

Peña Verde

Precio actual: MXN 10.18

Precio objetivo 12 meses: MXN 11.90

(Sin descuento por riesgo de iliquidez).



Reporte trimestral del 2T18

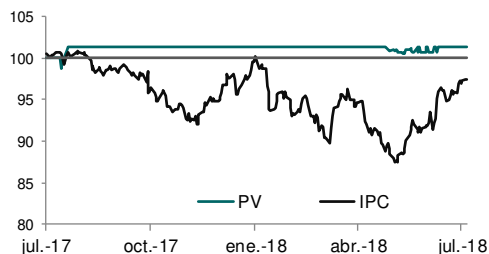
viernes, 03 de agosto de 2018

Aunque la parte técnica de la emisora mejora en el 2T18/2T17, decidimos recorta nuestra estimación de utilidad neta usando una estimación de productos financieros más conservadora

Datos Clave

Clave Pizarra	PV* MM
Exchange	BMV
Precio Objetivo 12 Meses	MXN 11.90
Último Precio	MXN 10.18
Rend. Potencial	16.9%
Rendimiento 12 Meses de Dividendo	0.1%
Rendimiento Total Potencial	18.9%
Rendimiento 12 meses de PV*	1.4%
UDM Rango de Precios (MXN)	(10.18 - 9.91)
Acciones en Circ. (millones)	476.68
Free Float	2.77%
Bursatilidad	Mínima
Val. Capitalización (USD millones)	USD 260.30
P/U (12 meses)	57.50X
P/VL	0.96X
Página Oficial	www.corporativopv.mx

Rendimiento 12 meses vs IPC



	2015	2016	2017	2018e
Valuación				
P/U	7.9x	18.7x	8.3x	10.0x
P/VL	1.2x	1.1x	1.0x	0.9x
ROE	15.5%	6.0%	12.2%	9.2%

Estimados (MXN millones)

Primas Emitidas	5,143	6,865	6,945	7,176
Var. %		33.5%	1.2%	3.3%
Primas de Retención	3,923	4,876	5,521	5,742
Var. %		24.3%	13.2%	4.0%
Utilidad Técnica	270	126	362	744
Var. %		-53.4%	187.7%	105.7%
Utilidad Neta	613	257	583	485
YoY %		-58.1%	127.4%	-16.8%
UPA	1.3	0.5	1.2	1.0
Var. %		-58.1%	127.4%	-16.8%

Rentabilidad

Índice Combinado	103.7%	107.4%	103.6%	97.4%
Índice de Adquisición	25.6%	27.0%	28.1%	29.4%
Índice de Siniestralidad	66.6%	68.0%	62.5%	58.1%
Índice de Operación	11.5%	12.4%	13.0%	9.8%

Fuente: Peña Verde, Bloomberg y pronósticos de Prognosis

N.A.: no aplica

- **Resultados 1S18/1S17.** Las primas emitidas sumaron 3,206 mdp, un avance marginal de 0.45%. La utilidad técnica sumó 311 mdp, -30.4% a/a. La pérdida operativa fue de -241 mdp y el resultado integral de financiamiento fue de +411 mdp, Así, la utilidad neta alcanzó los 179 mdp.
- **Tras las mejoras en gobernanza, la compañía se enfoca a robustecer su plataforma digital.** Tras la creación de la controladora Peña Verde SAB en 2013, implementación de mejores prácticas de gobierno corporativo y un fortalecimiento del equipo directivo, la compañía prevé enfocarse a mejorar su plataforma digital en 2018, lo que podría implicar inversiones importantes.
- **Crecimiento rentable.** El reto de la compañía continúa siendo aumentar su participación de mercado y escala, al tiempo que controla su estructura de costos, en particular el índice de siniestralidad. Anticipamos un crecimiento acelerado en Patria Re y uno más cauteloso en General de Seguros en los próximos años.
- **Baja capitalización y bursatilidad.** El valor de capitalización de la emisora es de aproximadamente MXN 4,853 millones, su bursatilidad es mínima y su capital flotante de sólo 3%, lo que limita el universo de inversionistas potenciales de PV*.
- **Compromiso con el mercado de valores.** La compañía está abierta a posibilidades para aumentar su capital flotante. A juicio de Prognosis, una transacción privada tendría sentido si un socio estratégico añade valor al negocio de PV.
- **Redujimos estimaciones 2018.** Preveemos que las primas consolidadas de PV* crezcan ~3.3% (vs 8% anterior estimación), impulsadas por un crecimiento superior en el negocio de Patria Re y un decrecimiento en el de General de Seguros. Anticipamos también una mejoría del índice combinado a 97.4% desde 103.8% en 2017. Así, con un comportamiento en la plusvalía de la cartera menor al del 2017, llegamos a una utilidad neta estimada de 485 mdp (vs 583 mdp en 2017), una UPA de 1.0 pesos.
- **Precio Objetivo.** A pesa de la reducción en nuestra UPA estimada, reiteramos P.O a 12m en 11.90 pesos, equivalente a 1.0 X el valor en libros estimado a junio del 2019. No incorporamos, sin embargo, el descuento por iliquidez de la emisora que suele ser significativo.
- **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.

1. Reporte sin auditar al 2T18 (cifras acumuladas)

Estado de Resultados			
	Cifras acumuladas		
	2T18	2T17	Variación anual
Primas Emitidas	3,206	3,191	+0.4%
Primas de Retención	2,581	2,598	-0.7%
Primas de Retención Devengadas	2,745	2,408	+14.0%
Costo de Adquisición	805	711	+13.2%
Costo de Siniestralidad	1,630	1,250	+30.4%
Utilidad (Pérdida) Técnica	311	447	-30.4%
Gastos de Operación Netos	218	324	-32.9%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-241	-143	+68.7%
Resultado Integral de Financiamiento	411	930	-55.8%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	179	678	-73.6%
<i>Índice de Adquisición</i>	31.2%	27.4%	+382 pb
<i>Índice de Siniestralidad</i>	59.4%	51.9%	+744 pb
<i>Índice de Operación</i>	8.4%	12.5%	-405 pb
Índice Combinado	99.0%	91.8%	+722 pb

Fuente: Prognosis con base en PV

N.A. = no aplica

Nota: Índice de adquisición y de operación consideran las primas de retención, mientras que el de siniestralidad contempla las primas de retención devengadas.

Las primas emitidas de Peña Verde sumaron 3,206 millones de pesos (mdp) al cierre del 2T18, lo que representó un avance de +0.4% anual respecto al monto de 3,191 mdp en 2T17. Esta variación se explica principalmente por Reaseguradora Patria, que “alcanzó ventas por 1,689 mdp lo que representó un incremento de +8.8% en relación con el mismo periodo del año anterior, originado por los crecimientos en las primas del reaseguro tomado en los ramos de incendio, agrícola y automóviles, así como por la operación de reafianzamiento”.

Por su parte la subsidiaria “General de Seguros”, que al mes de junio de 2018 “alcanzó ventas por 1,335 mdp, lo que representó un decremento del -9.8% en relación con el mismo periodo del año anterior, originado principalmente por la no renovación de un negocio de la operación de vida, por un importe neto aproximado de 188 mdp. El decremento anterior se compenso parcialmente con los incrementos de los ramos de incendio, marítimo y transportes y diversos. Por otra parte, las primas tomadas en General de Seguros ascendieron a 3.3 mdp”.

“Incremento neto de la reserva de riesgos en curso y fianzas en vigor. A junio de 2018, la reserva de riesgos en curso y de fianzas en vigor mostró un decremento de 165 mdp, originado principalmente por la cancelación de dos negocios importantes, el primero de la subsidiaria “Reaseguradora Patria” del ramo de accidentes y enfermedades y el segundo de la subsidiaria “General de Seguros”, en la operación de vida”.

El costo neto de adquisición consolidado de PV* fue de 805 mdp al 2T18, que comparado con los 711 mdp del 2T17, subió +13.2% anual.

El costo neto de siniestralidad consolidado aumentó +30.4%, ubicándose en 1,630 mdp. El índice de siniestralidad de Peña Verde fue de 59.4%, mostrando un avance anual de 7.4 puntos porcentuales.

Resultado de lo anterior, **la utilidad técnica** cayó -30.4% a/a a 311 mdp. Aunado a esto, los **gastos de operación netos** sumaron 218 mdp y la **pérdida operativa** alcanzó -241 mdp.

El resultado integral de financiamiento sumó 411 mdp, que compara desfavorablemente frente a los 930 mdp de hace un año. Lo anterior es resultado de una minusvalía de las inversiones, principalmente en el mercado accionario.

Utilidad Neta. Como resultado de todo lo anterior, PV reportó una **utilidad neta** de 179 mdp, que compara desfavorablemente respecto a la utilidad de 678 mdp del año anterior. El resultado al 2T18 se explica “principalmente por los siguientes factores: a) decremento de la reserva de riesgos en curso y fianzas en vigor, y b) la utilidad en la variación cambiaria”.

Situación Financiera

De acuerdo con la información de la empresa, los **activos ascienden a 20,670** mdp en el 2T18, que comparados con el periodo equivalente de hace un año, crecieron +13.5%. “Dentro de los mayores cambios destaca el aumento en las inversiones por un monto de 763 mdp, el incremento en reaseguradores por 1,274 mdp y deudores con un incremento de 382 mdp, los demás rubros del activo muestran un comportamiento poco relevante”.

Capital contable. A junio de 2018 el capital contable mayoritario alcanzó un monto de 5,039 mdp, un crecimiento anual de +1.6%.

2. Precio Objetivo

Utilizamos la fórmula de Damodaran, para obtener un “valor justo”. $P/VL^* = (ROE - g)/(K_e - g)$. Usamos un costo de oportunidad del capital (k_e) de 10.2%, un rendimiento sobre capital, ROE, sostenible de 10.5% y un crecimiento a perpetuidad (g) de 4%, con lo que obtenemos un múltiplo “justo” de 1.0488. Sin embargo, el mercado valúa a la emisora a alrededor de 1.0X su valor en libros conocido, que preferimos usar, de manera conservadora. A junio del 2019 llegamos a un valor en libros de 11.90 pesos que es nuestro P.O. a esa fecha.

Este precio no asume un descuento por la baja bursatilidad y baja visibilidad de la acción. Sin embargo, PV* califica como una acción con alto riesgo y baja predictibilidad de utilidades.

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.

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

	2015	2016	2017	2018e
Primas Emitidas	5,143	6,865	6,945	7,176
(-) Cedidas	1,219	1,990	1,424	1,434
De Retención	3,923	4,876	5,521	5,742
<i>Índice de Retención</i>	76%	71%	79%	80%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	107	367	425	-70
Primas de Retención Devengadas	3,816	4,508	5,096	5,811
(-) Costo Neto de Adquisición	1,004	1,317	1,550	1,690
<i>Índice de Adquisición</i>	26%	27%	28%	29%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	2,543	3,065	3,184	3,377
<i>Índice de Siniestralidad</i>	67%	68%	62%	58%
Utilidad (Pérdida) Técnica	270	126	362	744
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	331	90	349	536
Utilidad (Pérdida) Bruta	-61	36	13	208
(-) Gastos de Operación Netos	451	605	720	566
<i>Índice de Operación</i>	12%	12%	13%	10%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-512	-569	-707	-357
Resultado Integral de Financiamiento	1,370	921	1,368	944
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	857	352	661	587
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	204	90	67	94
<i>Tasa Impositiva</i>	24%	26%	10%	16%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	613	256.6	583	485
Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	40	5.3	10	8
Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	613	256.6	583	485
UPA (12 meses)	1.3	0.5	1.2	1.0
Número de Acciones (millones)	476.7	476.7	476.7	476.7
<i>Crecimiento en Ingresos (primas emitidas)</i>	N/A	34%	1%	3%
<i>Crecimiento de Utilidades</i>	N/A	-58%	127%	-17%
<i>Crecimiento en UPA</i>	N/A	-58%	127%	-17%

Otros Rubros e Indicadores

	2015	2016	2017	2018e
ROE	16%	6%	12%	9%
P/U	7.9	18.7	8.3	10.0
P/BV	1.2	1.1	1.0	0.9
Valor en Libros por Acción	8.3	9.0	10.2	11.2

Resumen del Balance (MXN millones)

	2015	2016	2017	2018e
Activo	15,224	18,397	20,677	21,938
Inversiones	11,733	13,407	14,756	15,784
Pasivo	10,939	14,092	15,835	16,592
Reservas Técnicas	8,897	11,043	12,610	13,274
Capital Contable	4,285	4,305	4,842	5,346
Capital Mayoritario	3,954	4,263	4,794	5,297

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

Mauricio Tavera
mtavera@prognosismex.com

Rubí Grajales
rigrajales@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 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 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.