

# Peña Verde

# 4T14

## Reporte Trimestral

26 de febrero del 2015

Último Precio 9.10 MXN

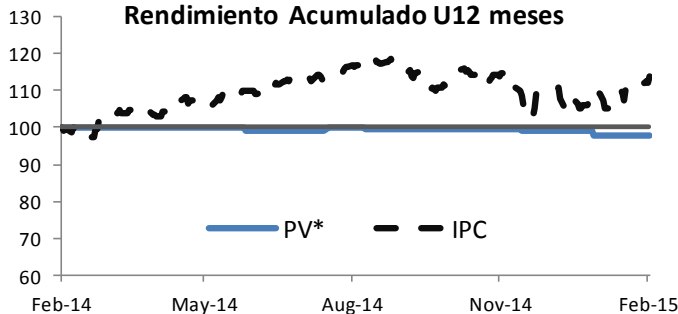
Precio Objetivo 9.00 MXN

[English Version](#)

## Buena implementación de la estrategia de crecimiento en “General de Seguros” en 2014, pero incremento en la reserva de IBNR recorta la utilidad neta del año.

### Datos Clave

| Clave Pizarra                 | PV*           |
|-------------------------------|---------------|
| Precio Objetivo 12M           | MXN 9.00      |
| Último Precio                 | MXN 9.10      |
| Rend. Potencial               | -1.1%         |
| 2014E Rend. Div.              | N.D.          |
| Rend. Total Potencial         | -1.1%         |
| Rend. Esperado IPC            | 4.7%          |
| Rend. UDM PV*                 | -2%           |
| Acciones en Circ. (millones)  | 477           |
| Free Float                    | 2.3%          |
| Beta                          | N.D.          |
| Bursatilidad                  | Mínima        |
| Prom. Operado Diario (miles)  | USD 484.3     |
| Val Capitalización (millones) | USD 289       |
| Valor en Libros/Acción        | MXN 6.9       |
| Val Empresa (millones)        | USD 299       |
| Deuda Neta                    | -MXN 147      |
| UDM Rango de Precios (MXN)    | (9.10 - 9.30) |



|                          | 2012   | 2013  | 2014   |
|--------------------------|--------|-------|--------|
| <b>Valuacion</b>         |        |       |        |
| P/U                      | 1.3x   | 81.0x | 13.6x  |
| P/VL                     | 0.31x  | 1.34x | 1.32x  |
| <b>Estimados (MXN)</b>   |        |       |        |
| Primas Emitidas          | 3,462  | 3,321 | 4,190  |
| Var. %                   | 7.3%   | -4.1% | 26.2%  |
| Primas Retenidas         | 2,779  | 2,675 | 3,204  |
| Var. %                   | 10%    | -4%   | 20%    |
| Utilidad Técnica         | 505    | 461   | 287    |
| Var. %                   | 148.8% | -8.9% | -37.7% |
| Utilidad Neta            | 760    | 55    | 321    |
| UPA                      | 3.80   | 0.11  | 0.67   |
| Var. %                   | -74%   | -97%  | 487%   |
| <b>Rentabilidad</b>      |        |       |        |
| Índice Combinado         | 91.9%  | 89.5% | 97.0%  |
| Índice de Adquisición    | 28.0%  | 29.5% | 28.3%  |
| Índice de Siniestralidad | 51.6%  | 50.8% | 58.7%  |
| Índice de Operación      | 12.2%  | 9.1%  | 10.0%  |
| ROE                      | 23.5%  | 1.7%  | 9.7%   |

- Estrategia de crecimiento hacia 2018.** Estamos gratamente sorprendidos con la implementación de la estrategia de crecimiento de la empresa en 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 a diciembre 2014.** Las primas emitidas alcanzaron un monto de \$4,190.0 millones de pesos, un incremento de 26.2%, ligeramente por arriba de nuestras estimaciones. General de Seguros, tuvo un crecimiento extraordinario de 54.5% respecto a 2013 y representó el 60% de las primas emitidas totales. El índice de siniestralidad consolidado, 58.7%, tuvo un aumento no anticipado de 7.9 puntos porcentuales, principalmente por que aumentaron las reservas por siniestros incurridos pero no reportados, IBNR, por 147 mp en Patria (cambio de metodología) y por 106.4 mp en General de Seguros, por el aumento en primas. Aunque decreció 37.7%, se registró una utilidad técnica de 287 mp. Los productos financieros subieron fuertemente respecto a 2013 para alcanzar 364.2 mp. Así, el resultado neto en 2014 fue de 46.2 mp, una caída anual de 22% debido principalmente a las mayores reservas IBNR.
- Precio Objetivo.** Ajustamos ligeramente nuestro precio objetivo para el cierre del 2015 a 9.0 pesos por acción desde 9.32, 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 y no incluye nuevos negocios potenciales de la holding.

# Peña Verde

# 4T14

## Reporte Trimestral

26 de febrero del 2015

Último Precio 9.10 MXN

Precio Objetivo 9.00 MXN

## 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, en 2014, los resultados, particularmente en General de Seguros excedieron nuestras expectativas. En Patria Re. el ambiente competitivo se ha exacerbado y la rentabilidad se ha presionado.

**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 sosteniendo 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.

### 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

# 4T14

## Reporte Trimestral

Último Precio 9.10 MXN  
Precio Objetivo 9.00 MXN

26 de febrero del 2015

## 2. Reporte al 4T14

**Las primas emitidas de PV suben 30% en el 4T14, pero se registra una pérdida neta por -215.8 mp, debido principalmente al incremento en la reserva de IBNR.**

Las primas emitidas de Peña Verde alcanzaron 1,146.7 millones de pesos (mp) en el cuarto trimestre del 2014, una fuerte alza anual del 30% logrando un incremento anual del 26.2%, superando nuestras estimaciones de crecimiento de 22.2%

La mayor parte del crecimiento de primas emitidas es debido a General de Seguros que en el 2014 registró ventas por \$2,526.5 millones de pesos, es decir, un incremento de 54.5%.

Los ramos que mostraron mayor crecimiento de ventas fueron Vida con un 123.8%, 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 94.1%, principalmente por la obtención de negocios en los estados de Tabasco, Michoacán, Coahuila y Nayarit y el ramo de autos que creció 31.4% gracias a la captación de camiones flotilla y más ventas de autos individuales.

Por su parte la subsidiaria "Reaseguradora Patria", alcanzó ventas por \$1,635.5 millones de pesos, lo que representó un marginal incremento de 0.2%, originada por incrementos en los ramos de otros riesgos catastróficos, agrícola, incendio y en la operación de vida.

El costo neto de adquisición de fue de 907.5 mp, registrando un incremento de 15% respecto al 2013, este incremento está relacionado con el crecimiento en la producción.

La siniestralidad fue de 58.7% superior en 7.9 puntos porcentuales al 2013. En la subsidiaria General de Seguros la operación de vida y agropecuario presentó un incremento en el IBNR por \$97.0 y \$9.4 millones de pesos respectivamente por el crecimiento en primas mientras que en la subsidiaria Reaseguradora Patria, el IBNR aumentó 147 millones de pesos derivado de un cambio de método de cómo se constituye esta reserva.

La utilidad técnica consolidada de Peña Verde del 4T14 presentó una pérdida de 140.2 millones de pesos, por lo que el 2014 sumó solamente 427.0 mp, un decremento de 37.7% respecto al año anterior. 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 2014.

Los gastos de operación consolidados fueron de \$320.1 millones de pesos, que representan el 7.6% de las primas emitidas.

A pesar de que el 4T14 fue desfavorable para los mercados bursátiles incidiendo negativamente en el resultado integral de financiamiento, con una pérdida de -132.6 millones de pesos, el monto del 2014 alcanzó 364.2 millones de pesos, un incremento de 232.1% respecto al 2013.

Derivado de lo anterior, en el 4T14 Peña Verde registró una pérdida de -215.8 millones de pesos, con lo que termina acumulando en 2014 una utilidad de 46 millones de pesos, es decir, una caída de 22.4%. Estimábamos un crecimiento de 22.2%, sin embargo el imprevisto incremento de IBNR de las subsidiarias, y el desempeño negativo de los mercados en el último trimestre del año impidieron cumplir nuestras expectativas, que de otra forma, estaban muy en línea con el programa de crecimiento de la empresa.

# Peña Verde

# 4T14

## Reporte Trimestral

26 de febrero del 2015

Último Precio 9.10 MXN

Precio Objetivo 9.00 MXN

Al cierre de 2014, el capital contable de PV alcanzó un monto de 3,619.4 mp, un incremento de 0.9% respecto al cierre de 2013. El valor en libros por acción a diciembre 2014 es de 7.60 pesos.

### 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 8.5 pesos, llegamos a un valor de 9.12 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 9.0 pesos para las acciones de PV\*.

| <b>Estado de Resultados</b>             | <b>4T13</b> | <b>4T14</b> | <b>4T14 vs<br/>4T13</b> |
|---|-------------|-------------|-------------------------|
| <b>(en millones de pesos nominales)</b> |             |             |                         |
| Primas Emitidas                         | 882.4       | 1,146.7     | 30%                     |
| Primas de Retención                     | 635.9       | 848.3       | 33%                     |
| Primas de Retención Devengadas          | 193.6       | 765.3       | 295%                    |
| (-) Costo Neto de Adquisición           | 426.5       | 253.9       | -40%                    |
| (-) Costo Neto de Siniestralidad        | 25.7        | 651.5       | 2435%                   |
| Utilidad (Pérdida) Técnica              | 91.7        | (140.2)     | -253%                   |
| Utilidad (Pérdida) Bruta                | (66.0)      | (194.0)     | 194%                    |
| (-) Gastos de Operación Netos           | 20.7        | 66.2        | 221%                    |
| Utilidad (Pérdida) de la Operación      | (86.6)      | (260.2)     | 200%                    |
| Resultado Integral de Financiamiento    | 68.8        | (132.6)     | -293%                   |

Fuente: PV y Prognosis

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

|  | 2011          | 2012         | 2013           | 2014          |
|--|---------------|--------------|----------------|---------------|
| Primas Emitidas  | 3,226.2       | 3,461.5      | 3,320.6        | 4,190.0       |
| (-) Cedidas  | 695.2         | 682.0        | 646.0          | 986.1         |
| De Retención   | 2,531.0       | 2,779.5      | 2,674.6        | 3,203.9       |
| <i>Índice de Retención</i>   | <i>78%</i>    | <i>80%</i>   | <i>81%</i>     | <i>76%</i>    |
| (-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos                         | 137.4         | 125.3        | 132.7          | 314.7         |
| Primas de Retención Devengadas                                       | 2,393.6       | 2,654.2      | 2,541.9        | 2,889.2       |
| (-) Costo Neto de Adquisición  | 679.4         | 779.4        | 789.2          | 907.5         |
| <i>Índice de Adquisición</i>   | <i>27%</i>    | <i>28%</i>   | <i>30%</i>     | <i>28%</i>    |
| (-) Costo Neto de Siniestralidad                                     | 1,511.0       | 1,369.3      | 1,292.2        | 1,694.9       |
| <i>Índice de Siniestralidad</i>                                      | <i>63%</i>    | <i>52%</i>   | <i>51%</i>     | <i>59%</i>    |
| Utilidad (Pérdida) Técnica   | 203.1         | 505.5        | 460.5          | 286.9         |
| (-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas                       | 277.1         | 315.2        | 315.6          | 282.9         |
| Utilidad (Pérdida) Bruta   | -74.0         | 190.5        | 145.0          | 4.3           |
| (-) Gastos de Operación Netos  | 231.6         | 339.9        | 243.9          | 320.1         |
| <i>Índice de Operación</i>   | <i>9%</i>     | <i>12%</i>   | <i>9%</i>      | <i>10%</i>    |
| Utilidad (Pérdida) de la Operación                                   | -305.5        | -149.3       | -98.9          | -315.8        |
| Resultado Integral de Financiamiento                                 | 445.7         | 1,238.1      | 109.6          | 363.6         |
| Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad                  | 140.6         | 1,088.8      | 10.8           | 47.8          |
| (-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad               | -41.5         | 268.0        | -59.6          | -9.9          |
| <b>TASA IMPOSITIVA</b>   | <b>-29.5%</b> | <b>24.6%</b> | <b>-553.5%</b> | <b>-20.8%</b> |
| Utilidad (Pérdida) del Ejercicio                                     | 182.1         | 820.8        | 59.5           | 349.3         |
| Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio | 110.0         | 61.3         | 10.9           | 27.9          |
| Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio    | 71.7          | 759.5        | 54.7           | 321.3         |
| UPA  | 14.64         | 3.80         | 0.11           | 0.67          |
| Número de Acciones (millones)  | 4.9           | 200.0        | 476.7          | 476.7         |
| Crecimiento en Ingresos (primas emitidas)                            |               | 7.3%         | -4.1%          | 26.2%         |
| Crecimiento de utilidades  |               | 958.7%       | -92.8%         | 487.1%        |
| Crecimiento en UPA   |               | -74.1%       | -97.0%         | 487.1%        |
| <b>Índices de Costos</b>   |               |              |                |               |
| Adquisición  | 26.8%         | 28.0%        | 29.5%          | 28.3%         |
| Siniestralidad   | 63.1%         | 51.6%        | 50.8%          | 58.7%         |
| Operación  | 9.1%          | 12.2%        | 9.1%           | 10.0%         |
| <b>Combinado</b>   | <b>99.1%</b>  | <b>91.9%</b> | <b>89.5%</b>   | <b>97.0%</b>  |

### Otros Rubros e Indicadores

|                             |       |       |        |        |
|-----------------------------|-------|-------|--------|--------|
| Dividendos (mxn por acción) | 16.9  | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| ROE                         | 6.9%  | 23.5% | 1.7%   | 9.7%   |
| P/U                         | 0.34x | 1.32x | 81.00x | 13.65x |
| P/VL                        | 0.02x | 0.31x | 1.34x  | 1.32x  |

### Resumen del Balance (MXN mn)

|                     |         |          |          |          |
|---------------------|---------|----------|----------|----------|
| Activo              | 9,624.9 | 10,715.8 | 10,952.6 | 12,568.9 |
| Inversiones         | 7,441.6 | 8,615.6  | 8,855.8  | 9,741.0  |
| Caja y Bancos       | 89.7    | 162.0    | 147.3    | 147.3    |
| Pasivo              | 6,591.1 | 7,214.7  | 7,366.2  | 8,949.5  |
| Reservas Técnicas   | 5,450.1 | 5,558.9  | 5,856.3  | 7,354.5  |
| Capital Contable    | 3,033.8 | 3,501.1  | 3,586.4  | 3,619.4  |
| Capital Mayoritario | 1,044.9 | 3,231.1  | 3,304.4  | 3,326.6  |

Fuente Prognosis con datos de la BMV

- 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](mailto:cfritsch@prognosismex.com)

Fernando Lamoyi  
[flamoyi@prognosismex.com](mailto:flamoyi@prognosismex.com)

Rubí Grajales  
[rjgrajales@prognosismex.com](mailto: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 y Fernando Lamoyi 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

## Quarterly Report

Last Price 9.10 MXN

Target Price 9.00 MXN

# 4Q14

February 26th, 2015

[Versión en español](#)

## Good growth strategy implementation particularly in “General de Seguros”, but increased IBNR reserves eats into 2014 profit

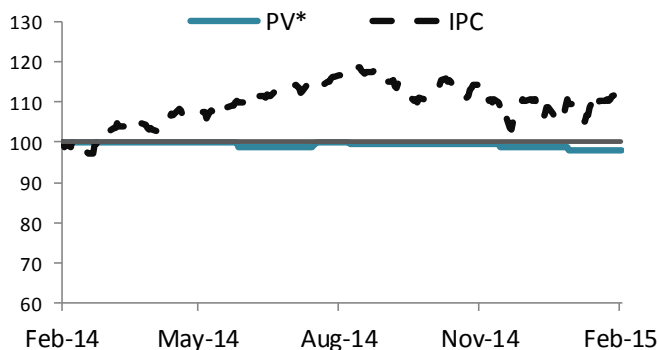
### Key Data

| Local Ticker                      | PV*           |
|-----------------------------------|---------------|
| 12 M Target Price                 | MXN 9.00      |
| Last Price                        | MXN 9.10      |
| Expected Return                   | -1.1%         |
| 2014 Div. Yield                   | N.A.          |
| Total Expected Return             | -1.1%         |
| MEXBOL Expected Return            | 4.7%          |
| LTM Return PV*                    | -2%           |
| Outstanding Shares (million)      | 476.7         |
| Free Float                        | 2.3%          |
| Beta                              | N.A.          |
| Marketability                     | Low           |
| Average Daily Trade 6M (thousand) | USD 484.3     |
| Market Cap (USD Million)          | USD 289       |
| Book Value per Share              | MXN 7.0       |
| Enterprise Value (Million)        | USD 299       |
| Net Debt                          | -MXN 147      |
| LTM Price Range                   | (9.10 - 9.30) |

- Growth strategy towards 2018.** We are pleasantly surprised with the implementation of the company's growth strategy in 2014, despite a difficult macroeconomic environment. The management of PV\* seems to have left aside its conservative approach to privilege profitability and decided to gain market share with a new and more friendly products' offering. In our view this is the right strategy for the company's sustainability in the long term.

- 2014 results.** Written premiums reached \$ 4,190.0 mp, an increase of 26.2%, slightly above our estimates. *General de Seguros* jumped 54.5% over 2013 and represented 60% of total written premiums. The consolidated claims index was 58.7%, an unanticipated increase of 7.9 percentage points, mainly due to increased reserves for claims incurred but not reported, IBNR: 147 mp in *Reaseguradora Patria*, due to a change in methodology, and 106.4 mp in *General de Seguros*, due to higher premiums. Underwriting income was 287 mp a 38% fall. Financial income rose sharply compared to 2013 to reach 364.2 mp. Thus, the net result in 2014 was 46.2 mp, an annual decline of 22% primarily due to higher IBNR reserves.

- Target Price.** We have trimmed our Target Price for y-e 2015 to MXN 9.0 per share from 9.32 due to a lower net income and book value base. Our TP is comprised by: (1) the “fair” book value multiple by our new 2015 BV forecast and (2) an average peer P/E multiple of 12X our 2015 EPS estimate. Our TP is in line with the current price of the PV\* shares, which does not include any potential new business diversification of the holding company.



|  | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|------|------|------|
|--|------|------|------|

### Valuation

|      |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|
| P/E  | 1.3x  | 81.0x | 13.6x |
| P/BV | 0.31x | 1.34x | 1.32x |

### Estimates (MXN)

|                              |        |       |        |
|------------------------------|--------|-------|--------|
| Gross Written Premiums       | 3,462  | 3,321 | 4,190  |
| YoY%                         | 7.3%   | -4.1% | 26.2%  |
| Net Premiums Retained        | 2,779  | 2,675 | 3,204  |
| YoY%                         | 9.8%   | -3.8% | 19.8%  |
| Underwriting (technical) inc | 505    | 461   | 287    |
| YoY%                         | 148.8% | -8.9% | -37.7% |
| Net income                   | 760    | 55    | 321    |
| EPS                          | 3.80   | 0.11  | 0.67   |
| YoY%                         | -74%   | -97%  | 487%   |

### Profitability

|                  |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|
| Combined Ratio   | 91.9% | 89.5% | 97.0% |
| Aquisition Ratio | 28.0% | 29.5% | 28.3% |
| Claims Ratio     | 51.6% | 50.8% | 58.7% |
| Operation Ratio  | 12.2% | 9.1%  | 10.0% |
| ROE              | 23.5% | 1.7%  | 9.7%  |

# Peña Verde

# 4Q14

## Quarterly Report

Last Price 9.10 MXN

Target Price 9.00 MXN

February 26th, 2015

[Versión en español](#)

## 1 Ongoing Medium term strategy

**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, in 2014 results have exceeded our expectations, particularly for *General de Seguros*. In *Patria Re*, the competitive environment has increased substantially affecting profitability.

**A more aggressive strategy.** It looks like the experienced management of PV\* has left aside the conservative approach that privileges profitability and has decided to gain market share with a 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 right 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 forecasts 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 more aggressive than our forecasts. They also pose a USD 400 million objective for 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 them to underwrite business. On the other hand, the management keeps looking to grow up to 25% of their topline outside Mexico, 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.

### 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

# 4Q14

## Quarterly Report

Last Price 9.10 MXN

Target Price 9.00 MXN

February 26th, 2015

[Versión en español](#)

## 2. 4Q14 report.

**PV's written premiums grew 30% in the 4Q14, but registered a net loss of -215.8 mp, mainly due to the increase in IBNR reserves.**

Peña Verde's written premiums reached 1.146 billion pesos (bp) in the fourth quarter of 2014, a strong 30% annual increase, achieving a 26.2% growth for all 2014 exceeding our 22.2% growth estimates.

Most of the growth in written premiums is due to *General de Seguros* which in 2014 had sales of \$2.526 bp, an increase of 54.5%.

The divisions that showed higher sales growth was "Life Insurance" with 123.8%, derived from allocations of new tenders as the Ministry of Public Security and the Mexico City Banking Police and the Agricultural division showing an increase of 94.1%, mainly due to obtaining business in the states of Tabasco, Michoacán, Nayarit and Coahuila. The "Car" division grew by 31.4% thanks to the uptake of a truck fleet and individual cars of cars grew by 31.4%.

Meanwhile subsidiary "*Reaseguradora Patria*", reported sales of \$1.63 bp, a marginal increase of 0.2%, driven by increases in the catastrophic, agricultural, fire hazards and life divisions.

The net acquisition cost amounted 907.5 million pesos, an increase of 15% compared to 2013, this increase is related to the sales growth.

The claims ratio was 58.7%, 7.9 percentage points higher than 2013. In *General de Seguros* life and agriculture divisions showed an increase in the IBNR for \$97.0 and \$9.4 million pesos respectively due to the growth in written premiums while the subsidiary "*Reaseguradora Patria*" had an IBNR increase of 147 million pesos derived from a change in the method of how this reserve is established.

Peña Verde posted a technical loss in the 4Q14 of 140.2 million pesos, which in 2014 amounted 427.0 mp, a decrease of 37.7% over the previous year. The company believes that the fall was largely due to increased acquisition costs (directly related to the sales growth) and a high claim ratio in 2014.

Consolidated operating expenses were \$ 320.1 million pesos, accounting for 7.6% of written premiums.

Although the 4Q14 was unfavorable for equity markets affecting negatively the comprehensive financing result, with a loss of -132.6 million pesos. For 2014 it reached 364.2 million pesos, an increase of 232.1% compared to 2013.

Due to the above, Peña Verde recorded in the 4Q14 a net loss of -215.8 million pesos, which ends up in an accumulated profit of 46 million pesos in 2014, an annual decrease of 22.4%. We estimated a 22.2% growth, but the unexpected increase in IBNR, and the negative market performance in the last quarter of the year, made our expectations fall short, which otherwise were very much in line with the growth agenda of the company.

At the end of 2014, the net worth of PV reached an amount of 3.619 bp, an increase of 0.9% compared to the end of 2013. The book value per share as of December 2014 is 7.60 pesos.

# Peña Verde

# 4Q14

## Quarterly Report

Last Price 9.10 MXN

Target Price 9.00 MXN

February 26th, 2015

[Versión en español](#)

### 3. Target price

Using the fair or implicit multiple of 1.073X, introduced in our IC report, by 8.5 ps., our new BV forecast for 2015, we arrive at a value of 9.12 ps. per share. On the other hand, using 12X our 2015-EPS, we arrive at a price of 8.88 ps. per share. The average of these two values is our TP of 9.0 pesos for the shares of PV\* at y-e-2015.

| <b>Income Statement</b>                | <b>4Q13</b> | <b>4Q14</b> | <b>4Q14 vs<br/>4Q13</b> |
|--|-------------|-------------|-------------------------|
| <i>(in current million pesos)</i>      |             |             |                         |
| Gross Written Premiums                 | 882.4       | 1,146.7     | 30%                     |
| Net Premiums Retained                  | 635.9       | 848.3       | 33%                     |
| Retention Premiums Accrued             | 193.6       | 765.3       | 295%                    |
| (-) Acquisition Costs                  | 426.5       | 253.9       | -40%                    |
| (-) Insurance claims incurred          | 25.7        | 651.5       | 2435%                   |
| Underwriting (technical) income (loss) | 91.7        | (140.2)     | -253%                   |
| Gross Income                           | (66.0)      | (194.0)     | -194%                   |
| (-) Net Operating Expenses             | 20.7        | 66.2        | 221%                    |
| Operating income (loss)                | (86.6)      | (260.2)     | -200%                   |
| Comprehensive Financing Result         | 68.8        | (132.6)     | -293%                   |

Source: PV and Prognosis

## Peña Verde's Annual Income Statement (million MXN)

|  | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Gross Written Premiums                           | 3,226.2      | 3,461.5      | 3,320.6      | 4,190.0      |
| Premiums Ceded                                   | 695.2        | 682.0        | 646.0        | 986.1        |
| Net Premiums Retained                            | 2,531.0      | 2,779.5      | 2,674.6      | 3,203.9      |
| <i>Net Premiums Retained rate</i>                | 78%          | 80%          | 81%          | 76%          |
| Net Increase in Provision for Unaccrued Premiums | 137.4        | 125.3        | 132.7        | 314.7        |
| Retention Premiums Accrued                       | 2,393.6      | 2,654.2      | 2,541.9      | 2,889.2      |
| Acquisition Costs                                | 679.4        | 779.4        | 789.2        | 907.5        |
| <i>Aquisition ratio</i>                          | 27%          | 28%          | 30%          | 28%          |
| Insurance claims incurred                        | 1,511.0      | 1,369.3      | 1,292.2      | 1,694.9      |
| <i>Claims ratio</i>                              | 63%          | 52%          | 51%          | 59%          |
| Underwriting (technical) income (loss)           | 203.1        | 505.5        | 460.5        | 286.9        |
| Net Increase in Other Technical Reserves         | 277.1        | 315.2        | 315.6        | 282.9        |
| Gross Income                                     | -74.0        | 190.5        | 145.0        | 4.3          |
| Net Operating Expenses                           | 231.6        | 339.9        | 243.9        | 320.1        |
| <i>Operating ratio</i>                           | 9%           | 12%          | 9%           | 10%          |
| Operating income (loss)                          | -305.5       | -149.3       | -98.9        | -315.8       |
| Comprehensive Financing Result                   | 445.7        | 1,238.1      | 109.6        | 363.6        |
| Earnings before income tax                       | 140.6        | 1,088.8      | 10.8         | 47.8         |
| Income tax payment provision                     | -41.5        | 268.0        | -59.6        | -9.9         |
| Income tax rate                                  | -29.5%       | 24.6%        | -553.5%      | -20.8%       |
| Net profit (loss)                                | 182.1        | 820.8        | 59.5         | 349.3        |
| Minority interest                                | 110.0        | 61.3         | 10.9         | 27.9         |
| Majority Net Profit                              | 71.7         | 759.5        | 54.7         | 321.3        |
| EPS  | 14.64        | 3.80         | 0.11         | 0.67         |
| Number of shares (million)                       | 4.9          | 200.0        | 476.7        | 476.7        |
| Gross Written Premiums growth                    |              | 7.3%         | -4.1%        | 26.2%        |
| Net profit growth                                |              | 958.7%       | -92.8%       | 487.1%       |
| EPS growth                                       |              | -74.1%       | -97.0%       | 487.1%       |
| Cost index                                       |              |              |              |              |
| Aquisition Ratio                                 | 26.8%        | 28.0%        | 29.5%        | 28.3%        |
| Claims Ratio                                     | 63.1%        | 51.6%        | 50.8%        | 58.7%        |
| Operation Ratio                                  | 9.1%         | 12.2%        | 9.1%         | 10.0%        |
| Combined Ratio                                   | <b>99.1%</b> | <b>91.9%</b> | <b>89.5%</b> | <b>97.0%</b> |
| <b>Other Indicators</b>                          |              |              |              |              |
| Dividends  | 16.9         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| ROE  | 6.9%         | 23.5%        | 1.7%         | 9.7%         |
| P/E  | 0.34x        | 1.32x        | 81.00x       | 13.65x       |
| P/BV   | 0.02x        | 0.31x        | 1.34x        | 1.32x        |
| <b>Balance Sheet Summary (million MXN)</b>       |              |              |              |              |
| Assets   | 9,624.9      | 10,715.8     | 10,952.6     | 12,568.9     |
| Investments                                      | 7,441.6      | 8,615.6      | 8,855.8      | 9,741.0      |
| Cash and Deposits                                | 89.7         | 162.0        | 147.3        | 147.3        |
| Liabilities                                      | 6,591.1      | 7,214.7      | 7,366.2      | 8,949.5      |
| Technical Reserves                               | 5,450.1      | 5,558.9      | 5,856.3      | 7,354.5      |
| Total Equity                                     | 3,033.8      | 3,501.1      | 3,586.4      | 3,619.4      |
| Shareholder's Equity (majority)                  | 1,044.9      | 3,231.1      | 3,304.4      | 3,326.6      |

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](mailto:cfritsch@prognosismex.com)

Fernando Lamoyi

[flamoyi@prognosismex.com](mailto:flamoyi@prognosismex.com)

Rubí Grajales

[rigrajales@prognosismex.com](mailto:rigrajales@prognosismex.com)

+52 (55) 5202 9964

+52 (55) 5202 95 71

 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 and Fernando Lamoyi 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.