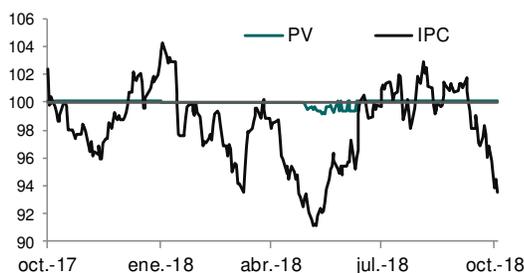


Aumentan primas en Patria, pero caen en General de Seguros, lo que mantiene los ingresos al nivel de 2017. Alta siniestralidad provoca que caiga la utilidad técnica y aumente la pérdida operativa. Al cierre del 2018 vemos bajos productos financieros y una utilidad neta marginal

Datos Clave

Clave Pizarra	-----	PV* MM
Exchange	-----	BMV
Precio Objetivo 12 Meses	-----	MXN 10.40
Último Precio	-----	MXN 10.18
Rend. Potencial	-----	2.2%
Rendimiento 12 Meses de Dividendo	-----	0.1%
Rendimiento 12 meses de PV*	-----	0.0%
UDM Rango de Precios (MXN)	-----	(10.18 - 10.09)
Acciones en Circ. (millones)	-----	476.68
Free Float	-----	2.77%
Bursatilidad	-----	Mínima
Val. Capitalización (USD millones)	-----	USD 242.63
P/U (12 meses)	-----	53.7X
PVL	-----	1.0X
Página Oficial	-----	www.corporativopv.mx

Rendimiento 12 meses vs IPC



	2015	2016	2017	2018e
Valuación				
P/U	7.9x	18.7x	8.3x	145.2x
P/VL	1.2x	1.1x	1.0x	1.0x
ROE	15.5%	6.0%	12.2%	0.7%

Estimados (MXN millones)				
Primas Emitidas	5,143	6,865	6,945	6,962
Var. %		33.5%	1.2%	0.2%
Primas de Retención	3,923	4,876	5,521	5,628
Var. %		24.3%	13.2%	1.9%
Utilidad Técnica	270	126	362	449
Var. %		-53.4%	187.7%	24.2%
Utilidad Neta	613	257	583	33
YoY%		-58.1%	127.4%	-94.3%
UPA	1.3	0.5	1.2	0.1
Var. %		-58.1%	127.4%	-94.3%

Rentabilidad				
Índice Combinado	103.7%	107.4%	103.6%	102.0%
Índice de Adquisición	25.6%	27.0%	28.1%	29.7%
Índice de Siniestralidad	66.6%	68.0%	62.5%	62.1%
Índice de Operación	11.5%	12.4%	13.0%	10.2%

Fuente: Peña Verde, Bloomberg y pronósticos de Prognosis
 N.A.: no aplica

- Resultados acumulados al 3T18.** Las primas emitidas sumaron 5,053 mdp, un avance de +1.1%, un poco menor a nuestra expectativa. La utilidad técnica sumó 328.6 mdp, -36% a/a. La pérdida operativa fue de -567.1 mdp y el resultado integral de financiamiento fue de +599.4 mdp, Así, la compañía registró una pérdida neta de 16.6 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 ha mejorado su plataforma digital en 2018, lo que ha implicado 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. Como ha sido patente en 2018, anticipamos un crecimiento acelerado en Patria Re y uno más pausado en General de Seguros en los próximos años.
- Baja capitalización y bursatilidad.** El valor de capitalización de la emisora es bajo, 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 añadiese valor al negocio de PV.
- Ajustamos estimaciones 2018.** Prevemos que las primas consolidadas de PV* no crecerán respecto a 2017, como resultado de que el crecimiento en el negocio de Patria Re se cancelará con la caída en el de General de Seguros. Anticipamos también una ligera mejoría del índice combinado a 102% desde 103.8% en 2017. Así, con un comportamiento en la plusvalía de la cartera significativamente inferior al del 2017, llegamos a una utilidad neta estimada de apenas 33 mdp (vs 583 mdp en 2017), una UPA de 0.1 pesos. La muy alta volatilidad de los mercados financieros pudiera incluso golpear más de lo anticipado la valuación de los portafolios de PV.
- Precio Objetivo.** Redujimos nuestros P.O. a 12m en 10.40, equivalente a 1.0 X el valor en libros estimado a septiembre 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 3T18 (cifras acumuladas)

Estado de Resultados			
	Cifras acumuladas		
	3T18	3T17	Variación anual
Primas Emitidas	5,053	4,997	+1.1%
Primas de Retención	4,086	3,950	+3.5%
Primas de Retención Devengadas	4,099	3,704	+10.7%
Costo de Adquisición	1,207	1,141	+5.8%
Costo de Siniestralidad	2,564	2,050	+25.1%
Utilidad (Pérdida) Técnica	329	513	-35.9%
Gastos de Operación Netos	387	503	-23.0%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-567	-387	+46.5%
Resultado Integral de Financiamiento	599	836	-28.3%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	-17	477	N.A
<i>Índice de Adquisición</i>	29.5%	28.9%	+65 pb
<i>Índice de Siniestralidad</i>	62.5%	55.3%	+720 pb
<i>Índice de Operación</i>	9.5%	12.7%	-326 pb
Índice Combinado	101.6%	97.0%	+459 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 5,053 millones de pesos (mdp) al cierre del 3T18, lo que representó un avance de +1.1% anual respecto al monto de 4,997 mdp en 3T17. Esta variación se explica principalmente por Reaseguradora Patria, “que al mes de septiembre de 2018 alcanzó ventas por 2,759 mdp lo que representó un incremento de +15% en relación con el mismo periodo del año anterior, originado por los crecimientos en las primas del reaseguro tomado en los ramos de incendio, automóviles y agrícola, así como por la operación de reafianzamiento”.

Por su parte la subsidiaria “General de Seguros”, que al mes de septiembre de 2018 “alcanzo ventas por 1,986 mdp, lo que representó un decremento del 15.6% en relación con el mismo periodo del año anterior, originado principalmente por la no renovación de dos negocios, el primero en la operación de vida, por un importe neto aproximado de 188 mdp y el segundo en el ramo de agropecuario por la no renovación de algunos negocios del programa CADENA (Componente de Atención a Desastres Naturales) por un importe de 178 mdp. Los decrementos anteriores se compensaron parcialmente con los incrementos de los ramos de marítimo y transportes y accidentes y enfermedades. Por otra parte, las primas tomadas en General de Seguros ascendieron a 8.5 mdp”.

Incremento neto de la reserva de riesgos en curso y fianzas en vigor. “A septiembre de 2018, la reserva de riesgos en curso y de fianzas en vigor mostró un decremento de 13 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 1,207 mdp al 3T18, que comparado con los 1,141 mdp del 3T17, subió +5.8% anual.

Peña Verde

Precio actual: MXN 10.18

Precio objetivo 12 meses: MXN 10.40

(Sin descuento por riesgo de iliquidez).



Reporte trimestral del 3T18

jueves, 01 de noviembre de 2018

El costo neto de siniestralidad consolidado aumentó +25.1%, ubicándose en 2,564 mdp. El índice de siniestralidad de Peña Verde fue de 62.5%, mostrando un avance anual de 7.2 puntos porcentuales.

Resultado de lo anterior, **la utilidad técnica** cayó -35.9% a/a a 329 mdp. Aunado a esto, los **gastos de operación netos** sumaron 387 mdp (-23.0%) y la **pérdida operativa** alcanzó -567 mdp (+46.5%).

El resultado integral de financiamiento sumó 599 mdp, que compara desfavorablemente frente a los 836 mdp de hace un año. Lo anterior es resultado de una minusvalía de las inversiones.

Utilidad Neta. Como resultado de todo lo anterior, PV reportó una **pérdida neta** de -17 mdp, que compara desfavorablemente respecto a la utilidad de 477 mdp del año anterior. El resultado al 3T18 se explica “principalmente por los siguientes factores: a) costo de la siniestralidad registrada en el periodo y, b) incremento de la reserva para obligaciones pendientes de cumplir por siniestros ocurridos y no reportados”.

Situación Financiera

“Al 30 de septiembre de 2018, los **activos** ascienden a 20,171 mdp, que comparados con el mismo periodo del año anterior muestran un incremento de +6.3%. Dentro de los mayores cambios destaca el aumento en las inversiones por un monto de 642 mdp, el incremento en deudores por 446 mdp, los demás rubros del activo muestran un comportamiento poco relevante.

“El **capital contable** alcanzó un monto de 4,733 mdp que comparados con los 4,714 mdp a septiembre de 2017, representa un incremento del +0.4%, originado principalmente por el aumento en la participación controladora.”

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 septiembre del 2019 llegamos a un valor en libros de 11.40 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	6,962
(-) Cedidas	1,219	1,990	1,424	1,335
De Retención	3,923	4,876	5,521	5,628
<i>Índice de Retención</i>	76%	71%	79%	81%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	107	367	425	33
Primas de Retención Devengadas	3,816	4,508	5,096	5,594
(-) Costo Neto de Adquisición	1,004	1,317	1,550	1,669
<i>Índice de Adquisición</i>	26%	27%	28%	30%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	2,543	3,065	3,184	3,476
<i>Índice de Siniestralidad</i>	67%	68%	62%	62%
Utilidad (Pérdida) Técnica	270	126	362	449
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	331	90	349	623
Utilidad (Pérdida) Bruta	-61	36	13	-174
(-) Gastos de Operación Netos	451	605	720	572
<i>Índice de Operación</i>	12%	12%	13%	10%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-512	-569	-707	-746
Resultado Integral de Financiamiento	1,370	921	1,368	802
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	857	352	661	56
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	204	90	67	21
<i>Tasa Impositiva</i>	24%	26%	10%	38%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	613	256.6	583	33
Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	40	5.3	10	1
Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	613	256.6	583	33
UPA (12 meses)	1.3	0.5	1.2	0.1
Número de Acciones (millones)	476.7	476.7	476.7	476.7
<i>Crecimiento en Ingresos (primas emitidas)</i>	N/A	34%	1%	0%
<i>Crecimiento de Utilidades</i>	N/A	-58%	127%	-94%
<i>Crecimiento en UPA</i>	N/A	-58%	127%	-94%

Otros Rubros e Indicadores

	2015	2016	2017	2018e
ROE	16%	6%	12%	1%
P/U	7.9	18.7	8.3	145.2
P/BV	1.2	1.1	1.0	1.0
Valor en Libros por Acción	8.3	9.0	10.2	10.0

Resumen del Balance (MXN millones)

	2015	2016	2017	2018e
Activo	15,224	18,397	20,677	20,319
Inversiones	11,733	13,407	14,756	14,511
Pasivo	10,939	14,092	15,835	15,537
Reservas Técnicas	8,897	11,043	12,610	12,429
Capital Contable	4,285	4,305	4,842	4,783
Capital Mayoritario	3,954	4,263	4,794	4,737

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.