0%
Flujo de Efv. de Financ.	-26	-104	66	78	-94	30	-85	-92%	307%	-164%	17%	-221%	-132%	-381%
Incr. (Decr.) Neto en Caja e Inv. Temp.	103	-74	30	30	30	10	10	-327%	-172%	-140%	0%	0%	-67%	0%
Caja e Inv. Temp. Inicio del Periodo	171	274	200	230	260	290	300	-21%	60%	-27%	15%	13%	12%	3%
Caja e Inv. Temp. Final del Periodo	274	200	230	260	290	300	310	60%	-27%	15%	13%	12%	3%	3%

Fuente: Miranda Global Research 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, 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, el éxito de las estrategias planteadas.

Este reporte ha sido preparada 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.

Toda la información contenida en este reporte debe mantenerse de forma estrictamente confidencial. 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 percibe honorarios por parte de Médica Sur, S.A.B. de C.V. por servicios de analista independiente.