

PEÑA VERDE

Reporte Trimestral 4T16

Precio Actual MXN 10.08

Precio Objetivo 2017 MXN 10.64 (sin descuento por iliquidez)

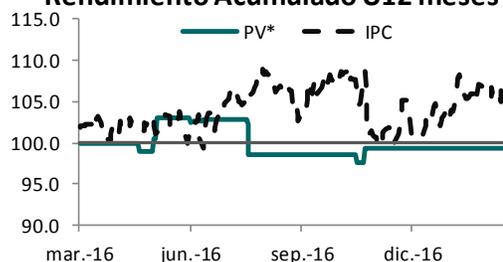
viernes, 03 de marzo de 2017

Avanza la visión de largo plazo de PV, con resultados satisfactorios en un año difícil

Datos Clave

Clave Pizarra	PV*
Precio Objetivo 2017	MXN 10.64
Último Precio	MXN 10.08
Rend. Potencial	5.6%
Rend. UDM PV*	-1%
Acciones en Circ. (millones)	476.7
Free Float	3.0%
Bursatilidad	Mínima
Val Capitalización (millones)	MXN 4,805
UDM Rango de Precios (MXN)	(9.90 - 10.45)

Rendimiento Acumulado U12 meses



	2013	2014	2015	2016
Valuación				
P/U	65.7x	95.0x	7.9x	18.7x
P/VL	1.18x	1.32x	1.23x	1.13x
Estimados (MXN)				
Primas Emitidas	3,321	4,190	5,143	6,866
Var. %	-4.1%	26.2%	22.7%	33.5%
Primas Retenidas	2,675	3,204	3,923	4,876
Var. %	-4%	20%	22%	24%
Utilidad Técnica	461	287	270	126
Var. %	-8.9%	-37.7%	-6.0%	-53%
Utilidad Neta	59	46	613	257
UPA	0.12	0.10	1.29	0.54
Var. %	-97%	-22%	1228%	-58%
Rentabilidad				
Índice Combinado	89.5%	97.0%	103.7%	107.4%
Índice de Adquisición	29.5%	28.3%	25.6%	27.0%
Índice de Siniestralidad	50.8%	58.7%	66.6%	68.0%
Índice de Operación	9.1%	10.0%	11.5%	12.4%

- Resultados no comparables con 2015.** Por los cambios regulatorios desplegados en 2016 (Solvencia II), los resultados de las aseguradoras mexicanas no son comparables con los del 2015. Un efecto importante de estos cambios fue incrementar la estructura de costos de PV en 2016. Efecto que no esperamos en 2017.
- Resultados 2016.** las primas emitidas sumaron 6,865.5 mdp, se registró una utilidad técnica por 125.7 mdp y una pérdida operativa por 569.2 mdp. El resultado integral de financiamiento fue de 920.8 mdp y la UPA de 0.54 pesos.
- Equilibrio entre crecimiento y calidad de riesgos.** El reto de la compañía continúa siendo 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.** *Patria Corporate Member, Ltd.*, con una inversión de 8.78 millones de libras esterlinas (~ 220 mdp), reportó un año de operación en línea con lo presupuestado por la emisora. Creemos que en el mediano plazo este proyecto contribuirá a posicionar a General de Seguros como una confiable aseguradora del sector emprendedor mexicano.
- Baja capitalización y bursatilidad.** El valor de capitalización de la emisora es de aproximadamente MXN 4,805 millones, su bursatilidad es mínima y su capital flotante de sólo 3%, lo que limita el universo de inversionistas potenciales de PV*. No obstante, tras la adquisición en el 4T16 de un paquete de 12.2% del total de acciones en circulación, el propósito de incorporar a un socio estratégico cobra vigencia, potencialmente aumentando el *float* y mejorando la visibilidad de la acción.
- Precio Objetivo.** Introducimos nuestro P.O. para el cierre del 2017 en 10.64 pesos, equivalente a 1.06X el valor contable mayoritario estimado del 2017 y a 12.0x la UPA esperada para ese mismo año. Este P.O. se basa en supuestos de incremento en primas de 22%, una mejoría en el índice combinado, respecto a 2016, a niveles de 96.0%, y un rendimiento de la cartera de inversión de 9.75% (CETES +300pb). No incorporamos un descuento por iliquidez.
- 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.
- Eventos relevantes 2017.** Anticipamos que durante el presente año: (1) entre en fase comercial el ambicioso **proyecto de call center de orientación médica telefónica**, aunque pequeño por el momento podría ser un generador de ingresos importantes en el futuro y (2) se elimine el listado de la subsidiaria General de Seguros en la BMV.

PEÑA VERDE

Reporte Trimestral 4T16

Precio Actual MXN 10.08

Precio Objetivo 2017 MXN 10.64 (sin descuento por iliquidez)

viernes, 03 de marzo de 2017

1. Reporte anual 2016: Cifras no son comparables con las del 2015 debido al cambio regulatorio.

Las primas emitidas de Peña Verde sumaron 6,866 millones de pesos (mp) en 2016, lo que representó un aumento de +33.5% anual respecto al monto de 5,142 mp en 2015. Esta variación se explica principalmente por el dinamismo de “General de Seguros”, cuyas ventas crecieron +26.4% a/a, alcanzando 3,797 mp. Las ramas de negocio con mayor crecimiento fueron: incendios (+454%), diversos (+167%) y agropecuario (+13.3%).

Por su parte la subsidiaria “Reaseguradora Patria” alcanzó ventas por \$2,749 mp, lo que representó un aumento de +29.3%, originado de la implementación de la empresa por ganar más participación en las plazas en las que opera a través de la ampliación de las líneas de negocio de especialidad, así como por el fortalecimiento en las operaciones de daños. Los incrementos más significativos se dieron en los ramos de: incendios, diversos, terremoto, marítimo y transportes y en las operaciones de vida.

La subsidiaria Patria Corporate Member Ltd, que opera desde enero de 2016 en el mercado de Lloyd’s en Londres, registró ventas equivalentes a 304.4 mp.

Es importante notar que el crecimiento en primas está sobre representado porque incluye un importante efecto cambiario que mejoró las cifras en pesos. Hacia adelante, el crecimiento en ventas rondará el 20%, según estima la Administración.

El costo neto de adquisición consolidado de PV* fue de 1,317.2 mp en 2015, que comparado con los 1,004.2 mp en el 2015, mostró un aumento del 31.2%, resultado de un incremento sustancial en las primas emitidas. El costo neto de adquisición representó el 27.0% de las primas retenidas.

El costo neto de siniestralidad consolidado aumentó 20.56%, ubicándose en 3.065.5 mp. El índice de siniestralidad de Peña Verde fue de 68%, mostró un incremento de 1.4 puntos porcentuales, debido principalmente al aumento de la reserva para obligaciones pendientes de cumplir por siniestros ocurridos y no reportados, aunque también influyó el aumento de 142 mp por eventos como los terremotos ocurridos en Ecuador y Taiwán, inundaciones en la India y los efectos de los huracanes Matthew y Earl. Estos últimos representan la siniestralidad estadística presupuestada por Patria Re y no se espera que tales eventos sean recurrentes.

Principalmente por la mayor siniestralidad, **la Utilidad Técnica** disminuyó 53% a/a a 125.7 mp. Aunado a esto, los **gastos de operación netos** sumaron 604.86 mp y considerando el incremento neto en las reservas técnicas –afectado por el cambio regulatorio– PV registró una **Pérdida Operativa** de -569.23 mp, superior en 57 mp a la del 2015.

El resultado integral de financiamiento registró una ganancia de \$920.8 mp, una caída de -32.8% generado principalmente por una minusvalía del portafolio de acciones de la emisora. No obstante, la empresa tuvo un resultado cambiario positivo.

Como resultado de todo lo anterior, PV reportó una utilidad neta de 256.6 mp, que compara desfavorablemente respecto a los 613.1 mp del año anterior, principalmente por el aumento sustancial en los índices de costos y por un menor desempeño de las inversiones bursátiles.

De acuerdo con la información de la empresa, los **activos ascienden a 18,397** mp que comparados con el cierre del año anterior muestran un incremento de 20.8%. 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 4T16

Precio Actual MXN 10.08

Precio Objetivo 2017 MXN 10.64 (sin descuento por iliquidez)

viernes, 03 de marzo de 2017

Capital contable. A diciembre de 2016 el capital contable mayoritario alcanzó un monto de 4,263 mp (VL de 8.9 pesos por acción), que comparados con los 3,940 mp de 2015 representa un incremento del 8.2%. El capital contable total reportado fue de 4,305 mp.

Compra de paquete accionario. En el último trimestre del año 2016, la institución adquirió un paquete de 12.17% de las acciones que se encontraban en circulación. Por el momento esas acciones se mantendrán en tesorería, aunque la emisora continúa con su plan de vinculación estratégica con un socio que añade valor a la compañía. Cuando esta operación se lleve a cabo, el capital flotante de Peña Verde aumentará considerablemente, mejorando la visibilidad de la acción.

2. Precio Objetivo

Recalculamos el múltiplo implícito o valor justo utilizando la fórmula de Damodaran, $P/VL^* = (ROE - g)/(K_e - g)$. Usamos un costo de oportunidad del capital de 8.2%, un ROE sostenible de 8.5% y un crecimiento a perpetuidad de 4%, con lo que obtenemos un múltiplo "justo" muy similar al de nuestro inicio de cobertura es decir de 1.0714. El producto de este múltiplo con el VLA (mayoritario) estimado para 2017 (10.0), es de 10.71 pesos; valor "justo" según este método.

Utilizando 12X (en línea con empresas comparables locales e internacionales) las utilidades estimadas para el próximo año (0.88 pesos por acción), arribamos a un precio de 10.56 ps. por acción.

Al promediar ambos valores al 50%, llegamos al P.O. al cierre del 2017 de 10.64 pesos para las acciones de PV*. 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.

PEÑA VERDE

Precio Actual MXN 10.08

Precio Objetivo 2017 MXN 10.64 (sin descuento por iliquidez)

Reporte Trimestral 4T16

viernes, 03 de marzo de 2017

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

	2014	2015	2016	2017e
Primas Emitidas	4,190.0	5,142.6	6,865.5	8,375.9
(-) Cedidas	986.1	1,219.2	1,989.8	2,429.0
De Retención	3,203.9	3,923.3	4,875.7	5,946.9
<i>Índice de Retención</i>	76%	76%	71%	71%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	314.7	107.0	367.3	448.1
Primas de Retención Devengadas	2,889.2	3,816.3	4,508.3	5,498.8
(-) Costo Neto de Adquisición	907.5	1,004.2	1,317.1	1,575.9
<i>Índice de Adquisición</i>	28%	26%	27%	27%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	1,694.9	2,542.5	3,065.5	3,271.8
<i>Índice de Siniestralidad</i>	59%	67%	68%	60%
Utilidad (Pérdida) Técnica	286.9	269.6	125.7	651.1
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	282.9	330.8	90.1	475.7
Utilidad (Pérdida) Bruta	4.3	-61.0	35.6	269.0
(-) Gastos de Operación Netos	320.1	451.3	604.9	594.7
<i>Índice de Operación</i>	10%	12%	12%	10%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-315.8	-512.3	-569.2	-325.7
Resultado Integral de Financiamiento	363.6	1,369.7	920.8	921.9
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	47.8	857.4	351.6	596.2
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	-9.9	204.2	89.7	178.9
TASA IMPOSITIVA	-20.8%	23.8%	25.5%	30.0%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	46.2	613.1	256.6	417.3
Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	11.6	40.1	5.3	8.6
Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	46.2	613.1	256.6	408.8
UPA	0.10	1.29	0.54	0.88
Número de Acciones (millones)	476.7	476.7	476.7	476.7
Crecimiento en Ingresos (primas emitidas)	26.2%	22.7%	33.5%	22.0%
Crecimiento de utilidades	-22.4%	1228.1%	-58.1%	59.3%
Crecimiento en UPA	-22.4%	1228.1%	-58.1%	62.6%
Índices de Costos				
Adquisición	28.3%	25.6%	27.0%	26.5%
Siniestralidad	58.7%	66.6%	68.0%	59.5%
Operación	10.0%	11.5%	12.4%	10.0%
Combinado	97.0%	103.7%	107.4%	96.0%

Otros Rubros e Indicadores

P/U	95.00x	7.92x	18.72x	11.51x
P/BV	1.32x	1.23x	1.13x	1.01x
VL por acción	7.0	8.3	8.9	10.0
Precio de la acción PV*	9.2	10.2	10.1	10.1

Resumen del Balance (MXN mn)

Activo	12,569	15,224	18,397	20,760
Inversiones	9,741	11,735	13,407	15,239
Pasivo	8,949	10,939	14,092	15,937
Capital Contable	3,619	4,285	4,305	4,823
Capital Mayoritario	3,327	3,940	4,263	4,775

Fuente Prognosis con datos de la BMV

PEÑA VERDE

Reporte Trimestral 4T16

Precio Actual MXN 10.08

Precio Objetivo 2017 MXN 10.64 (sin descuento por
iliquidez)

viernes, 03 de marzo de 2017



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

Luis David García Rendón
ldgarciar@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.

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, Mauricio Tavera y Luis David García Rendón 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.