

Mexico City, November 26th 2019

Ve por Más started coverage of Quálitas Controladora

Quálitas Controladora, S.A.B. of C.V. ("Quálitas", "the Company" or "the Group") (BMV: Q*), informs its shareholders and the investment community that Grupo Financiero Ve por Más (BX+) started coverage as of November 26th, 2019.

The above, since they consider that the specialization of Quálitas in the automotive segment grants a competitive advantage that is reflected in its market share, which as of September of this year it was 28% compared to the total auto insurance premiums issued in Mexico.

BX+ highlighted topics such as valuation, investment thesis, risks, insurance sector data and current market situation, as well as the capitalization of the company among other aspects. Likewise, Quálitas efforts to remain as market leaders and its projects for the upcoming years.

Institution	Analyst	E-mail	Target Price	Recommentadion
BX+	Eduardo López	elopezp@vepormas.com	104.1 MXN	Buy

About Quálitas

Quálitas (Q) is the largest auto insurance company in Mexico in terms of market share, with operations in El Salvador, Costa Rica, USA and Peru. Its specialized business model, based exclusively in auto insurance, has allowed the Company to provide top quality service under the largest network in Mexico. Quálitas is listed on the Mexican Stock Exchange (BMV) under the ticker "Q" (Bloomberg: Q*: MM)

IR Contacts

Santiago Monroy	Andreina Incandela
smonroy@qualitas.com.mx	aincandela@qualitas.com.mx
T: +52 (55) 1555-6056	T: +52 (55) 1555-6104

www.qualitas.com.mx

Quálitas Controladora, S.A.B. de C.V.:

Alta Rentabilidad y Crecimiento Sostenido:
Seguros Contra la Incertidumbre.

P.O. 2020 \$ 104.1

Servicios Financieros

Último Precio:	P\$82.79
Valor de Mercado:	P\$36,018 M
Acciones en Circulación:	425 M
Float:	41%
Beta (3 yr. Vs. MEXBOL):	0.596
Prom. Diario Oper (6m):	63 M
Rend. Estimado	25.8%

Iniciamos Cobertura de Quálitas Controladora, S.A.B. de C.V (Quálitas; BMV: Q*) con un precio objetivo 2020 de P\$104.1 por acción, que implica un rendimiento de 25.8% respecto al último cierre, por lo que recomendamos COMPRA para la acción de Quálitas, Q*

Especialización y Rentabilidad – Quálitas es una compañía de seguros que se beneficia de su enfoque especializado en el segmento de seguro automotriz, en donde ha logrado posicionarse como líder en participación de mercado. Esto ha resultado en un alto nivel de rentabilidad. El ROE al 3T19 se ubicó en 42%, nivel significativamente superior al objetivo de mediano a largo plazo de Quálitas (18%-24%) y al de compañías aseguradoras (no especializadas) en México, las cuales en promedio tienen niveles de aproximadamente 23%.

Eficiencias – El índice de siniestralidad en 2019 ha disminuido considerablemente, no sólo gracias a factores externos si no también a sus medidas para prevención de siniestros, como el uso de tecnología y manejo estadístico de información a nivel regional.



Fuente: Infosel

Potencial de crecimiento – En el segmento de seguro automotriz se estima que solo 1 de cada 3 automóviles esta asegurado. Por otro lado, Quálitas ha incursionado de forma prudente en otros mercados, como Perú, EEUU y Centroamérica.

Distribución – Considerando el crecimiento en utilidad y los niveles de capitalización, creemos que en 2020 la compañía podría realizar una distribución atractiva para los accionistas.

Riesgos: Dentro de los principales riesgos para la emisora consideramos: **1)** Un aumento en robo de automóviles o condiciones climatológicas desfavorables, que puedan incrementar la siniestralidad, **2)** Las ventas de automóviles pueden seguir registrando debilidad, **3)** Los movimientos en tasas podrían afectar el rendimiento de su portafolio de inversión y **4)** De corto plazo, el incremento reciente en el precio de los títulos de la emisora podría limitar el rendimiento.

Múltiplos	2016	2017	2018	2019E	2020E
P/U	11.1 x	7.5 x	7.2 x	7.4 x	8.9 x
P/VL	2.1 x	2.0 x	1.9 x	2.7 x	2.4 x

	2016	2017	2018	2019E	2020E
Primas devengadas	23,824	28,668	31,810	35,019	38,605
Resultado técnico	1,105	1,633	3,298	6,182	6,447
Resultado operativo	430	778	1,731	4,131	4,216
Margen operativo	1.8%	2.7%	5.4%	11.8%	10.9%
RIF	826	1,829	1,717	2,640	2,739
Utilidad neta	1,126	2,064	2,428	4,845	4,946
ROE	18.5%	26.0%	26.7%	36.7%	30.0%
UPA	2.6	4.9	5.7	11.4	11.6
VLPA	14.3	18.7	21.4	31.1	38.8

*Cifras en millones de pesos a menos que se exprese lo contrario
Fuente: Análisis BX+ con datos de Quálitas

TABLA DE CONTENIDOS



1	Resumen Ejecutivo	Pág
	Descripción de la Empresa	3
	Tesis de Inversión	3
	Valuación	3
	Riesgos de Inversión	3
2	Descripción de la Compañía	4
	Historia de la Compañía	4
	Gobierno corporativo	4
	Industria y posicionamiento	6
3	Operación	8
	Segmentos de Negocio	8
	Desempeño Financiero	9
	Costos	9
	RIF	10
	Rentabilidad	11
4	Tesis de Inversión	12
5	Metodología de Valuación	13
	Utilidad Residual	13
	Múltiplos	14
	Análisis de comparables	16
6	Riesgos	17



1. Resumen Ejecutivo

Descripción de la Empresa

Quálitas es una compañía aseguradora especializada en el segmento automotriz de México, aunque también cuenta con presencia en Costa Rica, El Salvador, Estados Unidos y Perú. La empresa inició operaciones en 1994 y al primer semestre de 2019 se ubicaba como el líder del mercado de seguro automotriz en México, con una participación del 28% respecto al total de primas emitidas, seguido de Chubb y GNP con un 12% cada uno.

Tesis de Inversión

Especialización – La especialización en el segmento automotriz de Quálitas le ha otorgado una mayor participación de mercado, la cual a junio de 2019 era de un 28%, derivado del enfoque a este segmento. En el sector de camiones y equipo pesado, la participación de mercado es de 46%.

Alta Rentabilidad – Quálitas ha establecido un objetivo de ROE de mediano a largo plazo en un rango de entre 18%-24%. En años recientes y sobretodo en lo que va de 2019, este objetivo ha sido superado. A septiembre de 2019 el ROE de la empresa se ubicó en 42%. No esperamos que este nivel sea sostenible, aunque creemos que en el mediano plazo el ROE estaría mas cercano a la parte alta de lo establecido por la empresa (~24%)

Potencial de crecimiento – El nivel de penetración de seguros en México es bajo. Según la Encuesta Nacional de Inclusión Financiera 2018 (ENIF), sólo el 25% de la población de entre 18 y 70 años contaban con algún tipo de seguro. Para el caso automotriz, se estima que sólo 1 de cada 3 vehículos en circulación cuenta con seguro. Adicionalmente, a partir de 2019 el seguro de responsabilidad civil es obligatorio en 31 de los 32 estados del país. También cabe mencionar, la incursión de la empresa en otros mercados aunque a la fecha estos representan solamente el 5% del total de las primas.

Eficiencias – La reducción en el costo de siniestralidad se explica por el menor robo de autos en el comparativo anual, y los menores eventos climatológicos, así como por medidas implementadas por la empresa para prevenir siniestros.

Distribuciones – Quálitas registra un exceso de capital respecto al requerido por regulación, lo que se refleja en un margen de solvencia de 449% al 3T19, mientras que en los últimos años han mantenido niveles superiores a 200%. Creemos que la empresa mantendría un nivel alto de capital, para proyectos o capitalización de subsidiarias en el extranjero, aunque aun así vemos espacio para una distribución atractiva en 2020, en forma de dividendos y recompras de acciones.

Valuación

Realizamos una valuación mediante dos métodos: 1) Utilidad Residual y 2) Múltiplo P/VL. Bajo el primer método obtuvimos un precio objetivo (PO) de P\$106.7 por acción, mientras que a través del múltiplo P/VL el PO fue de P\$101.5. Como resultado del promedio de ambos precios, nos resulta un PO 2020 de P\$104.1 por acción, el cual respecto al último precio de cierre representa un rendimiento potencial de 25.8%

Riesgos de Inversión

Factores externos pueden afectar los costos – Elementos como las condiciones meteorológicas o un repunte en el robo de automóviles afectarían los costos.

Debilidad en venta de automóviles – Si el débil desempeño en ventas de autos se mantiene el potencial de crecimiento se vería limitado.

Tasas de Interés – Un ciclo en baja de tasas de interés afectaría el rendimiento de las inversiones de Quálitas.

Competencia – Existen más de 30 aseguradoras en el segmento automotriz. Sin embargo, cerca de un 70% del mercado esta concentrado en 5 empresas.

Repunte en el precio de la acción – Con el precio de cierre al mes de Octubre, la acción acumulaba un rendimiento anual de 100% lo cual podría limitar el rendimiento de corto plazo.

2) Descripción de la Compañía

Historia de la Compañía

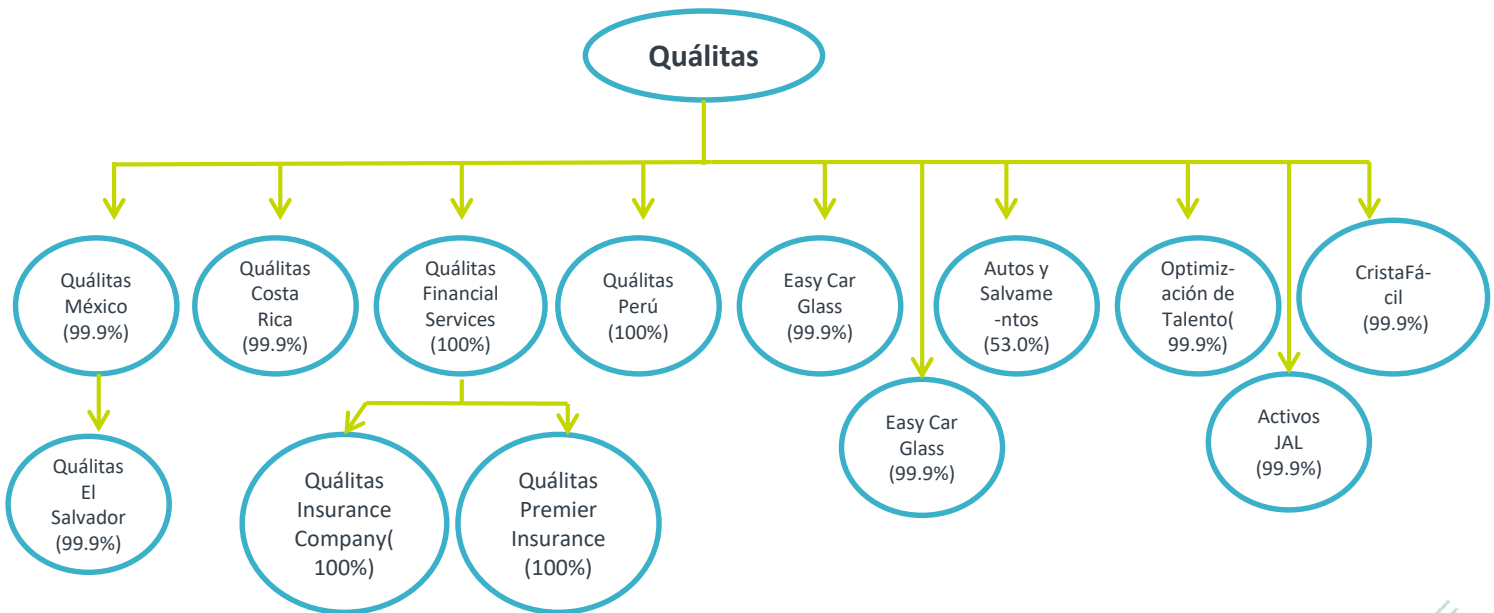
Quálitas inició operaciones en marzo de 1994 como una compañía aseguradora especializada en el segmento automotriz en México. Actualmente, la empresa tiene presencia también en Costa Rica, El Salvador, Estados Unidos y Perú. Al tercer trimestre del 2019, Quálitas cuenta con 179 oficinas de servicio y 243 oficinas en desarrollo.

Gráfica 1 – Línea del Tiempo Quálitas



Fuente: Reportes de la Compañía

Gráfica 2 – Estructura corporativa



Fuente: Reportes de la Compañía

Gobierno corporativo

Consejo de Administración y directivos relevantes

El Consejo de Administración se integra por 12 consejeros, 10 propietarios y 2 suplentes, de los cuales 7 Consejeros propietarios son independientes. El Consejo se apoya en 4 comités consultivos con facultades independientes que informan trimestralmente al Consejo de Administración.

Tabla 1 - Consejo de Administración

Propietarios	Suplentes
Joaquín Brockman Lozano ¹	José Antonio Correa Etchegaray
Wilfrido Javier Castillo Sánchez Mejorada ²	Wilfrido Javier Castillo Miranda Olea
María del Pilar Moreno Alanís ³	
Madeleine Brémond Santacruz ⁴	
Mauricio Domenge Gaudry ⁴	
Juan Marco Gutiérrez Wanless ⁴	
Juan Enrique Murguía Pozzi ⁴	
Juan Orozco y Gómez Portugal ⁴	
Alfonso Tomás Lebrija Guiot ⁴	
Christian Alejandro Pedemonte del Castillo ⁴	

Fuente: Reporte anual 2018 de la compañía

Tabla 2 - Directivos Relevantes

Directivo	Cargo
José Antonio Correa	Director General
Bernardo Risoul	Director de Finanzas
Wilfrido Javier Castillo Sánchez Mejorada	Director de Inversiones
Rene Marcel Abdala Mirwald	Director de Planeación Estratégica
María del Pilar Moreno	Director Técnico
José Alberto Gonzalez	Directos Servicio Siniestros
Martha Beatriz Macías	Director de Operaciones
Gerardo Aramburu	Director Jurídico
Irma Perez	Director de Admon. Integral de Riesgos

1 Presidente

2 Vice Presidente

3 Propietario Relacionado

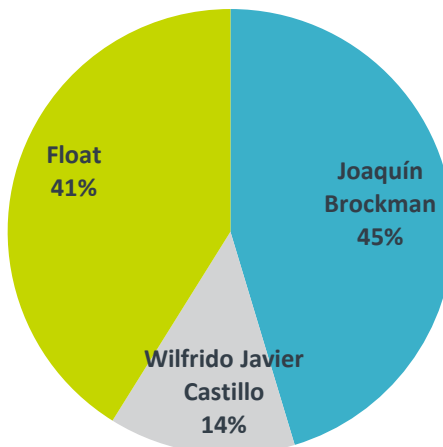
4 Propietario Independiente

Fuente: Reporte anual 2018 de la compañía

Estructura accionaria

El capital social esta integrado por 425 millones de acciones ordinarias nominativas de serie única (Q*). El principal accionista es Joaquín Brockman con una participación de ~45%, seguido por Wilfrido Javier Castillo con una participación del ~14%, mientras que cerca de un 41% corresponde a acciones flotantes (Float)

Gráfica 3 – Estructura Accionaria



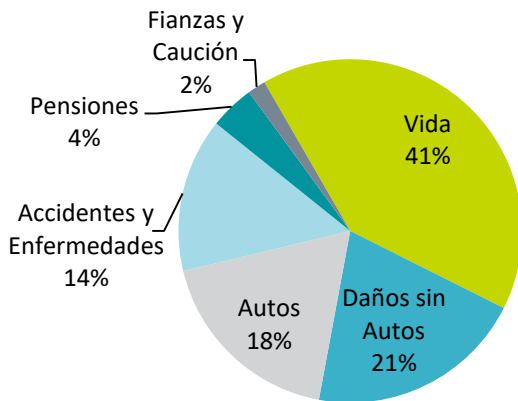
Fuente: Reporte anual 2018 de la compañía

Industria y posicionamiento

Sector

A junio de 2019, el sector de seguros en México estaba conformado por 103 empresas aseguradoras, las cuales operan en los segmentos de Seguros de Vida, Pensiones, Accidentes y Enfermedades, Daños y Autos.

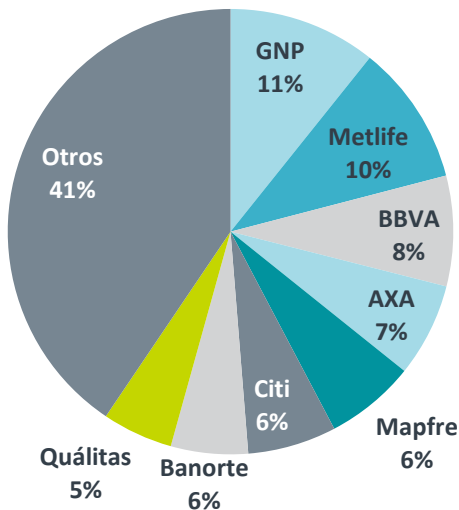
Gráfica 4 - Composición de la cartera del sector



Fuente: CNSF

Según cifras de la CNSF, al primer semestre de 2019 las primas directas del sector asegurador alcanzaron un monto de P\$307,099 millones. Por empresa, GNP y Metlife son las aseguradoras más grandes del sector con una participación cercana al 10% cada una.

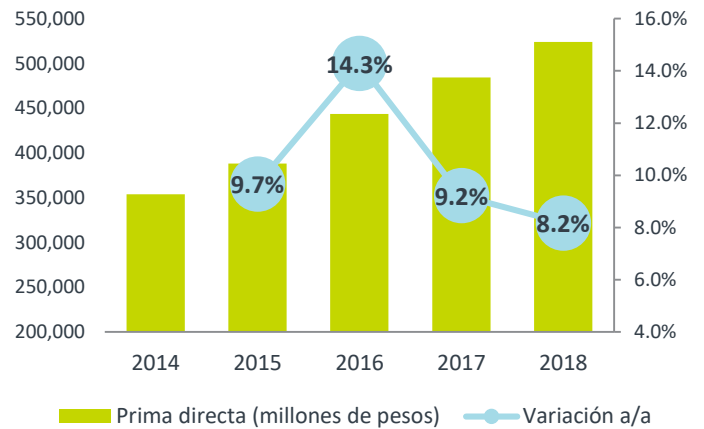
Gráfica 5 - Participación en prima directa por empresa



Fuente: CNSF

De 2014 a 2018, las primas directas del sector crecieron a una TACC de 10.3%, la cifra es superior en comparación al crecimiento del PIB, aunque ha mostrado una tendencia a la baja. Para el mismo período, la prima per cápita creció a una TACC de 9.2%, ubicándose en P\$4,200. En la primera mitad de 2019, el crecimiento acumulado en primas directas del sector fue de 12.9% a/a.

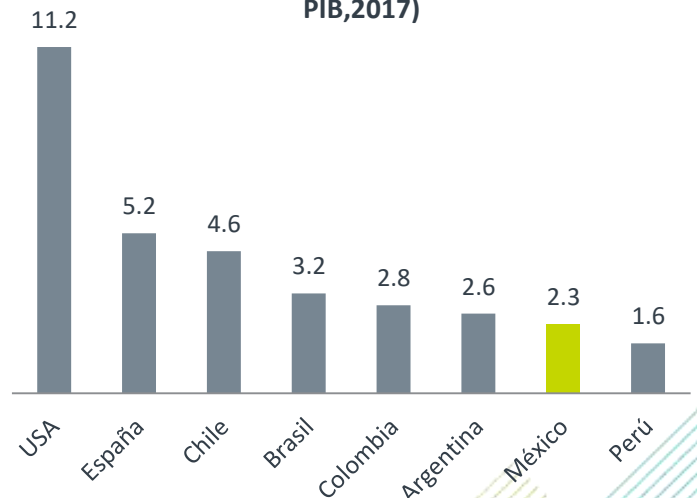
Gráfica 6 - Evolución Prima Directa en México



Fuente: CNSF

A pesar del crecimiento en años recientes, la penetración de los seguros en México sigue siendo baja en comparación a otros países, lo que indica que aún existe potencial de crecimiento.

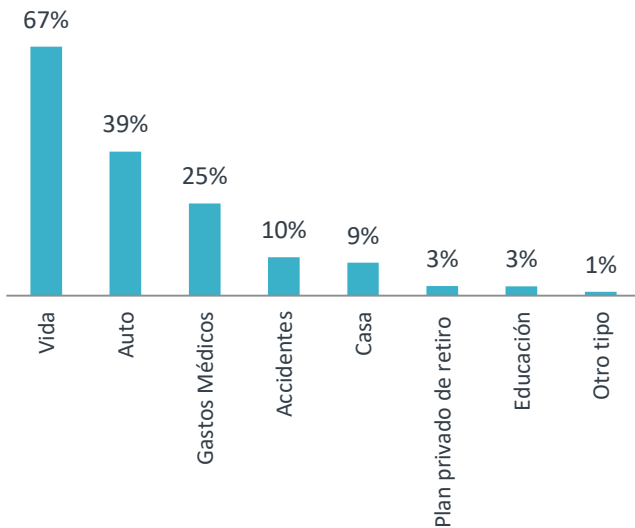
Gráfica 7 - Penetración de Seguros (Primas como % del PIB, 2017)



Fuente: OECD.Stat Insurance Indicators: Penetration

Según datos de la Encuesta Nacional de Inclusión Financiera 2018 (ENIF), en México 20.1 millones de personas de entre 18 y 70 años contaban con algún tipo de seguro, cifra que representa un 25% de la población en este rango de edades. Dentro de la población asegurada, el tipo de seguro más contratado es el seguro de vida, seguido de autos y gastos médicos.

Gráfica 8 - Tipo de producto contratado por la población asegurada (%)



La suma es mayor a 100 porque una persona puede tener más de un seguro.
Fuente: ENIF 2018

Seguro Automotriz

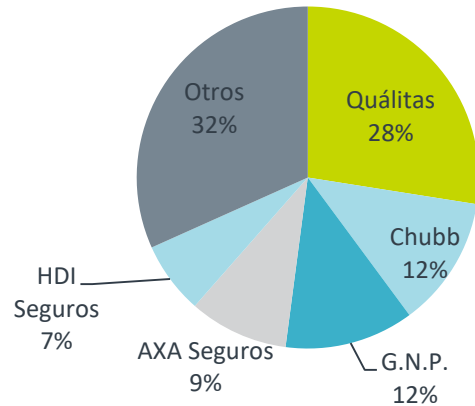
Baja penetración del seguro automotriz – Siguiendo con los datos de la ENIF, del total de la población que cuenta con algún tipo de seguro, el 39% contrató un seguro automotriz, lo que implica que a la fecha de la encuesta sólo 7.8 millones de personas en México contaba con un seguro de este tipo.

Por otro lado, de acuerdo con la última información de INEGI, aproximadamente el 30% de los vehículos en circulación en México se encuentran asegurados.

Respecto a como está conformado el sector, según datos de la CNSF en México existen 37 Instituciones con operaciones en el segmento de seguro automotriz, aunque sólo 5 concentran el 68% del mercado.

En cuanto a participación de mercado, Quálitas es la empresa líder. A junio de 2019, las primas emitidas de Quálitas representaron un 28% respecto al total del sector.

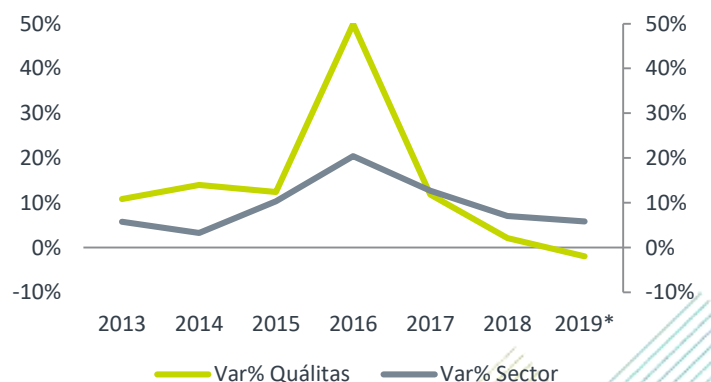
Gráfica 9 - Participación en el mercado de seguro automotriz a junio de 2019



Fuente: Reportes de Quálitas

Desaceleración en crecimiento – En el período de 2013 a 2018, las primas emitidas en el segmento de seguro automotriz crecieron a una TACC de 10.6%. Para ese mismo período, Quálitas registró una TACC de 17.0%. En el acumulado a septiembre de 2019, Quálitas acumula un crecimiento en primas de 2.3% a/a, afectado por una caída de -7.3% a/a en 1T19, aunque en 2T19 y 3T19 la emisión de primas se recuperó registrando aumentos de 4.1% a/a y 11.2% a/a, respectivamente, mientras que el sector, con datos a junio, acumula un crecimiento de 5.9% a/a.

Gráfica 10 - Crecimiento Quálitas vs Crecimiento Sector de Seguros Automotriz (% a/a)



*Acumulado a junio de 2019
Fuente: CNSF

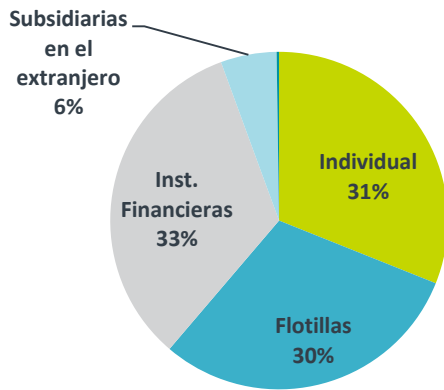
3. Operación Quálitas

Segmentos de Negocio

Primas emitidas

En el acumulado a septiembre de 2019, el monto de primas emitidas por Quálitas ascendió a P\$25,258 millones, reflejando un alza de 2.3% a/a respecto al mismo período de 2018. Por línea de negocio, el segmento de flotillas representó 32% de las primas emitidas, seguido por Individual e Instituciones financieras, que representaron cerca de un 30% cada uno.

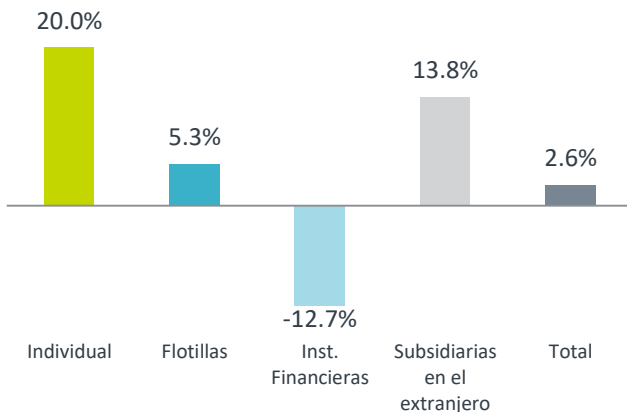
Gráfica 11 - Prima directa por línea de negocio



Fuente: Reportes de la compañía

En el acumulado a septiembre 2019, los segmentos Individual y de flotillas acumulan incrementos de 20.0% a/a y 5.3% a/a, respectivamente. El segmento de Instituciones financieras acumula una caída de 12.7% a/a, ya que este último es más sensible a la disminución de ventas de vehículos observada en el país. Adicionalmente, la empresa ha buscado reducir las ventas a través de este canal, debido a que implica un costo de adquisición mayor que el tradicional.

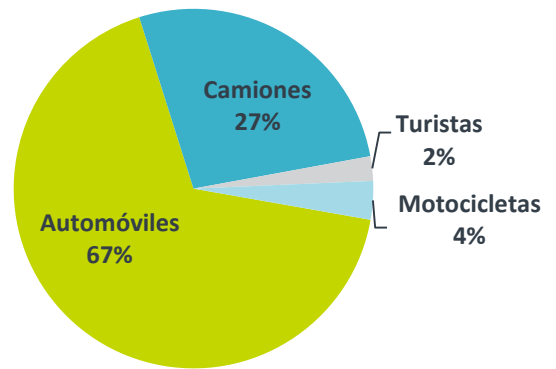
Gráfica 12 - Prima emitida por línea de negocio acumulado 2019 (Variación a/a)



Fuente: Reportes de la compañía

En el país, el número de unidades aseguradas registró un crecimiento de 5.7% a/a, en donde el principal producto son los automóviles, que representan el 67% del total de unidades aseguradas. El segundo producto por número de unidades aseguradas son los camiones.

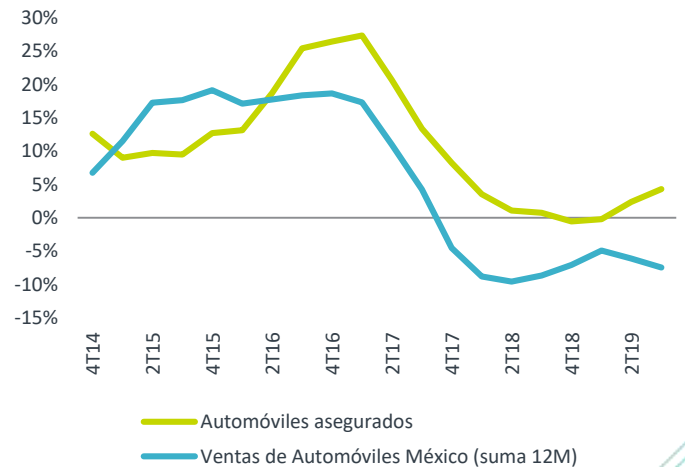
Gráfica 13 – Participación de Unidades aseguradas de Quálitas en México



Fuente: Reportes de la compañía

En 2019, los automóviles asegurados acumulan un crecimiento de 4.3% a/a, cifra que contrasta de forma positiva con las cifras de ventas locales de automóviles, que para el mismo período han caído un 7.5% a/a.

Gráfica 14 - Unidades aseguradas Quálitas vs venta de automóviles en México (Var. a/a)



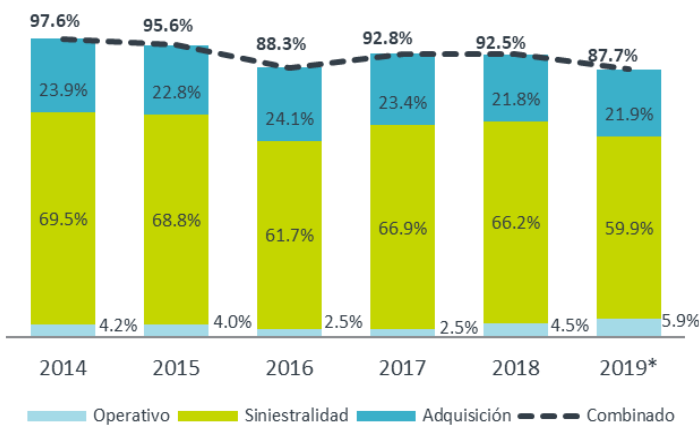
Fuente: INEGI y Reportes de Quálitas

Desempeño Financiero

Costos

El índice combinado de Quálitas acumulado en 2019 se ubicó en 87.7%, compuesto como sigue: índice de adquisición 21.9%, índice de siniestralidad 59.9% e índice de operación 5.9%. Observamos que el índice de combinado es el más bajo de los últimos años, principalmente por la caída en los índices de siniestralidad y de adquisición.

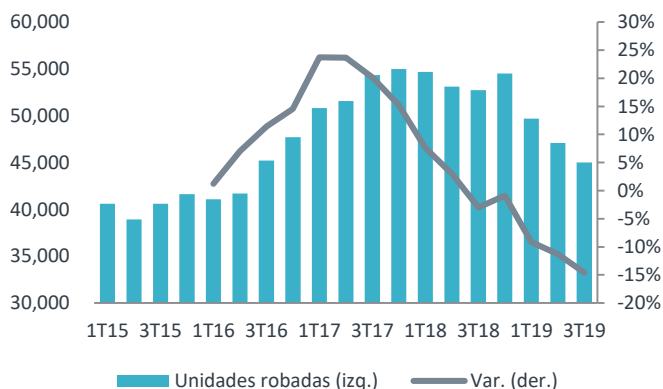
Gráfica 15 – Índices de Costos



*Acumulado a septiembre 2019.
Fuente: Reportes de la compañía.

Como se aprecia en la gráfica anterior, el menor costo de siniestralidad explica principalmente la caída en el índice combinado, el cual ha observado una disminución en el acumulado de 2019, producto de un menor robo de automóviles. Cabe decir que la base de comparación es alta, ya que entre 2017 y 2018, el robo de automóviles alcanzó niveles máximos. Otro elemento que ha apoyado a la reducción en la siniestralidad es el menor número de eventos meteorológicos relevantes.

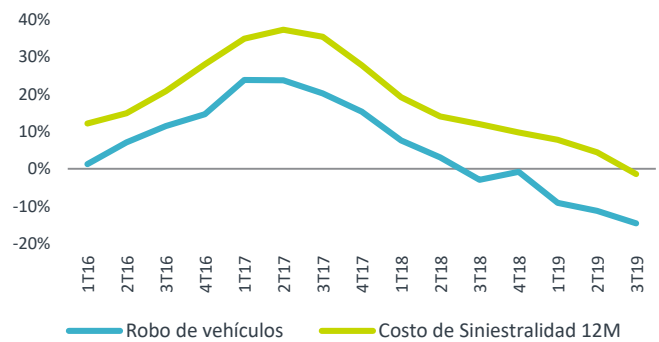
Gráfica 16 - Robo trimestral de vehículos



Fuente: Secretariado Ejecutivo del Sistema Nacional de Seguridad Pública

Asimismo, observamos una correlación fuerte entre la variación entre el robo de vehículos en México y la variación en el costo de siniestralidad de Quálitas.

Gráfica 17 - Robo de vehículo y costo de siniestralidad de Quálitas (Variación a/a)

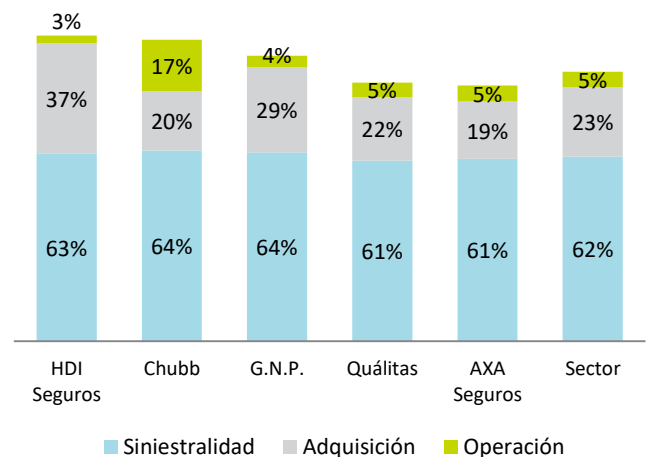


Fuente: Secretariado Ejecutivo del Sistema Nacional de Seguridad Pública y Reportes de Quálitas

Recientemente el índice de adquisición también ha observado una disminución. La caída en las primas colocadas a través de Instituciones financieras explica en parte lo anterior, ya que el colocar primas a través de este canal implica un mayor costo derivado de la comisión que se paga a las Instituciones Financieras.

El índice combinado de Quálitas, en el acumulado a junio de 2019 se compara de forma positiva con sus competidores del sector automotriz.

Gráfica 18 - Índices de costos, aseguradoras comparables en México



Índices de costos calculados sobre primas devengadas, cifras a junio
Fuente: CNSF

Resultado Integral de Financiamiento (RIF)

Respecto a las inversiones de la compañía, observamos que en los últimos años el rendimiento de las inversiones de Quálitas ha sido inferior al promedio de la TIIE 28. El objetivo de la empresa en este rubro es superar a la tasa de referencia.

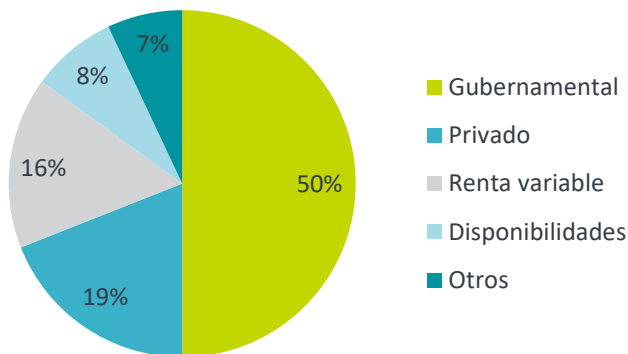
Tabla 3 – Rendimiento de las inversiones

	Rendimiento		
	BMV - MEXBOL	TIIE 28	Inversiones Quálitas
2013	-2.2%	4.3%	6.5%
2014	1.0%	3.5%	8.1%
2015	-0.4%	3.3%	5.5%
2016	6.2%	4.5%	3.2%
2017	8.3%	7.1%	6.5%
2018	-15.6%	8.0%	4.6%
2019*	3.3%	8.2%	7.3%

* Cifras acumuladas a septiembre de 2019
Fuente: Bloomberg , Banxico y Reportes de Quálitas

En 2018 y el acumulado de 2019, el débil desempeño del mercado de renta variable local ha contrarrestado el efecto positivo de las mayores tasas de interés. El principal componente de la cartera de inversiones de Quálitas es la renta fija (84%) mientras que renta variable representa un 16%. La deuda gubernamental representa un 50% de la cartera consolidada.

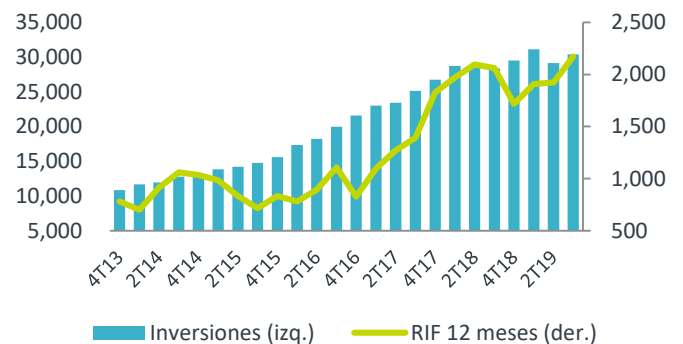
Gráfica 19 - Composición de Portafolio



Fuente: Reportes de Quálitas

El monto de inversiones de la empresa creció a una TACC de 22% de 2013 a 2018, mientras que en el acumulado de 2019 registra un incremento de 7.3%. El crecimiento en los activos invertidos y el rendimiento obtenido sobre los mismos explica el desempeño observado en el Resultado integral de Financiamiento.

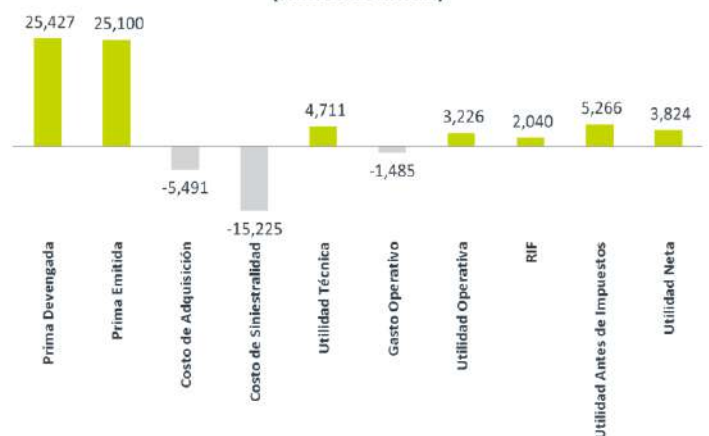
Gráfica 20 - Inversiones y RIF (millones MXN)



Fuente: Reportes de Quálitas

La mayor parte de la utilidad neta de la compañía se genera a nivel operativo, a diferencia de algunas aseguradoras que registran pérdida operativa, la cual compensan con los ingresos derivados de sus inversiones. Para Quálitas, en el acumulado al 3T19 la utilidad operativa y el RIF representaron el 60.2% y 39.8% de la utilidad antes de impuestos, respectivamente.

Gráfica 21 - Estado de resultados acumulado 2019 (millones MXN)



Fuente: Reportes de Quálitas

Rentabilidad

En los últimos trimestres Quálitas ha registrado una expansión en indicadores de rentabilidad, principalmente por los ahorros en costos descritos anteriormente. A nivel operativo, el margen en el tercer trimestre fue de 12.8%, mientras que con cifras acumuladas el margen operativo se ubicó en 12.7%. Esta cifra muestra un crecimiento importante en relación a los niveles de los últimos años.

Gráfica 22 - Resultado operativo 12 meses (mill. MXN)

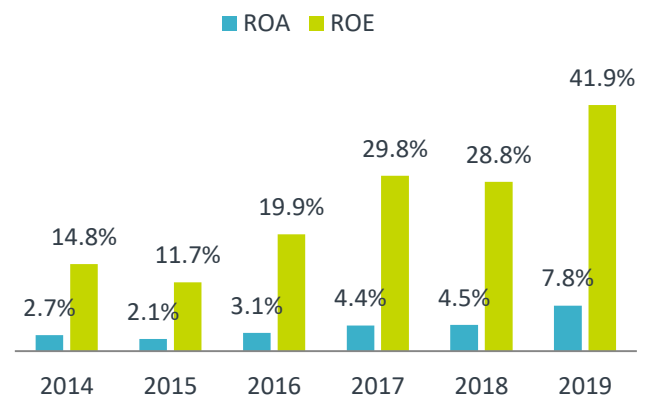


Fuente: Reportes de Quálitas

En cuanto al Resultado Integral de Financiamiento, (RIF) observamos que representó un 39.8% de la utilidad antes de impuestos. Aunque los ingresos generados por las inversiones son relevantes para las aseguradoras, suele ser un rubro de naturaleza más volátil.

Derivado de esto, vemos de manera positiva el buen desempeño a nivel de resultado técnico, ya que este refleja de mejor forma la operación principal de la empresa. El ROA y el ROE en 2019 registran niveles altos en relación a niveles históricos y superan el rango establecido por la empresa como objetivo de mediano a largo plazo (18%-24%).

Gráfica 23 - ROA y ROE 12 meses



*ROA y ROE calculados como Utilidad Neta 12M entre activos y capital promedio 12M, respectivamente
Fuente: Reportes de Quálitas

Respecto a comparables del sector de seguro automotriz en México observamos que la utilidad operativa de Quálitas se compara de forma positiva, según las últimas cifras de la CNSF.

Tabla 4 – Comparativo de aseguradoras en el segmento automotriz en México, cifras a junio de 2019

	Prima emitida	Prima devengada	Resultado Técnico	Resultado de Operación	RIF	Resultado Neto	Margen Neto	Margen Operativo	Índice Combinado
Quálitas	15,739	16,138	2,864	2,091	1,173	2,362	15.0%	13.0%	87.1%
Chubb	7,086	2,845	450	212	267	374	5.3%	7.5%	101.5%
G.N.P.	6,988	6,721	525	499	317	602	8.6%	7.4%	96.1%
AXA Seguros	5,380	5,360	1,038	745	371	936	17.4%	13.9%	86.1%
HDI Seguros	3,902	3,397	-10	106	183	202	5.2%	3.1%	102.9%
Sector	57,259	51,844	7,472	5,667	3,639	7,134	12.5%	10.9%	90.7%

Fuente: CNSF



4. Tesis de Inversión

La especialización en el segmento automotriz de Quálitas le otorga una ventaja competitiva que se refleja en su participación de mercado, la cual el acumulado de 2019 se ubicó en 28% respecto del total de primas de seguro automotriz emitidas en México. Esta especialización también le permite eficiencias que se han traducido en menores costos y mayor rentabilidad respecto a otras aseguradoras en el segmento automotriz. Con respecto a las eficiencias, podemos mencionar el uso de herramientas tecnológicas para prevención de riesgos, análisis estadísticos que permiten asignar una prima acorde al riesgo por regiones y capacitaciones a conductores para reducir siniestros.

Quálitas ha establecido un objetivo de ROE de mediano a largo plazo en un rango de entre 18%-24%. En años recientes y sobretodo en lo que va de 2019 este objetivo ha sido superado. A septiembre de 2019 el ROE de la empresa se ubicó en 42%. No esperamos que este nivel sea sostenible, aunque creemos que en el mediano plazo el ROE estaría mas cercano a la parte alta de lo establecido por la empresa (24%)

El bajo nivel de penetración de seguros en México ofrece una oportunidad de seguir creciendo. Según Encuesta Nacional de Inclusión Financiera 2018 (ENIF), en México sólo el 25% de la población de entre 18 y 70 años contaban con algún tipo de seguro. Para el caso automotriz, se estima que sólo 1 de cada 3 vehículos en circulación cuenta con seguro. Otro elemento que podría contribuir es que a partir de 2019 el seguro de responsabilidad civil es obligatorio en todos los estados con excepción de Michoacán. También cabe mencionar la incursión de la empresa en otros mercados como EEUU, Perú y Centroamérica, que aunque a la fecha representan apenas 5% del total de las primas, hacia adelante podrían contribuir más a la diversificación.

El índice combinado a septiembre de 2019 (87.5%) se ubicó en niveles bajos respecto lo observado en los últimos años, lo que se puede atribuir tanto a factores externos como a medidas implementadas por la empresa para prevenir riesgos. Respecto a los primeros, en 2019 se ha observado una disminución en la siniestralidad debido a un menor robo de automóviles respecto a 2018 y a un menor número de eventos meteorológicos relevantes. En adición a lo anterior, en los últimos años la empresa ha adoptado medidas de prevención de riesgos, como el uso de herramientas tecnológicas, análisis estadísticos y capacitación a conductores y empresas.

Los niveles de capitalización de Quálitas son significativamente superiores a lo requerido por la regulación. Por lo anterior, creemos que la buena generación de flujo en 2019 se podría traducir en un incremento atractivo en la distribución para los accionistas, tanto en forma de dividendos como recompras. La política de dividendos establece mantener un capital contable mínimo de 1.5 veces el capital regulatorio requerido y distribuir entre el 50% y el 90% del excedente, en función de las necesidades de la compañía. Al 3T19, el capital contable representaba más de 4 veces el capital regulatorio requerido, mientras que en 2018 y 2017 fue de 2.3 y 2.1 veces, respectivamente. La empresa podría mantener niveles altos de capital, para proyectos nuevos o capitalizar otras subsidiarias. Asimismo, prevén continuar con su programa de recompra de acciones, en donde a la fecha mantienen 425 millones de títulos en circulación, cifra que podrían llevar a 400 millones.

BX+

5. Valuación

Para la Valuación de la compañía utilizamos dos métodos: **1) Valuación por Utilidad Residual** y **2) Valuación a través de múltiplos**.

Valuación por Utilidad Residual

Realizamos una valuación por Utilidad Residual, tomando la sumatoria del valor presente de la diferencia entre la generación de utilidad anual y el costo del capital. A esto sumamos el valor en libros a principios del período y el valor presente del valor terminal. El Valor Terminal se calculó definiendo un precio objetivo al final del período (PT), el cual se aplicó al valor en libros al final del período (BT) la diferencia PT-BT es el premio de valor en mercado sobre valor en libros. Para el costo de capital utilizamos la fórmula del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), en donde consideramos una beta de 0.596, un premio de mercado estimado de 8.0%, y una tasa libre de riesgo de largo plazo de 7.0%.

Tabla 5 - Precio Objetivo , Utilidad residual

Supuestos:		Cálculo Precio Objetivo 2020:	
Tasa libre de riesgo	7.0%	Valor en libros ₀	13,200
Beta	0.596	Suma VP Utilidad Residual	12,000
Premio del mercado	8.0%	Valor Terminal	20,154
r	11.8%	Valor del capital	45,353
g	2.5%	Acciones	425
ROE sostenible	23.5%	Precio Objetivo 2020	106.7
Múltiplo P/VL terminal	2.3	Último precio	82.8
		P/U 2020	8.9
		P/VL 2020	2.4

Fuente: Análisis BX+

Estimamos que las primas devengadas tengan un crecimiento del 10% para el 2020 y del 9% para el 2021, con un índice combinado en niveles de 90%, por lo que obtendríamos un crecimiento en el resultado técnico de 1.2% y 5.8% para el 2020 y 2021, respectivamente. Para el RIF, veríamos un crecimiento por el monto de inversión; sin embargo, derivado de la disminución de la tasa de referencia, estimamos que los rendimientos sobre inversiones se podrían ver presionados. Estimamos que el ROE debería mostrar una tendencia hacia un nivel normalizado alrededor del 24%.

Tabla 6 - Análisis de Sensibilidad del Precio Objetivo , Utilidad residual

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	Valor Terminal
Prima Devengada	31,810	35,019	38,605	42,157	45,597	49,318	53,342	
Resultado Técnico	3,298	6,182	6,447	6,745	7,113	7,644	8,268	
RIF	1,717	2,640	2,739	2,947	3,137	3,413	3,713	
Resultado Neto	2,428	4,845	4,946	5,157	5,410	5,831	6,322	
ROE	26.7%	36.7%	30.0%	27.0%	26.0%	24.0%	24.0%	
VLPA	21.4	31.1	38.8	44.9	49.0	57.2	62.0	
UPA	5.7	11.4	11.6	12.1	12.7	13.7	14.9	
Valor Residual			3,389	3,212	3,157	3,376	3,456	35,198
Valor Presente			3,031	2,570	2,259	2,161	1,979	20,154

Tabla 7 - Análisis de Sensibilidad del Precio Objetivo , Utilidad residual

	Costo de Capital	Múltiplo P/VL terminal					Rendimiento Potencial				
		2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
10.6%	103.6	107.8	112.0	116.3	120.5	25%	30%	35%	40%	46%	
11.2%	101.1	105.2	109.3	113.4	117.6	22%	27%	32%	37%	42%	
11.8%	98.7	102.7	106.7	110.7	114.7	19%	24%	28.9%	34%	39%	
12.4%	96.4	100.3	104.2	108.1	112.0	16%	21%	26%	31%	35%	
13.0%	94.1	97.9	101.7	105.5	109.3	14%	18%	23%	27%	32%	

Cifras en millones de pesos a menos que se indique lo contrario
Fuente: Análisis BX+

Valuación por Múltiplo P/VL

A través de la estimación del nivel de rentabilidad sostenible (ROE), tasa de crecimiento de largo plazo (g) y costo de capital (r), determinamos un múltiplo de precio a valor en libros (P/VL) y lo aplicamos a nuestro estimado de valor en libros por acción para 2021. Lo anterior nos arrojó un precio objetivo a 2020 de P\$ 101.5 por acción:

Tabla 8 - Precio Objetivo, Múltiplo PVL

Precio Objetivo	
Tasa libre de riesgo	7.0%
Beta	0.596
Premio del mercado	8.0%
r	11.8%
g	2.5%
ROE sostenible	23.5%
Múltiplo P/VL	2.3
VLPA (\$) 2021	44.9
PO 2020	101.5

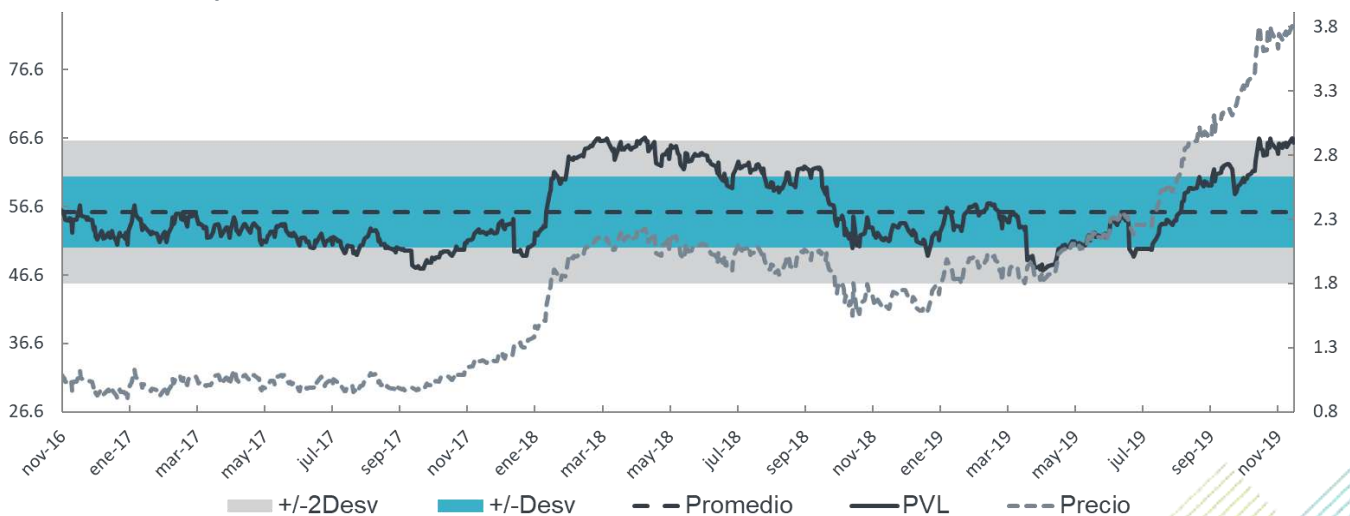
Tabla 9 - Análisis de Sensibilidad del Precio Objetivo Múltiplo P/VL

VLPA	Múltiplo P/VL terminal +/- 10%					Rendimiento Potencial				
	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
	40.4	82.2	86.8	91.4	95.9	100.5	-1%	5%	10%	16%
42.7	86.8	91.6	96.4	101.3	106.1	5%	11%	16%	22%	28%
44.9	91.4	96.4	101.5	106.6	111.7	10%	16%	22.6%	29%	35%
47.2	95.9	101.3	106.6	111.9	117.2	16%	22%	29%	35%	42%
49.4	100.5	106.1	111.7	117.2	122.8	21%	28%	35%	42%	48%

Fuente: Análisis BX+

El múltiplo P/VL ha mantenido un rango entre 1.93x a 2.96x en los últimos tres años con un promedio de 2.39x. Así mismo, se ha mantenido constante dentro de la primera desviación estándar, fuera del año 2018, en donde la acción presentó un incremento del 56% en aproximadamente cuatro meses. Para el cálculo PO del 2020 estimamos un múltiplo P/VL de 2.3x, cifra cercana al promedio de los últimos tres años (2.4x) pero inferior al nivel 2.9x registrado al último cierre. Por lo tanto, el rendimiento que esperamos de 24.0% a través de esta valuación se deriva del aumento en VLPA.

Gráfica 24- Múltiplo P/VL últimos tres años



Fuente: Bloomberg

Múltiplo P/U

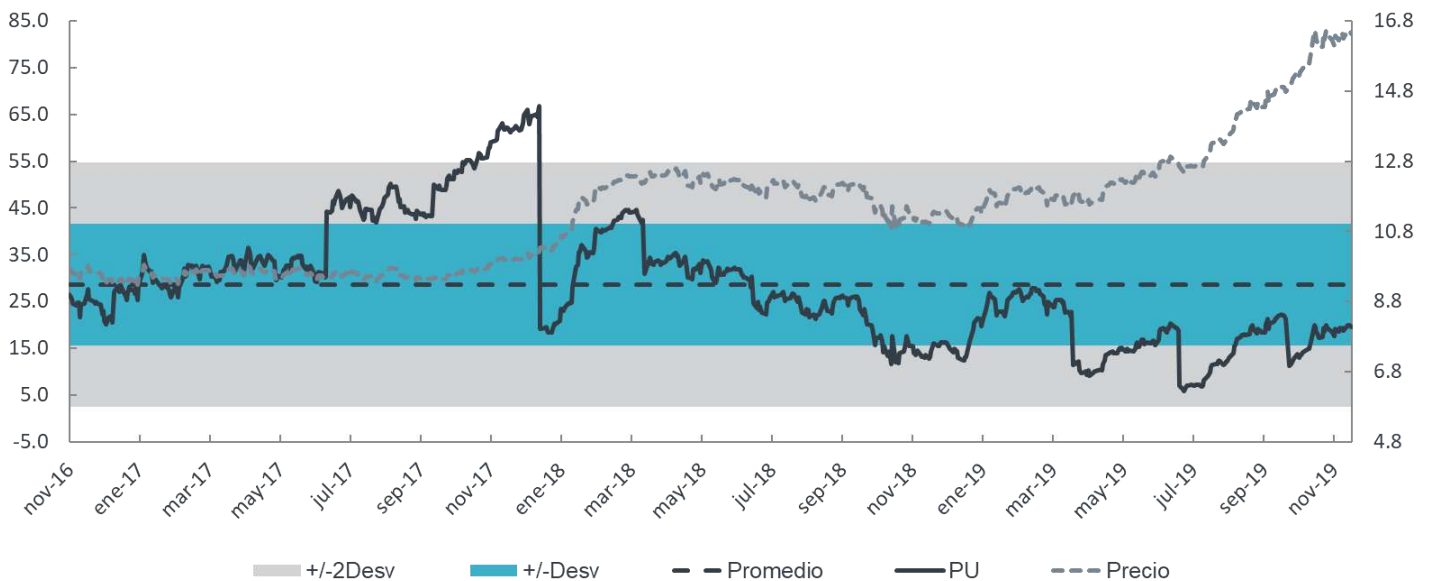
Si consideramos un PO 2020 de P\$104.1 por acción, que es el promedio de los resultados obtenidos a través de valuación por utilidad residual (P\$106.7) y por múltiplo P/VL (P\$101.5), el múltiplo P/U 2020 implícito según nuestras proyecciones sería de 8.6x, cifra en línea con el promedio de los últimos 2 años (8.7x) aunque con un descuento respecto al promedio del P/U de los últimos 3 años (9.2x). Por su parte, el P/U últimos doce meses se ubicó en 7.7x, lo que implica un descuento de 16% y 11% respecto a los promedios de 3 y 2 años, respectivamente. Asimismo, vemos como desde 2018 se aprecia una tendencia de ajuste a la baja en el múltiplo, explicada por lo crecimientos en utilidades, que han sido más notorios en 2019.

Tabla 10 - Análisis de Sensibilidad P/U y Rendimiento Esperado

UPA	Múltiplo P/VL terminal +/- 10%						Rendimiento Potencial				
		7.7	8.2	8.6	9.0	9.5	7.7	8.2	8.6	9.0	9.5
	10.9	84.6	89.0	93.7	98.4	103.3	2%	8%	13%	19%	25%
11.5	89.3	94.0	98.9	103.8	109.0	8%	13%	19%	25%	32%	
12.1	94.0	98.9	104.1	109.3	114.8	13%	19%	25.8%	32%	39%	
12.7	98.7	103.8	109.3	114.8	120.5	19%	25%	32%	39%	46%	
13.3	103.4	108.8	114.5	120.2	126.3	25%	31%	38%	45%	53%	

Fuente: Análisis BX+

Gráfica 25 – Múltiplo P/U últimos tres años



Fuente: Análisis BX+

Análisis de múltiplos comparables

Para el análisis de comparables, no encontramos una empresa aseguradora enfocada totalmente al segmento automotriz como Quálitas. Por lo anterior, elegimos una lista de aseguradoras en mercados emergentes, adicionalmente ponemos como referencia cifras de aseguradoras en el mercado estadounidense. En múltiplo P/U, encontramos que Quálitas cotiza a descuento mientras que en P/VL registra un premio, el cual consideramos justificado tomando en cuenta los mayores niveles de rentabilidad de la aseguradora mexicana. Aun cuando no prevemos que el nivel de ROE superior a 40% sea sostenible, los niveles establecidos como guía por la compañía (18%-24%) seguirían comparándose positivamente respecto a otras aseguradoras.

Tabla 9 - Comparables

Quálitas	País	Moneda	Mcap (Mill. USD)	Rendimiento de la acción	Múltiplo P/U			P/VL	ROA (%)	ROE (%)
				2019	UDM	2019E	2020E	UDM		
SYN MUN KONG INSURANCE	Tailandia	THB	217	-16.5%	10.4			1.0	5.0	10.4
CROATIA OSIGURANJE	Croacia	HRK	431	11.6%	5.8			0.8	3.0	9.9
DHIPAYA INSURANCE	Tailandia	THB	460	2.6%	8.9			1.7	3.2	19.8
ABU DHABI NATIONAL	Qatar	AED	291	-26.9%	7.7			0.7	3.4	9.7
QATAR GENERAL INSURANCE	Sudáfrica	QAR	569	-47.0%	11.6			0.3	2.5	3.0
SANTAM	Malasia	ZAr	2,322	-0.2%	13.6			3.7	5.8	28.0
LPI CAPITAL BERHAD	Malasia	MYR	1,480	-2.7%	19.1	18.1	17.7	3.2	7.8	16.0
SAFETY INSURANCE GROUP	EEUU	USD	1,517	20.5%	17.7			1.9	4.5	13.9
MERCURY GENERAL	EEUU	USD	2,716	-5.1%	23.1	15.2	18.1	1.5	-0.1	11.7
CHUBB	Suiza	USD	69,304	18.4%	16.0	14.1	14.1	1.3	2.4	6.9
CINCINNATI FINANCIAL	EEUU	USD	17,813	40.8%	27.7	27.4	26.4	1.9	1.3	10.4
WR BERKLEY	EEUU	USD	12,456	39.1%	25.4	21.7	19.7	2.1	2.6	12.1
HANOVER INSURANCE GROUP	EEUU	USD	5,248	19.0%	16.9	15.3	16.4	1.7	2.8	14.5
STATE AUTO FINANCIAL	EEUU	USD	1,414	-4.7%	32.9	19.1	15.8	1.5	0.4	3.3
PROGRESSIVE	EEUU	USD	42,421	20.3%	13.2	13.3	14.5	3.0	6.1	24.6
ALLSTATE	EEUU	USD	34,897	30.4%	14.3	10.6	10.8	1.5	2.0	12.0
MARKEL	EEUU	USD	16,223	13.1%	57.3	26.6	28.5	1.5	-0.4	5.3
Promedio Emergentes			824	-11.3%	11.0			1.6	4.4	13.8
Promedio EEUU			18,621	16.4%	23.2	18.1	18.3	1.8	2.4	11.7
QUALITAS			1,814	92.6%	7.8	9.2	10.7	2.8	7.8	41.9

Fuente: Bloomberg y Análisis BX+

Resumen de Valuación

Utilizamos dos metodologías para la valuación de la compañía: 1) Utilidad Residual, la cual nos arroja un PO de P\$106.7 por acción y 2) A través de determinar un múltiplo P/VL, en donde obtuvimos un precio de P\$101.5 Promediando ambos resultados obtenemos un PO 2020 de P\$104.1, que implica un rendimiento potencial de 25.8% respecto al último precio de cierre, y a su vez es constante con el P/U implícito estimado para el cierre del 2020.

6. Riesgos

En un entorno cambiante para los mercados internos y externos, identificamos lo siguientes riesgos que pueden impactar el desarrollo fundamental de la compañía y el precio de su acción en el mercado.

- **Factores externos pueden afectar los costos-** Elementos no controlables por la compañía como los desastres naturales o un repunte en el robo de automóviles podrían afectar de forma significativamente la rentabilidad de la empresa.
- **Debilidad en venta de automóviles** – Las ventas de autos nuevos han mostrado un débil desempeño que, de continuar, limitaría el crecimiento en primas para el sector. A septiembre de 2019, las ventas de automóviles nuevos en México acumulaba una caída de 7.5% a/a.
- **Tasas de Interés** – Las inversiones en renta fija representan el 84% del portafolio de Quálitas, mientras que la deuda gubernamental participa con un 50%. Un ciclo de baja en tasas de interés afectaría el rendimiento de las inversiones. Cabe decir que el Resultado Integral de Financiamiento (RIF) representa un porcentaje significativo en la utilidad de la aseguradoras. En el caso de Quálitas, el RIF representó un 53% de la utilidad neta en el acumulado a septiembre de 2019.
- **Competencia** – Aunque Quálitas es el líder de mercado por un amplio margen, en el sector se registran 37 aseguradoras con operaciones en el segmento automotriz, aunque sólo pocas tienen una participación relevante. Las 5 aseguradoras más grandes concentran cerca de un 70% del mercado, siendo aseguradoras de mayor tamaño que Quálitas, con amplia trayectoria y que tienen operaciones internacionales, por lo que creemos que el mercado cuenta con condiciones competitivas.
- **Concentración** – Si bien consideramos que la especialización otorga ventajas, también implica un riesgo en cuanto a la sensibilidad de la compañía al desempeño del segmento automotriz.
- **Repunte en el precio de la acción** – Con el precio de cierre al 31/10/2019, la acción acumulaba un rendimiento anual de 100%, el cual, aunque se puede justificar por los buenos resultados, podría limitar el rendimiento de corto plazo.



REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 47 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión (las "Disposiciones").

Juan F. Rich Rena, Marisol Huerta Mondragón, Eduardo Lopez Ponce, Elisa Alejandra Vargas Añorve, Alejandro Javier Saldaña Brito, Angel Ignacio Ivan Huerta Monzalvo, Pamela Vázquez Flores y Gustavo Hernández Ocadiz, analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, www.vepomas.com, el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brinda servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativas en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las "Disposiciones" en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

Grupo Financiero Ve por Más

Paseo de la Reforma 243 piso 20, Col. Cuauhtémoc, 06500, CDMX Teléfonos 55 1102 1800 y del Interior sin costo 800 837 676 27

ANÁLISIS BURSÁTIL

Director de Análisis y Estrategia

Juan F. Rich Rena	55 56251500 x 31465	jrich@vepomas.com
-------------------	------------------------	-------------------

Asistente Dirección de Análisis y Estrategia

Pamela Vázquez F.	55 56251500 x 31541	pvazquez@vepomas.com
-------------------	------------------------	----------------------

Analista Consumo / Minoristas

Marisol Huerta M.	55 56251500 x 31514	mhuerta@vepomas.com
-------------------	------------------------	---------------------

Analista Financieras / Fibras

Eduardo Lopez Ponce	55 56251500 x 31453	elopezp@vepomas.com
---------------------	------------------------	---------------------

Analista Industriales

Elisa A. Vargas A.	55 56251500 x 31508	evargas@vepomas.com
--------------------	------------------------	---------------------

Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado

Gustavo Hernández O.	55 56251500 x 31709	ghernandez@vepomas.com
----------------------	------------------------	------------------------

ESTRATEGIA ECONÓMICA

Subdirector de Análisis Económico

Alejandro J. Saldaña B.	55 56251500 x 31767	asaldana@vepomas.com
-------------------------	------------------------	----------------------

Analista Económico

Angel Iván I. Huerta M.	55 56251500 x 31725	ahuerta@vepomas.com
-------------------------	------------------------	---------------------

COMUNICACIÓN Y RELACIONES PÚBLICAS

Director de Comunicación y Relaciones Públicas

Adolfo Ruiz Guzmán	55 11021800 x 32056	aruiz@vepomas.com
--------------------	------------------------	-------------------

DIRECCIÓN GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS, S.A. DE C.V.

Director de Tesorería y Relación con Inversionistas

Javier Torroella de C.	55 56251500 x 31603	jtorroella@vepomas.com
------------------------	------------------------	------------------------

Director Promoción Bursátil Centro – Sur

Manuel A. Ardines P.	55 56251500 x 31675	mardines@vepomas.com
----------------------	------------------------	----------------------

Director Promoción Bursátil Norte

Lidia González Leal	81 83180300 x 37314	ligonzalez@vepomas.com
---------------------	------------------------	------------------------