

PEÑA VERDE

Precio Actual MXN 10.15

Precio Objetivo 2016 MXN 9.90

Reporte Trimestral 4T15

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).

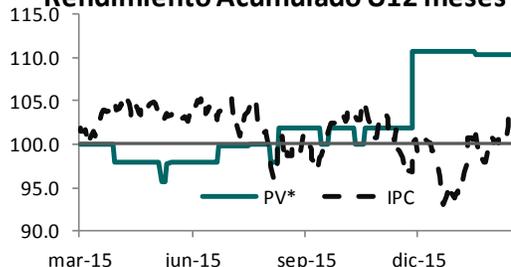
- **Equilibrio entre crecimiento y calidad de riesgos.** A nuestro juicio, el reto clave de la compañía es aumentar su participación de mercado y escala, al tiempo que controla el índice de siniestralidad y los gastos operativos.

- **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.

- **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.

Rendimiento Acumulado U12 meses



	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%

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 flota 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 Contractuales	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 71

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

Información relevante sobre Prognosis, sus analistas y este reporte

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

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

Nosotros, Carlos Fritsch, Fernando Lamoyi y 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.