

Peña Verde

3T14

Reporte Trimestral

31 de octubre del 2014

Último Precio 9.25 MXN

Precio Objetivo 9.32 MXN

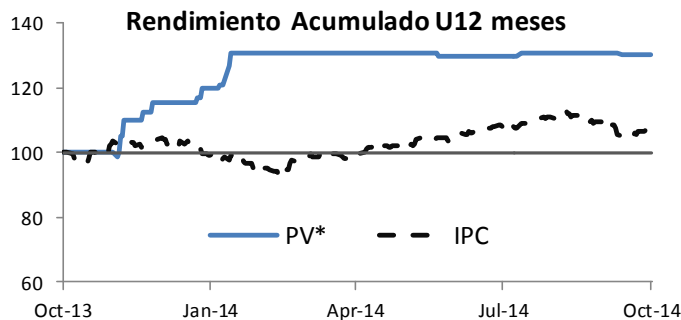
[English Version](#)

Peña Verde 3T14 y un vistazo al mediano plazo

Datos Clave

Clave Pizarra	PV*
Precio Objetivo	MXN 9.32
Último Precio	MXN 9.25
Rend. Potencial	0.8%
2014E Rend. Div.	N.D.
Rend. Total Potencial	0.8%
Rend. Esperado IPC	12.4%
Rend. UDM PV*	30%
Acciones en Circ. (millones)	477
Free Float	2.3%
Beta	N.D.
Bursatilidad	Mínima
Prom. Operado Diario (miles)	USD 1,786.8
Val Capitalización (millones)	USD 327
Valor en Libros/Acción	MXN 8.1
Val Empresa (millones)	USD 323
Deuda Neta	-MXN 147
UDM Rango de Precios (MXN)	(7.00 - 9.30)

- Estrategia de crecimiento hacia 2018.** Estamos gratamente sorprendidos con la implementación de la estrategia de crecimiento de la empresa en lo que va del 2014, a pesar de un difícil entorno macroeconómico. La administración de PV* parece haber dejado a un lado el enfoque conservador de privilegiar la rentabilidad y ha decidido ganar participación de mercado con una nueva oferta de productos más amigable. Esta es, a nuestro juicio, la estrategia adecuada para la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo.
- Resultados al 3T14.** General de Seguros crece fuertemente, mientras Reaseguradora Patria reporta por debajo de estimaciones. Las primas emitidas de PV suben 36% en el 3T14. Se registra una pequeña utilidad de operación y una utilidad neta por 82.6 mp, al tiempo que el valor contable sube 8.8% a septiembre del 2014.
- Precio Objetivo.** Introducimos nuestro precio objetivo para el cierre del 2015 en 9.32 pesos por acción, con base en el promedio del múltiplo implícito del valor en libros estimado para 2015 (50%) y un múltiplo P/U de 12X la utilidad estimada del 2015 (50%), consistente con empresas comparativas del sector. Nuestro PO se encuentra en línea con el precio actual de la emisora.



	2012	2013	2014E	2015E
Valuacion				
P/U	1.3x	81.0x	13.8x	12.5x
P/VL	0.31x	1.34x	1.12x	1.02x
Estimados (MXN)				
Primas Emitidas	3,462	3,321	4,058	4,464
Var. %	7.3%	-4.1%	22.2%	10.0%
Primas Retenidas	2,779	2,675	3,151	3,453
Var. %	10%	-4%	18%	10%
Utilidad Técnica	505	461	546	437
Var. %	148.8%	-8.9%	18.6%	-19.9%
Utilidad Neta	760	55	321	353
UPA	3.80	0.11	0.67	0.74
Var. %	-74%	-97%	487%	10%
Rentabilidad				
Índice Combinado	91.9%	89.5%	89.0%	95.3%
Índice de Adquisición	28.0%	29.5%	28.0%	27.9%
Índice de Siniestralidad	51.6%	50.8%	50.5%	57.3%
Índice de Operación	12.2%	9.1%	10.6%	10.1%
ROE	23.5%	1.7%	8.9%	8.5%

1 Estrategia de Mediano Plazo en Marcha

Mejor a lo esperado. Estamos gratamente sorprendidos con la implementación de la estrategia de crecimiento de la empresa. Nuestro modelo supone que la guía de la administración se logra a un menor ritmo que el presupuestado por la emisora. No obstante, al menos en 2014, los resultados, particularmente en General de Seguros han excedido nuestras expectativas. En Patria Re. el ambiente competitivo se ha exacerbado y la rentabilidad se ha presionado.

Peña Verde

3T14

Reporte Trimestral

31 de octubre del 2014

Último Precio 9.25 MXN

Precio Objetivo 9.32 MXN

Una estrategia mucho más agresiva. La experimentada administración de PV* parece haber dejado a un lado el enfoque conservador de privilegiar la rentabilidad y ha decidido ganar participación de mercado con una nueva oferta de productos más amigable para un mercado con buenas perspectivas de crecimiento, pero ferozmente competido. Esta es, a nuestro juicio, la estrategia adecuada para la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo.

En General de Seguros la administración proyecta duplicar su cartera al cierre del 2018, su meta quinquenal a partir del cierre del 2013. Ello implicaría alcanzar una emisión de primas de alrededor de 3,100 millones de pesos. Nuestra proyección original para el 2018 se encuentra en línea con este objetivo, aunque tras el explosivo crecimiento en 2014, revisaremos nuestras tasas de crecimiento proyectadas para años subsecuentes. Con un mercado más dinámico la meta de la administración se lograría con incrementos anuales de ~ del 11.0% en primas emitidas a partir del 2015. A juicio de **Prognosis**, si el crecimiento económico del país efectivamente se acelera de manera sostenida hacia el 2018, **la meta de PV, podría ser conservadora.**

En Patria-Re el objetivo de la administración es llegar a producir primas escritas por USD 210 millones al cierre del 2018 – una meta un poco más agresiva que nuestras estimaciones. Se plantean también un objetivo de USD 400 millones al cierre del 2023. A pesar de lo concentrado del negocio a nivel mundial y de márgenes reducidos, Patria-re ha logrado recientemente una calificación de solvencia de A desde A-, un alto rating que podría ayudarle a allegarse negocios. Por otro lado, la administración sigue buscando crecer fuera de México, hasta llegar a 25% de su cartera total desde el 12% actual, concentrándose en América Latina, preferentemente entrando al difícil mercado de Brasil y sostener sus esfuerzos de suscripción en el mercado europeo.

Nuevos Proyectos. A juzgar por nuestras conversaciones con la compañía, hay la intención de seguir utilizando la plataforma de PV para nuevos negocios potenciales. Aunque no revelan su naturaleza, es evidente, a nuestro juicio, que la emisora buscará mayor visibilidad en el futuro.

2. Reporte al 3T14

La estrategia de crecimiento de General de Seguros continúa dando dividendos. Las primas emitidas de PV suben 36% en el 3T14. Se registra una pequeña utilidad de operación y una utilidad neta por 82.6 mp, al tiempo que el valor contable sube 8.8% a septiembre del 2014.

Las primas emitidas de Peña Verde alcanzaron 1,231.4 millones de pesos (mp) en el tercer trimestre del 2014, una fuerte alza anual del 36%. En el acumulado a septiembre de 2014, suman 3,043.4 mp, un incremento de casi 25% en los primeros 9 meses del año, encabezado por la subsidiaria “General de Seguros”, que parece seguir instrumentando correctamente su estrategia de crecimiento, a pesar de la debilidad económica del país en los primeros 9 meses del año. De hecho, a septiembre, General de Seguros muestra un incremento de casi 60% en la emisión de primas.

Descripción de la compañía:

PV* es una tenedora de acciones. Su principal operación consiste en la administración de sus subsidiarias General de Seguros y Reaseguradora Patria a través de su tercer subsidiaria, “Servicios Administrativos Peña Verde”, con el fin de mejorar la administración, cumplimiento normativo y generar economías a escala. General de Seguros opera todos los ramos de seguros a excepción de pensiones en toda la República Mexicana. El ramo de salud es manejado por su subsidiaria “General de Salud”. Reaseguradora Patria presta servicios de reaseguro en todas sus modalidades en México, Latinoamérica y el resto del mundo con excepción de EUA.

Peña Verde

3T14

Reporte Trimestral

31 de octubre del 2014

Último Precio 9.25 MXN

Precio Objetivo 9.32 MXN

Los ramos que mostraron mayor crecimiento de ventas a septiembre fueron Vida con un 142%, derivado de las asignaciones de nuevas licitaciones en la Secretaría de Seguridad Pública y Policía Bancaria del Distrito Federal y el ramo de Agropecuario que muestra un incremento de 176%, principalmente por la obtención de negocios en los estados de Tabasco, Michoacán, Coahuila y Nayarit.

Por su parte la subsidiaria "Reaseguradora Patria", alcanzó ventas por \$1,204.1 millones de pesos a septiembre, lo que representó una disminución del 4.7%, originada por los decrementos en la producción de los ramos de incendio, diversos y la operación de reafianzamiento. Así, muy difícilmente la compañía podrá alcanzar su meta de incremento de 10% en primas tomadas.

El costo neto de adquisición en el 3T14 fue de 204.4 mp, 4% inferior al del 3T13 y también inferior al del 2T14. La siniestralidad fue de 404.3 mp 35.6% superior a la del 3T13 y también superior a la del 2T14. La mayor siniestralidad provocó que la utilidad técnica cayera 10% a 161.2 mp en el 3T14, superior sin embargo a la del 2T14.

La utilidad técnica consolidada de Peña Verde a septiembre de 2014 sumó 427.0 mp, un decremento del 1.8% a los primeros nueve meses del 2013. La compañía considera que la caída se debe en buena medida al aumento en los costos de adquisición (directamente relacionado con el crecimiento en la producción) y una mayor siniestralidad en el 3T14.

En el 3T14 hubo una inusual utilidad de operación por 12.7 mp, a pesar de que los gastos de operación han aumentado como consecuencia de una mayor PTU real y diferida.

En el 3T14 se presentó un favorable desempeño de los mercados de valores en México lo que incidió en un resultado integral de financiamiento de +82.6 mp, ligeramente superior a la del 3T13. En los primeros 9 meses del año el resultado integral de financiamiento alcanza un monto 496.2 mp, un incremento de \$455.4 millones de pesos respecto al 2013, resultado de las plusvalías registradas en el mercado accionario y de bonos.

Debido al buen desempeño del portafolio de inversión principalmente, Peña Verde registró una utilidad neta de 261.9 mp a septiembre del 2014. En el 3T14, sin embargo, la utilidad registrada fue de sólo 2.3 mp menor a los casi 5 mp del 3T2013. La utilidad neta ha superado nuestras estimaciones y estamos incrementándola a 321 mp estimados, una UPA de 0.67 ps en 2014. Nuestra estimación de UPA para el 2015 es de 0.74 ps.

Al cierre de septiembre de 2014, el capital contable de PV alcanzó un monto de 3,858.7 mp o 8.1 ps por acción, un incremento anual del 8.8%, generado principalmente por la utilidad acumulada del periodo. Los valores en libro para acción que estimamos para 2014 y 2015 son de 8.3 ps. y 9.1 ps respectivamente.

Peña Verde

3T14

Reporte Trimestral

31 de octubre del 2014

Último Precio 9.25 MXN

Precio Objetivo 9.32 MXN

3. Precio Objetivo

Utilizando el múltiplo implícito que calculamos en nuestro reporte de inicio de cobertura de 1.073X por el VLA estimado para 2015, de 9.1 pesos, llegamos a un valor de 9.76 ps por acción. Utilizando 12X (en línea con empresas comparables locales e internacionales) las utilidades estimadas para el próximo año, arribamos a un precio de 8.88 ps. por acción. Al promediar ambos valores al 50% llegamos al PO de 9.32 pesos para las acciones de PV*.

Estado de Resultados	3T13	3T14	3T14 vs 3T13%
(en millones de pesos nominales)			
Primas Emitidas	905.5	1,231.4	36.0%
Primas de Retención	757.0	917.7	21.2%
Primas de Retención Devengadas	691.1	769.9	11.4%
(-) Costo Neto de Adquisición	213.5	204.4	-4.3%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	298.1	404.3	35.6%
Utilidad (Pérdida) Técnica	179.5	161.2	-10.2%
Utilidad (Pérdida) Bruta	101.0	87.1	-13.8%
(-) Gastos de Operación Netos	104.9	74.4	-29.1%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	(3.9)	12.7	-425.6%
Resultado Integral de Financiamiento	80.3	82.6	2.9%
Utilidad/Pérdida del ejercicio	4.9	2.3	-53.0%

Fuente: PV y Prognosis

Resumen Anual del Estado de Resultados de Peña Verde (MXN millones)

	2011	2012	2013	2014f	2015f
Primas Emitidas	3,226.2	3,461.5	3,320.6	4,057.8	4,463.6
(-) Cedidas	695.2	682.0	646.0	857.9	764.8
De Retención	2,531.0	2,779.5	2,674.6	3,151.0	3,453.2
<i>Índice de Retención</i>	<i>78%</i>	<i>80%</i>	<i>81%</i>	<i>78%</i>	<i>77%</i>
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	137.4	125.3	132.7	269.4	168.9
Primas de Retención Devengadas	2,393.6	2,654.2	2,541.9	2,881.6	3,284.3
(-) Costo Neto de Adquisición	679.4	779.4	789.2	881.4	964.0
<i>Índice de Adquisición</i>	<i>27%</i>	<i>28%</i>	<i>30%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>
(-) Costo Neto de Siniestralidad	1,511.0	1,369.3	1,292.2	1,454.1	1,882.9
<i>Índice de Siniestralidad</i>	<i>63%</i>	<i>52%</i>	<i>51%</i>	<i>50%</i>	<i>57%</i>
Utilidad (Pérdida) Técnica	203.1	505.5	460.5	546.1	437.3
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	277.1	315.2	315.6	312.9	373.1
Utilidad (Pérdida) Bruta	-74.0	190.5	145.0	233.3	64.3
(-) Gastos de Operación Netos	231.6	339.9	243.9	334.0	347.8
<i>Índice de Operación</i>	<i>9%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-305.5	-149.3	-98.9	-100.7	-283.5
Resultado Integral de Financiamiento	445.7	1,238.1	109.6	667.5	655.9
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	140.6	1,088.8	10.8	566.8	372.5
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	-41.5	268.0	-59.6	200.6	133.8
TASA IMPOSITIVA	-29.5%	24.6%	-553.5%	35.4%	35.9%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	182.1	820.8	59.5	349.3	384.2
Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	110.0	61.3	10.9	27.9	30.7
Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	71.7	759.5	54.7	321.3	353.4
UPA	14.64	3.80	0.11	0.67	0.74
Número de Acciones (millones)	4.9	200.0	476.7	476.7	476.7
Crecimiento en Ingresos (primas emitidas)		7.3%	-4.1%	22.2%	10.0%
Crecimiento de utilidades		958.7%	-92.8%	487.1%	10.0%
Crecimiento en UPA		-74.1%	-97.0%	487.1%	10.0%
Índices de Costos					
Adquisición	26.8%	28.0%	29.5%	28.0%	27.9%
Siniestralidad	63.1%	51.6%	50.8%	50.5%	57.3%
Operación	9.1%	12.2%	9.1%	10.6%	10.1%
Combinado	99.1%	91.9%	89.5%	89.0%	95.3%

Otros Rubros e Indicadores

Dividendos (mxn por acción)	16.9	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	6.9%	23.5%	1.7%	8.9%	8.5%
P/U	0.34x	1.32x	81.00x	13.80x	12.54x
P/VL	0.02x	0.31x	1.34x	1.12x	1.02x
VLPA	213.3	16.2	6.9	8.3	9.1

Resumen del Balance (MXN mn)

Activo	9,624.9	10,715.8	10,952.6	12,283.2	13,965.2
Inversiones	7,441.6	8,615.6	8,855.8	9,759.1	10,957.0
Caja y Bancos	89.7	162.0	147.3	184.2	209.5
Pasivo	6,591.1	7,214.7	7,366.2	8,336.7	9,780.0
Reservas Técnicas	5,450.1	5,558.9	5,856.3	6,919.5	8,117.4
Capital Contable	3,033.8	3,501.1	3,586.4	3,946.5	4,185.1
Capital Mayoritario	1,044.9	3,231.1	3,304.4	3,947.7	4,331.9

Fuente Prognosis con datos de la BMV



Prognosis

Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

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

Carlos Fritsch

cfritsch@prognosismex.com

Fernando Lamoyi

flamoyi@prognosismex.com

Sebastián Hernández

shernandez@prognosismex.com

Rubí Grajales

rjgrajales@prognosismex.com

+52 (55) 5202 9964



+52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901
Col. Lomas de Chapultepec 11000
México D.F.

Información relevante sobre Prognosis, sus analistas y este reporte

La empresa Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) ha sido aprobada por la BMV para actuar como Analista Independiente y está sujeta a lo dispuesto por el Reglamento Interior de la BMV. Dicha aprobación en ningún momento implica que la empresa Prognosis ha sido autorizada o supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Socios, analistas y todo el personal que labora en Prognosis, declara: (1) tener solvencia moral tanto, en nuestra actividad profesional como en la personal; (2) cumplir con los criterios de independencia que señala el Reglamento interior de la BMV, que entre otros incluye en que no incurrimos en labores de corretaje de emisora alguna y tampoco relación de negocios con dichas emisoras; (3) apego y cumplimiento en todo momento a los Códigos de Ética Profesional de la comunidad Bursátil Mexicana y de Prognosis; (4) estar libre de conflictos de interés patrimonial o económico respecto de las emisoras a las cuales cubrimos.

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

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

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

Peña Verde

3Q14

Quarterly Report

Last Price 9.25 MXN

Target Price 9.32 MXN

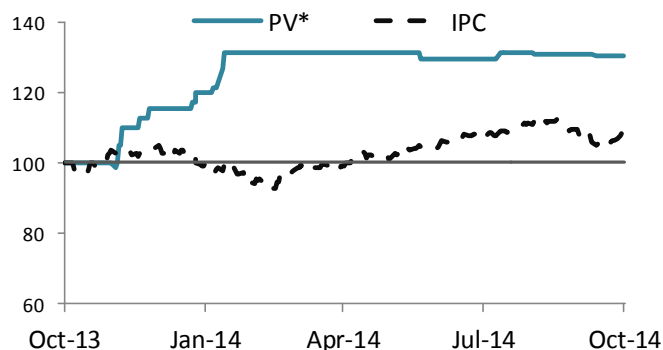
October 31th, 2014

[Versión en español](#)

3Q14 results and a quick view into the medium term

Key Data

Local Ticker	PV*
Target Price	MXN 9.32
Last Price	MXN 9.25
Expected Return	0.8%
2014 Div. Yield	N.A.
Total Expected Return	0.8%
MEXBOL Expected Return	12.4%
LTM Return PV*	30%
Outstanding Shares (million)	476.7
Free Float	2.3%
Beta	N.A.
Marketability	Low
Average Daily Trade 6M (thousand)	USD 1,786.8
Market Cap (USD Million)	USD 327
Book Value per Share	MXN 8.1
Enterprise Value (Million)	USD 323
Net Debt	-MXN 147
LTM Price Range	(7.00 - 9.30)



- Growth strategy towards 2018.** We are pleasantly surprised with the implementation of the company's growth strategy so far in 2014, considering the adverse macroeconomic environment. The management of PV* seems to have left aside its conservative perspective of privileging profitability and has chosen to draw a bigger share of the market with a new and more friendly products' offering. In our view this is the appropriate strategy for the company's sustainability in the long term.
- 3Q14 results.** *General de Seguros* grows strongly, while *Reaseguradora Patria* numbers come below our forecasts. PV's written premiums increased 36% in 3Q4. A slight operating profit and a net profit of 82.6 mp is recorded while book value rises 8.8% to September 2014.
- Target Price.** We introduce our Target Price for year 2015 at MXN 9.32 per share based on the average of two components: (1) the fair book value multiple by our 2015 BV forecast and (2) An average peer P/E multiple of 12X our 2015 EPS estimate. Our TP is 3.8% above the current price of the PV* shares.

	2011	2012	2013f	2014f
--	------	------	-------	-------

Valuation

P/E	13x	81.0x	13.8x	12.5x
P/BV	0.31x	1.34x	1.12x	1.02x

Estimates (MXN)

Gross Written Premiums	3,462	3,321	4,058	4,464
YoY%	7.3%	-4.1%	22.2%	10.0%
Net Premiums Retained	2,779	2,675	3,151	3,453
YoY%	9.8%	-3.8%	17.8%	9.6%
Underwriting (technical) inc	505	461	546	437
YoY%	148.8%	-8.9%	18.6%	-19.9%
Net income	760	55	321	353
EPS	3.80	0.11	0.67	0.74
YoY%	-74%	-97%	487%	10%

Profitability

Combined Ratio	91.9%	89.5%	89.0%	95.3%
Aquisition Ratio	28.0%	29.5%	28.0%	27.9%
Claims Ratio	51.6%	50.8%	50.5%	57.3%
Operation Ratio	12.2%	9.1%	10.6%	10.1%
ROE	23.5%	1.7%	8.9%	8.5%

1 Medium term strategy ongoing

Better than expected. We are pleasantly surprised with the implementation of the company's growth strategy. Our model assumes that management guidance is accomplished at a slower pace than this guidance indicates. Nevertheless, at least for 2014, results have exceeded our expectations, particularly for *General de Seguros*. In *Patria Re.* the competitive environment has increased substantially affecting profitability.

Peña Verde

3Q14

Quarterly Report

Last Price 9.25 MXN

Target Price 9.32 MXN

October 31th, 2014

[Versión en español](#)

A more aggressive strategy. It looks like the experienced management of PV* has left aside the conservative perspective that privileges profitability and has chosen to draw a bigger share of the market with new and more friendly products offering for a market that has good growth prospects, although it is fiercely competed. In our view this is the appropriate strategy for the company's sustainability in the long term.

General de Seguros management plans to duplicate its portfolio by y-e 2018, which is their five year goal since the end of 2013. This would require reaching around 3.1 billion pesos in gross written premiums. Our original forecast for 2018 is in line with this goal, although after the explosive growth in 2014 we will look over our predicted growth rates for the following years. With a more dynamic overall market the management goal would be accomplished with annual increases of ~ 11.0% in written premiums beginning in 2015. In the view of **Prognosis** if Mexican economic growth in fact speeds up steadily towards 2018, **General de Seguros goal might be conservative.**

Patria-Re's management goal is to reach USD 210 million in written premiums at y-e 2018 –a goal somewhat more aggressive than our estimations. They also pose a USD 400 million objective at y-e 2023. In spite of the global concentration of the business and of narrow margins, Patria-Re has managed to obtain a solvency grade of A, coming from A-. This is a high rating that might help to underwrite business. On the other hand, the management keeps looking to grow outside Mexico up to 25% of their topline from the current 12%. They plan to focus on Latin America, giving preference to the entrance to the complex Brazilian Market and to maintain their subscription efforts in the European market.

New projects. Judging from our conversations with the company, they have the intention to continue using the PV platform for potential new businesses. Although they do not reveal its nature; it is clear, in our view, that the company seeks greater visibility in the future.

2. 3Q14 report.

General de Seguros growth strategy keeps bearing dividends. PV's written premiums increase 36% in 3Q14. A slight operation profit and a net profit of 82.6 mp are registered at the same time that the book value rises 8.8% up to September 2014.

PV's written premiums have reached the 1,231.4 million pesos (mp) in the 3Q14, a strong annual growth of 36%. Sum up to September is 3,043.4 mp, a 25% increase in the first nine months of the year.

Company's description:

PV* is a holding company. Its main business consists in managing its subsidiary companies General de Seguros and Reaseguradora Patria through a third subsidiary, "Servicios Administrativos Peña Verde", with the purpose of improving management, regulatory compliance and generating economies of scale. General de Seguros operates all insurance segments except for pensions in all states of the Mexican Republic. The company's health segment is managed by its subsidiary "General de Salud". Reaseguradora Patria provides reinsurance services in all its forms in Mexico, Latin America and the rest of the world with the exception of the USA.

Peña Verde

3Q14

Quarterly Report

Last Price 9.25 MXN

Target Price 9.32 MXN

October 31th, 2014

[Versión en español](#)

The increment is led by the subsidiary "General de Seguros", who seems to be appropriately enforcing their growth strategy in spite of the economic weakness of the country in the first nine months of the year. In fact, up to September General de Seguros has registered almost a 60% growth in writing premiums.

The divisions that registered a bigger growth in sales up to September were Vida with a 142% due to the new assignments of new tenders in the Ministry of Public Security and the Mexico City Banking Police and the Agricultural division that shows an increase of 176%, mainly due to attaining business in the states of Tabasco, Michoacán, Nayarit and Coahuila.

Meanwhile the subsidiary "Reaseguradora Patria", reported sales of \$ 1.2 bp to September, a decrease of 4.7% resulting from decreases in the fire, diverse and refinancing operation divisions sales. Therefore, it is highly improbable that the company will achieve their 10% growth goal in underwritten premiums.

The net acquisition cost in the 3Q14 was 204.4 million pesos (mp), 4% lower than the 2Q13 and also smaller than in the 2Q14. Claims totaled 404.3 mp, 35.6% higher than the 3Q13 and also greater than the 2Q14. The higher claims caused the technical income to fall 10% to 161.2 mp in the 3Q14; however it was higher than the 2Q14.

The consolidated technical income of Peña Verde to September 2014 totaled 427.0 mp, a decrease of 1.8% for the first nine months of 2014. The company believes that the fall was due largely to higher acquisition costs (directly related to growth in sales) and higher losses in the 3Q14.

In the 3Q14 there was an unusual operating income of 12.7 mp, although operating expenses have increased as a result of an increased real and deferred PTU.

The 3Q14 showed a favorable financial markets' performance in Mexico, which impacted positively the comprehensive financing result of +82.6 mp, slightly higher than the 3Q13. In the first 9 months of 2014 the financial income reached 496.2 mp, an increase of \$ 455.4 million pesos compared to 2013, derived from the gains in the stock and bond markets.

Primarily due to the good performance of the investment portfolio, Peña Verde posted a net profit of 261.9 mp to September 2014. However, the net profit was only 2.3 mp in the 3Q14, less than the nearly 5 mp from the 3Q13.

As of September 2014, the shareholders equity of PV reached a total of 3.86 bp or 8.1 ps per share, an annual increase of 8.8%, mainly due to the accumulated profit in the period.

Company's description:

PV* is a holding company. Its main business consists in managing its subsidiary companies General de Seguros and Reaseguradora Patria through a third subsidiary, "Servicios Administrativos Peña Verde", with the purpose of improving management, regulatory compliance and generating economies of scale. General de Seguros operates all insurance segments except for pensions in all states of the Mexican Republic. The company's health segment is managed by its subsidiary "General de Salud". Reaseguradora Patria provides reinsurance services in all its forms in Mexico, Latin America and the rest of the world with the exception of the USA.

Peña Verde

3Q14

Quarterly Report

Last Price 9.25 MXN

Target Price 9.32 MXN

October 31th, 2014

[Versión en español](#)

3. Target price

Using the fair multiple of 1.073X, introduced in our IC report, by 9.1 ps., our forecast BV for 2015, we arrive at a value of 9.76 ps. per share. On the other hand, using 12X our 2015-EPS we get a 8.88 pesos value per share. The average of these two values is our TP of 9.32 pesos for the shares of PV* at y-2015.

Income Statement	3Q13	3Q14	3Q14 vs 3Q13%
(en millones de pesos nominales)			
Gross Written Premiums	905.5	1,231.4	36.0%
Net Premiums Retained	757.0	917.7	21.2%
Retention Premiums Accrued	691.1	769.9	11.4%
Acquisition Costs	213.5	204.4	-4.3%
Insurance claims incurred	298.1	404.3	35.6%
Underwriting (technical) income (loss)	179.5	161.2	-10.2%
Gross Income	101.0	87.1	-13.8%
Net Operating Expenses	104.9	74.4	-29.1%
Operating income (loss)	(3.9)	12.7	-425.6%
Comprehensive Financing Result	80.3	82.6	2.9%
Majority Net Profit	4.9	2.3	-53.0%

Source: PV and Prognosis

Peña Verde's Annual Income Statement (million MXN)

	2011	2012	2013	2014f	2015f
Gross Written Premiums	3,226.2	3,461.5	3,320.6	4,057.8	4,463.6
Premiums Ceded	695.2	682.0	646.0	857.9	764.8
Net Premiums Retained	2,531.0	2,779.5	2,674.6	3,151.0	3,453.2
<i>Net Premiums Retained rate</i>	78%	80%	81%	78%	77%
Net Increase in Provision for Unaccrued Premiums	137.4	125.3	132.7	269.4	168.9
Retention Premiums Accrued	2,393.6	2,654.2	2,541.9	2,881.6	3,284.3
Acquisition Costs	679.4	779.4	789.2	881.4	964.0
<i>Aquisition ratio</i>	27%	28%	30%	28%	28%
Insurance claims incurred	1,511.0	1,369.3	1,292.2	1,454.1	1,882.9
<i>Claims ratio</i>	63%	52%	51%	50%	57%
Underwriting (technical) income (loss)	203.1	505.5	460.5	546.1	437.3
Net Increase in Other Technical Reserves	277.1	315.2	315.6	312.9	373.1
Gross Income	-74.0	190.5	145.0	233.3	64.3
Net Operating Expenses	231.6	339.9	243.9	334.0	347.8
<i>Operating ratio</i>	9%	12%	9%	11%	10%
Operating income (loss)	-305.5	-149.3	-98.9	-100.7	-283.5
Comprehensive Financing Result	445.7	1,238.1	109.6	667.5	655.9
Earnings before income tax	140.6	1,088.8	10.8	566.8	372.5
Income tax payment provision	-41.5	268.0	-59.6	200.6	133.8
Income tax rate	-29.5%	24.6%	-553.5%	35.4%	35.9%
Net profit (loss)	182.1	820.8	59.5	349.3	384.2
Minority interest	110.0	61.3	10.9	27.9	30.7
Majority Net Profit	71.7	759.5	54.7	321.3	353.4
EPS	14.64	3.80	0.11	0.67	0.74
Number of shares (million)	4.9	200.0	476.7	476.7	476.7
Gross Written Premiums growth		7.3%	-4.1%	22.2%	10.0%
Net profit growth		958.7%	-92.8%	487.1%	10.0%
EPS growth		-74.1%	-97.0%	487.1%	10.0%
Cost index					
Aquisition Ratio	26.8%	28.0%	29.5%	28.0%	27.9%
Claims Ratio	63.1%	51.6%	50.8%	50.5%	57.3%
Operation Ratio	9.1%	12.2%	9.1%	10.6%	10.1%
Combined Ratio	99.1%	91.9%	89.5%	89.0%	95.3%
Other Indicators					
Dividends	16.9	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	6.9%	23.5%	1.7%	8.9%	8.5%
P/E	0.34x	1.32x	81.00x	13.80x	12.54x
P/BV	0.02x	0.31x	1.34x	1.12x	1.02x
BV per share	213.3	16.2	6.9	8.3	9.1
Balance Sheet Summary (million MXN)					
Assets	9,624.9	10,715.8	10,952.6	12,283.2	13,965.2
Investments	7,441.6	8,615.6	8,855.8	9,759.1	10,957.0
Cash and Deposits	89.7	162.0	147.3	184.2	209.5
Liabilities	6,591.1	7,214.7	7,366.2	8,336.7	9,780.0
Technical Reserves	5,450.1	5,558.9	5,856.3	6,919.5	8,117.4
Total Equity	3,033.8	3,501.1	3,586.4	3,946.5	4,185.1
Shareholder's Equity (majority)	1,044.9	3,231.1	3,304.4	3,947.7	4,331.9

Source: Prognosis and BMV



Prognosis

Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

- Over 30 years of direct experience analyzing debt and equity securities
- IPO and secondary market reports and promotion
- Solid team of analysts with experience in Wall Street, the “City”, Latin America and Mexico
- Leader in the coverage of medium and small sized companies
- Renown independent provider of economic and financial forecasts

Carlos Fritsch
cfritsch@prognosismex.com

Fernando Lamoyi
flamoyi@prognosismex.com

Sebastián Hernández
shernandez@prognosismex.com

Rubí Grajales
rjgrajales@prognosismex.com



+52 (55) 5202 9964

+52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901
Col. Lomas de Chapultepec 11000
México D.F.

Relevant information on Prognosis, its analysts and this report

The company Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) has been approved by the BMV (Mexican Stock Exchange) to act as an Independent Analyst and it is subject to the norms of the Internal Bylaws of the BMV. Such an approval by no means implies that Prognosis has been authorized or is supervised by the National Banking and Securities Commission (Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

The partners, analysts and the entire staff of Prognosis, represent that: (1) we are morally solvent, both in our professional activity and at a personal level; (2) we comply with the independence criteria indicated by the internal rules of the BMV, which among other criteria includes that we do not engage in brokerage activities for any issuer, and neither do we have a business relationship with said issuers; (3) we conform and comply at all times with the Professional Ethics Codes of the Mexican Stock Exchange community and Prognosis; (4) we are free of conflicts of patrimonial or economic interest with regard to the issuers we cover.

We, Carlos Fritsch, Fernando Lamoyi and Sebastián Hernández certify that the opinions stated in this document are a faithful reflection of our personal opinion on the company (ies) or business(es) that are the subject of this report, its affiliates and/or the securities it has issued. Likewise, we certify that we haven't received, we don't receive and we will not receive any direct or indirect compensation whatsoever in exchange for stating any opinion on any specific regard in this document. The analysts who prepared this report have no positions in the aforementioned securities. The fundamental analysts involved in the preparation of this document receive compensations based on the quality and accuracy of this report and competitive factors.

The target price included in this report reflects the forecasted performance of the shares in a specific period. This performance may be related to the valuation method and other factors. The fundamental valuation method used by Prognosis is based in a combination of one or more generally accepted financial analysis methodologies that may include valuation using multiples, discounted cash flows (DCF), sum of the parts, liquidation value and any other methodology that may be adequate for each particular case. Other factors include the flow of general or specific news on the company, the perception of the investors regarding the right moment to invest, merger and acquisition operations and the appetite of the market in specific industries, among others. Any of these factors, or all of them combined, may lead to a recommendation that contradicts the one prescribed by the fundamental valuation on its own. Likewise, the forecasts included in this report are based on assumptions that may or not be realized. Past returns do not guarantee future returns. Constant updates may be published by any issuer depending on the frequency of the events, announcements, market conditions or any other public information.

This report is based on public information and sources considered trustworthy; we do not guarantee the accuracy, truthfulness or thoroughness of said information. The information and opinions in this report do not constitute an offer to buy or sell nor an invitation to make an offer to buy or sell securities or any other financial instrument. This document does not provide personalized advice and it doesn't take into consideration specific investment strategies and goals, financial situation, or particular needs of any person that may receive the report. The recipient of this report shall make his/her own decisions and consider it as a factor among many others in their decision making.