

PEÑA VERDE

Reporte Trimestral 4T15

Precio Actual MXN 10.15

Precio Objetivo 2016 MXN 9.90

martes, 29 de marzo de 2016

Fuerte aumento de ingresos, pero menor al de costos y gastos en 2015. La utilidad neta se dispara por un sólido RIF. Hacia adelante, los retos de la Administración son: (1) crecer suscribiendo buenos riesgos y (2) capitalizar su reciente incursión en el mercado de Lloyd's

- En 2015 las primas emitidas aumentaron 23% a 5,143 Mdp, la pérdida operativa creció por mayor siniestralidad y mayores gastos a -512 millones de pesos (mdp). Un sólido RIF, encabezado por la plusvalía del portafolio de inversiones, hace que la Ut. Neta llegue a 613 mdp, desde 46 mdp en 2014.
- Notable incursión en el reconocido mercado de Lloyd's, brinda la oportunidad de desarrollar líneas de productos en segmentos especializados y amplía la capacidad de reaseguro de la compañía.

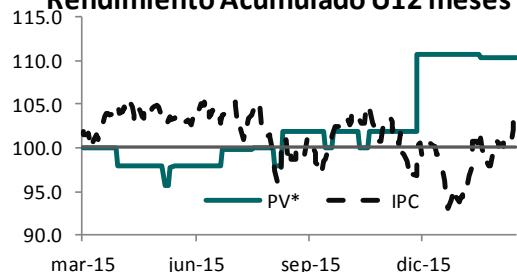
Datos Clave

| Clave Pizarra | PV* |
|-------------------------------|----------------|
| Precio Objetivo 12M | MXN 9.90 |
| Último Precio | MXN 10.15 |
| Rend. Potencial | -2.5% |
| Rend. UDM PV* | 10% |
| Acciones en Circ. (millones) | 476.7 |
| Free Float | 3.0% |
| Bursatilidad | Mínima |
| Val Capitalización (millones) | MXN 4,838 |
| Valor en Libros/Acción | MXN 8.20 |
| UDM Rango de Precios (MXN) | (8.80 - 10.18) |

- **Precio Objetivo.** Introducimos nuestro P.O. para el cierre del 2016 en 9.90 pesos, equivalente a 1.1X el valor contable mayoritario estimado del 2016 y a 12.0x la UPA esperada para ese mismo año. Este P.O. se basa en supuestos de incremento en primas de 15%, una mejoría en el índice combinado, respecto a 2014, a niveles de 96.9%, y un rendimiento de la cartera de inversiones de 7% (CETES +300pb).

- **Equilibrio entre crecimiento y calidad de riesgos.** A nuestro juicio, el reto clave de la compañía es aumentar su participación de mercado y escala, al tiempo que controla el índice de siniestralidad y los gastos operativos.

Rendimiento Acumulado U12 meses



- **Única empresa mexicana que logra registro para suscribir riesgos en el reconocido mercado de Lloyd's.** En diciembre pasado, PV* anunció la creación de la empresa *Patria Corporate Member, Ltd.*, con una inversión de 8.78 millones de libras esterlinas (~ 220 mdp). Creemos que esta alianza estratégica es resultado del buen gobierno corporativo de la emisora y de su solidez financiera. Representa la oportunidad de desarrollar líneas de productos en segmentos especializados (energía, aeroespacial, marítimo, satelital, arte y joyas, crédito al comercio internacional, entre otras), al tiempo que amplía y diversifica su capacidad de reaseguro. La operación intenta posicionar a General de Seguros como la aseguradora del sector emprendedor mexicano.

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E |
|--|------|------|------|-------|
|--|------|------|------|-------|

Valuacion

| | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|
| P/U | 65.7x | 95.0x | 7.9x | 12.1x |
| P/VL | 1.8x | 1.32x | 1.23x | 1.13x |

Estimados (MXN)

| | | | | |
|------------------|-------|--------|-------|--------|
| Primas Emitidas | 3,321 | 4,190 | 5,143 | 5,914 |
| Var. % | -4.1% | 26.2% | 22.7% | 15.0% |
| Primas Retenidas | 2,675 | 3,204 | 3,923 | 4,485 |
| Var. % | -4% | 20% | 22% | 14% |
| Utilidad Técnica | 461 | 287 | 270 | 558 |
| Var. % | -8.9% | -37.7% | -6.0% | 106.8% |
| Utilidad Neta | 59 | 46 | 613 | 365 |
| UPA | 0.12 | 0.10 | 1.29 | 0.84 |
| Var. % | -97% | -22% | 1228% | -34% |

Rentabilidad

| | | | | |
|--------------------------|-------|-------|--------|-------|
| Índice Combinado | 89.5% | 97.0% | 103.7% | 96.9% |
| Índice de Adquisición | 29.5% | 28.3% | 25.6% | 25.9% |
| Índice de Siniestralidad | 50.8% | 58.7% | 66.6% | 61.0% |
| Índice de Operación | 9.1% | 10.0% | 11.5% | 10.0% |

- **Baja capitalización y bursatilidad.** El valor de capitalización de la emisora es de aproximadamente MXN 4,838 millones, su bursatilidad es mínima y su capital flotante de sólo 3%, éstas características limitan el universo de inversionistas potenciales de PV*.

- **Riesgos.** Los principales riesgos de PV* son el económico, el de competencia, el de ejecución de nuevas estrategias y el comportamiento de los mercados financieros. Otros incluyen costo de reaseguro, niveles de siniestralidad, de liquidez, de reaseguro cedido (contraparte, socios estratégicos) y de crédito en sus inversiones.

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 tercera 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.

PEÑA VERDE

Reporte Trimestral 4T15

Precio Actual MXN 10.15

Precio Objetivo 2016 MXN 9.90

martes, 29 de marzo de 2016

1.- Reporte anual 2015 vs 2014

Mejor a lo esperado. Aunque el resultado del 4T15 resultó muy en línea con nuestras expectativas revisadas en primas y costos y gastos, a lo largo del año tuvimos que revisarlas al alza, como resultado de una decidida implementación de la estrategia de crecimiento de la empresa para ganar participación de mercado. Como sucede frecuentemente entre las compañías de seguros, el crecimiento trae aparejado una toma de riesgos más agresiva y por lo tanto una mayor siniestralidad y mayores gastos.

Crece tomando buenos riesgos. La administración de PV* dejó a un lado el enfoque conservador de privilegiar la rentabilidad y decidió ganar participación de mercado con una nueva oferta de productos para un mercado con buenas perspectivas de crecimiento, pero ferozmente competido. En 2015, particularmente en el segmento de autos, hubo una guerra de tarifas en la industria que finalmente terminó afectando la rentabilidad. Este es, a nuestro juicio, el gran reto para la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo, crecer tomando buenos riesgos.

Las primas emitidas de Peña Verde sumaron 5,142.6 millones de pesos (mp) en 2015, un aumento de 22.7% anual, encabezada por la subsidiaria “General de Seguros”, que sigue instrumentando su estrategia, con crecimiento en todas las ramas de negocio, pero con mayor crecimiento en automóviles (+21.6%) debido a nuevos negocios de flotilla de camiones y autos individual y Agropecuario (+ 35.0%), principalmente en los negocios CADENA y seguro tradicional.

Por su parte la subsidiaria “Reaseguradora Patria”, alcanzó ventas por \$2,126.7 mp, lo que representó un aumento de 28.5%, originado por incrementos en las primas del reaseguro tomado en los ramos de otros riesgos catastróficos, automóviles, incendio, marítimo y diversos.

El costo neto de adquisición consolidado de PV* fue de \$1,004.2 millones de pesos en 2015, que comparado con los \$907.5 millones de pesos en el 2014 mostró un aumento del 10.7% debido al fuerte aumento de ingresos en primas.

El costo neto de siniestralidad consolidado aumentó 50%, ubicándose en 2,542.5 mp. El índice de siniestralidad de Peña Verde fue de 66.6%, mostró un incremento de 7.9 puntos porcentuales, debido principalmente a la siniestralidad de los ramos de automóviles, incendio, otros riesgos catastróficos y agropecuario, áreas donde se registró un importante crecimiento en primas.

Principalmente por la mayor siniestralidad, **la Utilidad Técnica** disminuyó 6.0% a 269.6 mp. Aunado a esto, los **gastos de operación netos** saltaron 41% y considerando el incremento neto en las reservas técnicas, PV registró una **Pérdida Operativa** de 512 mp, que compara desfavorablemente con la pérdida de 315.8 del 2014.

El resultado integral de financiamiento registró una sólida **ganancia de \$1,369.7 mp**, un incremento de 277% generado principalmente por la revaluación del portafolio de acciones de la emisora, y en segundo lugar por un resultado cambiario positivo.

Como resultado de todo lo anterior, PV reportó una utilidad neta de \$613.1 mp, 13 veces la utilidad de \$46.2 millones de pesos del 2014.

De acuerdo con la información de la empresa, los **activos ascienden a 15,224.1 mp** que comparados con el cierre del año anterior muestran un incremento de 21.1%. Dentro de los mayores cambios en el año destaca el aumento en las inversiones en valores, reaseguradores y reafianzadores, inversiones permanentes, disponibilidad y otros activos.

PEÑA VERDE

Reporte Trimestral 4T15

Precio Actual MXN 10.15

Precio Objetivo 2016 MXN 9.90

martes, 29 de marzo de 2016

A diciembre de 2015 el capital contable mayoritario alcanzó un monto de 3,939.7 mp (VL de 8.3), que comparados con los \$3,326.6 millones de pesos de 2014 representa un incremento del 18.4%. El capital contable total reportado fue de \$4,285.3 mdp.

| Estado de Resultados | 4T14 | 4T15 | 4T15 vs 4T14 % |
|--|---------|---------|-------------------|
| <i>(en millones de pesos nominales)</i> | | | |
| Primas Emitidas | 1,146.7 | 1,221.2 | 6.5% |
| Primas Cedidas | 298.4 | 305.1 | 2.2% |
| Primas de Retención | 848.3 | 916.1 | 8.0% |
| Primas de Retención Devengadas | 765.3 | 986.6 | 28.9% |
| (-) Costo Neto de Adquisición | 253.9 | 241.0 | -5.1% |
| (-) Costo Neto de Siniestralidad, Reclamaciones y Otras Obligaciones Contractual | 651.5 | 770.1 | 18.2% |
| Utilidad (Pérdida) Técnica | (140.2) | (24.4) | -82.6% |
| Utilidad (Pérdida) Bruta | (194.0) | (91.2) | -53.0% |
| (-) Gastos de Operación Netos | 66.2 | 96.4 | 45.5% |
| Utilidad (Pérdida) de la Operación | (260.2) | (187.6) | N.D. |
| Resultado Integral de Financiamiento | (132.6) | 190.2 | N.D. |
| Utilidad (Pérdida) del Ejercicio | (215.8) | 41.8 | N.D. |
| Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio | (5.0) | 7.4 | N.D. |
| Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio | (215.8) | 41.8 | N.D. |

Fuente: PV y Prognosis

2.- Precio Objetivo

Utilizando el múltiplo implícito que calculamos en nuestro reporte de inicio de cobertura de 1.073X por el VLA (mayoritario) estimado para 2016, de 9.0 pesos, llegamos a un valor de 9.65 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 10.1 ps. por acción. Al promediar ambos valores al 50% llegamos al P.O. de 9.88 pesos para las acciones de PV*. Es importante notar que el valor en libros estimado se refiere al capital contable **mayoritario**, cuyo valor disminuye 8% por la participación minoritaria en este capital.

3.- Evento Relevante: Inicio de operaciones en el mercado de seguros especializados y reaseguros más grande del mundo, Lloyd's, con base en Inglaterra.

El pasado 8 de diciembre, PV* anunció que, en conjunto con Reaseguradora Patria, crearon la empresa en Londres, Inglaterra: *Patria Corporate Member Ltd*. La inversión en Patria Corporate Member Ltd. considera un monto total de 8.78 millones de libras esterlinas (aproximadamente \$220 millones de pesos), de los cuales Patria participa con el 53% y Genseg* con el 46%. Esta inversión fue autorizada por la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF). Lloyd's ha autorizado la creación del sindicato de propósito especial 6125 que será administrado por *Pembroke Managing Agency Limited*.

Así, las partes inician una colaboración en el negocio de seguros y reaseguros especializados alrededor del mundo. Las líneas de especialidad son diversas e incluyen ramos como el de energía, satelital, marítimo, arte y joyas, aeroespacial y crédito al comercio internacional, entre otras.

Es de destacarse que PV* es la única compañía mexicana que ha obtenido la membresía para formar parte -- creando un sindicato para asegurar riesgos -- en el exclusivo mercado global de Lloyd's. Los riesgos se suscriben entre varios sindicatos que toman una parte de dicho riesgo. La "*Corporation of Lloyd's*" supervisa y apoya el funcionamiento eficiente del mercado Lloyd's. Hoy por hoy ese mercado es el más importante del mundo para seguros especializados y de riesgos de reaseguro.

PEÑA VERDE

Reporte Trimestral 4T15

Precio Actual MXN 10.15

Precio Objetivo 2016 MXN 9.90

martes, 29 de marzo de 2016

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

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016f |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Primas Emitidas | 3,226.2 | 3,461.5 | 3,320.6 | 4,190.0 | 5,142.6 | 5,913.9 |
| (-) Cedidas | 695.2 | 682.0 | 646.0 | 986.1 | 1,219.2 | 1,428.6 |
| De Retención | 2,531.0 | 2,779.5 | 2,674.6 | 3,203.9 | 3,923.3 | 4,485.3 |
| <i>Índice de Retención</i> | 78% | 80% | 81% | 76% | 76% | 76% |
| (-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos | 137.4 | 125.3 | 132.7 | 314.7 | 107.0 | 80.2 |
| Primas de Retención Devengadas | 2,393.6 | 2,654.2 | 2,541.9 | 2,889.2 | 3,816.3 | 4,405.1 |
| (-) Costo Neto de Adquisición | 679.4 | 779.4 | 789.2 | 907.5 | 1,004.2 | 1,160.5 |
| <i>Índice de Adquisición</i> | 27% | 28% | 30% | 28% | 26% | 26% |
| (-) Costo Neto de Siniestralidad | 1,511.0 | 1,369.3 | 1,292.2 | 1,694.9 | 2,542.5 | 2,687.1 |
| <i>Índice de Siniestralidad</i> | 63% | 52% | 51% | 59% | 67% | 61% |
| Utilidad (Pérdida) Técnica | 203.1 | 505.5 | 460.5 | 286.9 | 269.6 | 557.5 |
| (-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas | 277.1 | 315.2 | 315.6 | 282.9 | 330.8 | 375.4 |
| Utilidad (Pérdida) Bruta | -74.0 | 190.5 | 145.0 | 4.3 | -61.0 | 182.3 |
| (-) Gastos de Operación Netos | 231.6 | 339.9 | 243.9 | 320.1 | 451.3 | 448.5 |
| <i>Índice de Operación</i> | 9% | 12% | 9% | 10% | 12% | 10% |
| Utilidad (Pérdida) de la Operación | -305.5 | -149.3 | -98.9 | -315.8 | -512.3 | -266.3 |
| Resultado Integral de Financiamiento | 445.7 | 1,238.1 | 109.6 | 363.6 | 1,369.7 | 840.0 |
| Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad | 140.6 | 1,088.8 | 10.8 | 47.8 | 857.4 | 573.7 |
| (-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad | -41.5 | 268.0 | -59.6 | -9.9 | 204.2 | 172.1 |
| TASA IMPOSITIVA | -29.5% | 24.6% | -553.5% | -20.8% | 23.8% | 30.0% |
| Utilidad (Pérdida) del Ejercicio | 182.1 | 820.8 | 59.5 | 46.2 | 613.1 | 401.6 |
| Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio | 110.0 | 61.3 | 10.9 | 11.6 | 40.1 | 36.1 |
| Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio | 71.7 | 759.5 | 59.5 | 46.2 | 613.1 | 365.5 |
| UPA | 37.16 | 4.10 | 0.12 | 0.10 | 1.29 | 0.84 |
| Número de Acciones (millones) | 4.9 | 200.0 | 476.7 | 476.7 | 476.7 | 476.7 |
| Crecimiento en Ingresos (primas emitidas) | | 7.3% | -4.1% | 26.2% | 22.7% | 15.0% |
| Crecimiento de utilidades | | 958.7% | -92.2% | -22.4% | 1228.1% | -40.4% |
| Crecimiento en UPA | | -89.0% | -97.0% | -22.4% | 1228.1% | -34.5% |

Índices de Costos

| | | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| Adquisición | 26.8% | 28.0% | 29.5% | 28.3% | 25.6% | 25.9% |
| Siniestralidad | 63.1% | 51.6% | 50.8% | 58.7% | 66.6% | 61.0% |
| Operación | 9.1% | 12.2% | 9.1% | 10.0% | 11.5% | 10.0% |
| Combinado | 99.1% | 91.9% | 89.5% | 97.0% | 103.7% | 96.9% |

Otros Rubros e Indicadores

| | | | | | | |
|-----------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Dividendos (mxn por acción) | 16.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | 6.9% | 23.5% | 1.8% | 1.4% | 16.9% | 8.9% |
| P/U | 0.13x | 1.21x | 65.70x | 95.00x | 7.92x | 12.08x |
| P/BV | 0.02x | 0.31x | 1.18x | 1.32x | 1.23x | 1.13x |
| VL por acción | 213.3 | 16.2 | 6.9 | 7.0 | 8.3 | 9.0 |
| Precio de la acción PV* | 5.0 | 5.0 | 8.2 | 9.2 | 10.2 | 10.2 |

Resumen del Balance (MXN mn)

| | | | | | | |
|---------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Activo | 9,624.9 | 10,715.8 | 10,952.6 | 12,568.9 | 15,224.2 | 16,966.6 |
| Inversiones | 7,441.6 | 8,615.6 | 8,855.8 | 9,741.0 | 11,735.4 | 13,031.0 |
| Caja y Bancos | 89.7 | 162.0 | 147.3 | 147.3 | 289.0 | 254.5 |
| Pasivo | 6,591.1 | 7,214.7 | 7,366.2 | 8,949.5 | 10,938.8 | 12,279.6 |
| Reservas Técnicas | 5,450.1 | 5,558.9 | 5,856.3 | 7,354.5 | 8,896.5 | 10,192.1 |
| Capital Contable | 3,033.8 | 3,501.1 | 3,586.4 | 3,619.4 | 4,285.4 | 4,687.0 |
| Capital Mayoritario | 1,044.9 | 3,231.1 | 3,304.4 | 3,326.6 | 3,939.7 | 4,312.0 |

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

Mauricio Tavera

mtavera@prognosismex.com

Rubí Grajales

rigrajales@prognosismex.com+52 (55) 5202 9964
+52 (55) 5202 95 71Av. 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 Mauricio Tavera 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 período 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 4Q15

Current Price MXN 10.15

Target Price 2016 MXN 9.90

Tuesday, March 29, 2016

Good growth in revenues, but below costs and expenses, in 2015. Net profit surged due to a solid Comprehensive Financial Result. The key challenges faced by management in the future are: (1) to grow while underwriting good risks and (2) capitalize on its recent foray into the Lloyd's market

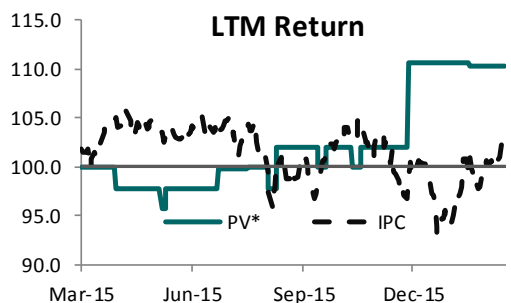
- In 2015, written premiums increased 23% to 5.143 billion pesos (bp), the operating loss grew due to higher claims and higher expenses to -512 million pesos (mp). A solid Comprehensive Financial Result, led by gains in the investment portfolio, caused net profit to reach 613 mp, from 46 mp in 2014.
- The important foray into the prestigious Lloyd's market provides an opportunity to develop product lines in specialized segments and may expand the reinsurance capacity of the company.

Key Data

| Local Ticker | PV* |
|-------------------------------------|----------------|
| 12 M Target Price | MXN 9.90 |
| Last Price | MXN 10.15 |
| Expected Return | -2.5% |
| LTM Return PV* | 10% |
| Outstanding Shares (million) | 476.7 |
| Free Float | 3.0% |
| Marketability | Low |
| Market Capitalization (MXN million) | MXN 4,838 |
| Book Value per Share | MXN 8.2 |
| LTM Price Range | (8.80 - 10.18) |

- **Target Price.** We introduce our 2016 y-e T.P. of 9.90 pesos, equivalent to 1.1X our 2016-majority-book-value forecast and 12.0X our EPS for the same year. This T.P. is based on the assumption that written premiums will grow 15%, the combined ratio would improve to 96.9% and a 7% expected return of the investment portfolio (CETES + 300bp).

- **Balance between growth and risk quality.** In our opinion, the main challenge for the company is to increase its market share and scale, while controlling the claims ratio and operating expenses.



- **PV* is the only Mexican company to achieve registration at the prestigious Lloyd's market to subscribe risks.** Last December, PV* announced the creation of a company named "Patria Corporate Member, Ltd.", with an investment of 8.78 million pounds (~220 mp). We believe that this strategy/alliance is the result of a good corporate governance by the management and the company's financial strength. It represents an opportunity to develop product lines in specialized fields (energy, aircrafts, maritime, satellites, art and jewelry, international trade credit, among others), while the company expands and diversifies its reinsurance capacity. The operation tries to position *General de Seguros* as the insurer of the Mexican entrepreneur sector.

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016F |
|--|------|------|------|-------|
|--|------|------|------|-------|

Valuation

| | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | 65.7x | 95.0x | 7.9x | 12.1x |
| P/BV | 1.18x | 1.32x | 1.23x | 1.13x |

Estimates (MXN)

| | | | | |
|------------------------|-------|--------|-------|--------|
| Gross Written Premiums | 3,321 | 4,190 | 5,143 | 5,914 |
| YoY% | -4.1% | 26.2% | 22.7% | 15.0% |
| Net Premiums Retained | 2,675 | 3,204 | 3,923 | 4,485 |
| YoY% | -3.8% | 19.8% | 22.5% | 14.3% |
| Underwriting income | 461 | 287 | 270 | 558 |
| YoY% | -8.9% | -37.7% | -6.0% | 106.8% |
| Net income | 59 | 46 | 613 | 365 |
| EPS | 0.12 | 0.10 | 1.29 | 0.84 |
| YoY% | -97% | -22% | 1228% | -34% |

Profitability

| | | | | |
|-------------------|-------|-------|--------|-------|
| Combined Ratio | 89.5% | 97.0% | 103.7% | 96.9% |
| Acquisition Ratio | 29.5% | 28.3% | 25.6% | 25.9% |
| Claims Ratio | 50.8% | 58.7% | 66.6% | 61.0% |
| Operation Ratio | 9.1% | 10.0% | 11.5% | 10.0% |

- **Low capitalization and trading volume.** The market capitalization of the company is approximately MXN 4,838 million, its trading volume is minimal and its free float is about 3%, these features limit the universe of potential investors in PV*.

- **Risks.** The main risks faced by PV* are economic, competition, the implementation of new strategies and the behavior of financial markets. Others risks include the cost of reinsurance, claims rate, liquidity, loans (counterpart, strategic partners) and credit investments.

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.

PEÑA VERDE

Quarterly Report 4Q15

Current Price MXN 10.15

Target Price 2016 MXN 9.90

Tuesday, March 29, 2016

1.- 2015 Report

Better than expected. Even if the results in 4Q15 remained in line with our revised premiums forecast and our costs and expenses expectations, we had to revise them upwards throughout the year as a result of the implementation of the company's growth strategy to gain a larger market share. As it happens frequently among insurance companies, growth comes by taking more aggressive risks and therefore more claims and higher expenses.

Growing taking good risks. PV* management set aside the conservative approach to boost profitability and decided to gain a larger market share with new products in a market with good growth prospects, but fiercely competitive. In 2015, particularly in the car segment, there was a price war in the industry that eventually ended up affecting profitability. This is, in our opinion, the great challenge for the sustainability of the company in the long term, taking good risks to grow.

Written premiums by Peña Verde amounted 5.142 billion pesos (bp) in 2015, an increase of 22.7% YoY, led by the subsidiary "General de Seguros" which continues to implement its strategy, growing in all business divisions, being the automobile sector the one with the larger increase (+21.6%) due to a new truck and car fleet businesses and Agriculture (+35.0%), mainly in the CHAIN business and traditional insurance.

Meanwhile, the subsidiary "Reaseguradora Patria", had sales of 2.126 bp, representing an increase of 28.5%, driven by increments in premiums for reinsurance within the fields of other catastrophic risks, automobiles, fire, sea accidents and various.

Acquisitions costs of PV* totaled 1.0 bp in 2015, higher than the 907.5 mp in 2014, recording a 10.7% increase due to strong revenue growth in premiums.

The consolidated net cost of claims rose 50%, reaching 2.542 bp. The claims ratio of Peña Verde was 66.6%, increasing 7.9 percentage points, mainly due to claims in the automobile sector, fire, other catastrophes and agricultural risk where significant growth was recorded in premiums.

The **underwriting technical income** fell 6.0% to 269.6 mp, mainly due to higher claims: Moreover, **operating expenses** jumped 41% and considering the net increase in technical reserves, PV recorded an **operating loss** of 512 mp, which compares unfavorably with the 2014 loss of 315.8 mp.

The comprehensive financing result recorded a solid gain of 1,369 bp, an increase of 277% mainly due to the revaluation of the company's stock portfolio, and secondly because a positive foreign exchange result.

Given all of the above, PV* reported a net income of 613.1 mp, 13 times the profit of \$ 46.2 mp in 2014.

According to the accounting information, assets amounted 15.224 bp, jumping 21.1% vs 2014. Among the most significant changes in the year, we highlight the increase in security investments, reinsurers, permanent investments, availability and other assets.

In December 2015, majority shareholder's equity amounted 3.94 bp (BV of 8.3), rising 18.4% vs the 3.326 bp in 2014. Total shareholder's equity amounted to 4,285.3 mp.

PEÑA VERDE

Quarterly Report 4Q15

Current Price MXN 10.15

Target Price 2016 MXN 9.90

Tuesday, March 29, 2016

| Income Statement | 4Q14 | 4Q15 | 4Q15 vs 4Q14 % |
|---|---------|---------|-------------------|
| <small>(in current million pesos)</small> | | | |
| Gross Written Premiums | 1,146.7 | 1,221.2 | 6% |
| Premiums Ceded | 298.4 | 305.1 | 2% |
| Net Premiums Retained | 848.3 | 916.1 | 8% |
| Retention Premiums Accrued | 765.3 | 986.6 | 29% |
| (-) Acquisition Costs | 253.9 | 241.0 | -5% |
| (-) Insurance claims incurred | 651.5 | 770.1 | 18% |
| Underwriting (technical) income (loss) | (140.2) | (24.4) | -83% |
| Gross Income | (194.0) | (91.2) | -53% |
| (-) Net Operating Expenses | 66.2 | 96.4 | 46% |
| Operating income (loss) | (260.2) | (187.6) | -28% |
| Comprehensive Financing Result | (132.6) | 190.2 | -243% |
| Net Profit/Loss | (215.8) | 41.8 | -119% |
| Majority Net Profit | (5.0) | 7.4 | -248% |
| Minority Interest | (215.8) | 41.8 | -119% |

Source: PV y Prognosis

2.- Target Price

Using the fair or implicit multiple of 1.073X, introduced in our IC report, multiplied by our majority BV per share forecast for 2016 of 9.0 ps, we arrive at a value of 9.65 ps per share. On the other hand, using 12X our 2016-EPS, we arrive at a price of 10.1 ps per share. The average of these two values is our TP of 9.90 pesos for the shares of PV* at y-e-2016.

3.- Relevant Event: Starting operations in the world's largest specialized insurance and reinsurance market, Lloyd's, based in England.

On December 8, PV* announced, alongside with Patria Reinsurance Company, that they created a company in London, England: *Patria Corporate Member Ltd.* The investment in *Patria Corporate Member Ltd.* totaled 8.78 million pounds (approximately 220 million pesos); Patria joined with 53% and Genseg* with 46% of such amount. This investment was authorized by the corresponding Mexican authority. Lloyd's has authorized the creation of a special purpose syndicate, 6125, to be managed by Pembroke Managing Agency Limited".

Thus the parties began a collaboration in the insurance and specialized reinsurance business around the world. Specialized lines are diverse and include some of the following: energy, satellite, maritime, art and jewelry, aerospace and international trade credit, among others.

It must be mentioned that PV* is the only Mexican company that has been granted with membership to join - creating a union to ensure risks - in Lloyd's exclusive global market. The risks are underwritten by several unions and each part takes a portion of the risk. "Lloyd's Corp." supervises and supports the efficient operation of the Lloyd's market. Today this market is the most important in the world for specialized insurance and reinsurance risk.

PEÑA VERDE

Quarterly Report 4Q15

Current Price MXN 10.15

Target Price 2016 MXN 9.90

Tuesday, March 29, 2016

Peña Verde's Annual Income Statement (million MXN)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016f |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Gross Written Premiums | 3,226.2 | 3,461.5 | 3,320.6 | 4,190.0 | 5,142.6 | 5,913.9 |
| Premiums Ceded | 695.2 | 682.0 | 646.0 | 986.1 | 1,219.2 | 1,428.6 |
| Net Premiums Retained | 2,531.0 | 2,779.5 | 2,674.6 | 3,203.9 | 3,923.3 | 4,485.3 |
| <i>Net Premiums Retained rate</i> | 78% | 80% | 81% | 76% | 76% | 76% |
| Net Increase in Provision for Unaccrued Premiums | 137.4 | 125.3 | 132.7 | 314.7 | 107.0 | 80.2 |
| Retention Premiums Accrued | 2,393.6 | 2,654.2 | 2,541.9 | 2,889.2 | 3,816.3 | 4,405.1 |
| Acquisition Costs | 679.4 | 779.4 | 789.2 | 907.5 | 1,004.2 | 1,160.5 |
| <i>Aquisition ratio</i> | 27% | 28% | 30% | 28% | 26% | 26% |
| Insurance claims incurred | 1,511.0 | 1,369.3 | 1,292.2 | 1,694.9 | 2,542.5 | 2,687.1 |
| <i>Claims ratio</i> | 63% | 52% | 51% | 59% | 67% | 61% |
| Underwriting (technical) income (loss) | 203.1 | 505.5 | 460.5 | 286.9 | 269.6 | 557.5 |
| Net Increase in Other Technical Reserves | 277.1 | 315.2 | 315.6 | 282.9 | 330.8 | 375.4 |
| Gross Income | -74.0 | 190.5 | 145.0 | 4.3 | -61.0 | 182.3 |
| Net Operating Expenses | 231.6 | 339.9 | 243.9 | 320.1 | 451.3 | 448.5 |
| <i>Operating ratio</i> | 9% | 12% | 9% | 10% | 12% | 10% |
| Operating income (loss) | -305.5 | -149.3 | -98.9 | -315.8 | -512.3 | -266.3 |
| Comprehensive Financing Result | 445.7 | 1,238.1 | 109.6 | 363.6 | 1,369.7 | 840.0 |
| Earnings before income tax | 140.6 | 1,088.8 | 10.8 | 47.8 | 857.4 | 573.7 |
| Income tax payment provision | -41.5 | 268.0 | -59.6 | -9.9 | 204.2 | 172.1 |
| Income tax rate | -29.5% | 24.6% | -553.5% | -20.8% | 23.8% | 30.0% |
| Net profit (loss) | 182.1 | 820.8 | 59.5 | 46.2 | 613.1 | 401.6 |
| Minority interest | 110.0 | 61.3 | 10.9 | 11.6 | 40.1 | 36.1 |
| Majority Net Profit | 71.7 | 759.5 | 59.5 | 46.2 | 613.1 | 365.5 |
| EPS | 37.16 | 4.10 | 0.12 | 0.10 | 1.29 | 0.84 |
| Number of shares (million) | 4.9 | 200.0 | 476.7 | 476.7 | 476.7 | 476.7 |
| Gross Written Premiums growth | | 7.3% | -4.1% | 26.2% | 22.7% | 15.0% |
| Net profit growth | | 958.7% | -92.2% | -22.4% | 1228.1% | -40.4% |
| EPS growth | | -89.0% | -97.0% | -22.4% | 1228.1% | -34.5% |

Cost index

| | | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| Aquisition Ratio | 26.8% | 28.0% | 29.5% | 28.3% | 25.6% | 25.9% |
| Claims Ratio | 63.1% | 51.6% | 50.8% | 58.7% | 66.6% | 61.0% |
| Operation Ratio | 9.1% | 12.2% | 9.1% | 10.0% | 11.5% | 10.0% |
| Combined Ratio | 99.1% | 91.9% | 89.5% | 97.0% | 103.7% | 96.9% |

Other Indicators

| | | | | | | |
|------------------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Dividends | 16.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | 6.9% | 23.5% | 1.8% | 1.4% | 16.9% | 8.9% |
| P/E | 0.13x | 1.21x | 65.70x | 95.00x | 7.92x | 12.08x |
| P/BV | 0.02x | 0.31x | 1.18x | 1.32x | 1.23x | 1.13x |
| BV per share | 213.3 | 16.2 | 6.9 | 7.0 | 8.3 | 9.0 |
| PV's share price | 5.0 | 5.0 | 8.2 | 9.2 | 10.2 | 10.2 |

Balance Sheet Summary (million MXN)

| | | | | | | |
|---------------------------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Assets | 9,624.9 | 10,715.8 | 10,952.6 | 12,568.9 | 15,224.2 | 16,966.6 |
| Investments | 7,441.6 | 8,615.6 | 8,855.8 | 9,741.0 | 11,735.4 | 13,031.0 |
| Cash and Deposits | 89.7 | 162.0 | 147.3 | 147.3 | 289.0 | 254.5 |
| Liabilities | 6,591.1 | 7,214.7 | 7,366.2 | 8,949.5 | 10,938.8 | 12,279.6 |
| Technical Reserves | 5,450.1 | 5,558.9 | 5,856.3 | 7,354.5 | 8,896.5 | 10,192.1 |
| Total Equity | 3,033.8 | 3,501.1 | 3,586.4 | 3,619.4 | 4,285.4 | 4,687.0 |
| Shareholder's Equity (majority) | 1,044.9 | 3,231.1 | 3,304.4 | 3,326.6 | 3,939.7 | 4,312.0 |

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
lamoyi@prognosismex.com

Mauricio Tavera
mtavera@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 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 fore-casts 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.