

# Peña Verde

Precio actual: MXN 10.18  
 Precio objetivo 12 meses: MXN 9.80  
 (Sin descuento por riesgo de iliquidez).



## Reporte trimestral del 4T18 y vistazo al mediano plazo

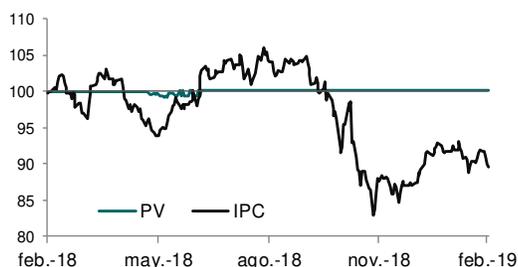
jueves, 07 de marzo de 2019

### Sólido 2018 a nivel técnico y operativo, pero minusvalía en la cartera de valores provoca pérdida neta. Tras la depuración de cartera en el negocio de seguros, vemos fuerte repunte en primas consolidadas en 2019

#### Datos Clave

Clave Pizarra	PV* MM
Exchange	BMV
Precio Objetivo 12 Meses	MXN 9.80
Último Precio	MXN 10.18
Rend. Potencial	-3.7%
Rendimiento 12 Meses de Dividendo	0.1%
Rendimiento de Dividendo Esperado	0.0%
Rendimiento Total Potencial	-3.7%
Rendimiento 12 meses de PV*	0.1%
UDM Rango de Precios (MXN)	(10.18 - 10.09)
Acciones en Circ. (millones)	476.68
Free Float	1.22%
Bursatilidad	Mínima
Val. Capitalización (USD millones)	USD 251.71
P/U (12 meses)	-8.7X
P/VL	1.1X
Página Oficial	www.corporativopv.mx

#### Rendimiento 12 meses vs IPC



	2016	2017	2018	2019e
--	------	------	------	-------

Valuación	2016	2017	2018	2019e
P/U	18.7x	8.3x	-8.7x	12.2x
P/VL	1.1x	1.0x	1.1x	1.0x
ROE	6.0%	12.2%	-13.3%	8.6%

#### Estimados (MXN millones)

Primas Emitidas	6,865	6,965	7,259	8,348
Var. %		1.5%	4.2%	15.0%
Primas de Retención	4,876	5,521	5,908	6,814
Var. %		13.2%	7.0%	15.3%
Utilidad Técnica	126	357	680	743
Var. %		184.2%	90.3%	9.3%
Utilidad Neta	257	583	-561	399
YoY%		127.2%	N.A.	N.A.
UPA	0.5	1.2	-1.2	0.8
Var. %		127.2%	N.A.	N.A.

#### Rentabilidad

Índice Combinado	107.4%	103.2%	95.4%	95.5%
Índice de Adquisición	27.0%	28.1%	30.3%	29.0%
Índice de Siniestralidad	68.0%	62.0%	56.5%	58.0%
Índice de Operación	12.4%	13.0%	8.5%	8.5%

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

- Resultados 2018/2017.** Las primas emitidas sumaron 7,259 mp, un aumento de +4.2%, por el alza de +17.0% en el negocio de reaseguro y caída de -11.0% en el de seguros. La utilidad técnica saltó +90.0% a 680 mp, ayudada por un menor cargo a la reserva de riesgos en curso. Menores gastos operativos (a pesar de inversiones en una nueva plataforma digital) apoyaron una caída de -28.0% en la pérdida operativa. No obstante, el resultado integral de financiamiento arrojó una pérdida por 304 mdp. Así, se registró una pérdida neta por -561 mp, una UPA de -1.2 pesos. Este resultado contrasta con la notable caída en el índice combinado a sólo 95.4%.
- Capitalización.** Como es el caso históricamente, la compañía mantiene niveles más que adecuados de capitalización y de solvencia.
- Estimaciones 2019.** Guiados por la compañía, prevemos que las primas consolidadas de PV\* crezcan ~15%, impulsadas por un crecimiento similar a tendencia en el negocio de Patria Re, un regreso a la senda del crecimiento en General de Seguros de ~13% y un mantenimiento en el dinamismo del sindicato de Lloyds. Anticipamos también, que el índice combinado se ubicará alrededor de 95.5%, nivel similar al del 2018. Así, con un comportamiento esperado en la plusvalía de la cartera más normal, llegamos a una utilidad neta estimada de 399 mp, una UPA de 0.84 pesos
- Reestructura en General de Seguros completada.** Tras el fortalecimiento en el equipo directivo y la depuración de cartera en GENSEG, se retoma el negocio tradicional enfocado a PYMES en el noroeste, noreste y Bajío, **principalmente.** Se usarán todos los canales de distribución disponibles.
- Crecimiento rentable.** El reto de la compañía continúa siendo aumentar su participación de mercado y escala, al tiempo que controla su estructura de costos. Anticipamos un crecimiento acelerado de la compañía desde una base relativamente pequeña.
- Administración de Riesgos.** La compañía se visualiza a sí misma como un especialista en administración de riesgos y planea capitalizar esta experiencia, incluido un exitoso manejo histórico de sus portafolios de inversión, en el futuro.
- 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 1.2%, 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.
- Precio Objetivo.** Introducimos nuestro P.O. para los próximos 12 meses en 9.80 pesos, equivalente a 1.0 X el valor en libros estimado del 2019. Este múltiplo es inferior al múltiplo implícito o justo que resulta del modelo de Damodaran, que es de 1.05X. 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.

### Reporte anual 2018

Estado de Resultados			
	Cifras acumuladas		
	4T18	4T17	Variación anual
<b>Primas Emitidas</b>	7,259	6,965	+4.2%
<b>Primas de Retención</b>	5,908	5,521	+7.0%
<b>Primas de Retención Devengadas</b>	5,683	5,025	+13.1%
Costo de Adquisición	1,792	1,550	+15.6%
Costo de Siniestralidad	3,211	3,117	+3.0%
<b>Utilidad (Pérdida) Técnica</b>	680	357	+90.3%
Gastos de Operación Netos	503	720	-30.2%
<b>Utilidad (Pérdida) de la Operación</b>	-512	-712	-28.0%
Resultado Integral de Financiamiento	-304	1,368	N.A.
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	-561	583	N.A.
<i>Índice de Adquisición</i>	30.3%	28.1%	+226 pb
<i>Índice de Siniestralidad</i>	56.5%	62.0%	-553 pb
<i>Índice de Operación</i>	8.5%	13.0%	-453 pb
<b>Índice Combinado</b>	<b>95.4%</b>	<b>103.2%</b>	<b>-780 pb</b>

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 7,259 millones de pesos (mdp) en 2018, lo que representó un aumento de +4.2% anual respecto al monto de 6,965 mdp en 2017. Esta variación se explica principalmente por el dinamismo de **Reaseguradora Patria**, que alcanzó ventas por 4,060 mdp, un avance anual de +17.0% respecto a 2017, resultado de la implementación de la estrategia de ampliación de las líneas de negocio. “Los crecimientos más importantes en el año se dieron en las primas del reaseguro tomado en los ramos de incendio, automóviles y diversos, así como por la operación de reafianzamiento”.

**Por su parte la subsidiaria General de Seguros** emitió primas por 2,733 millones de pesos, un decremento del -11.0% respecto 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 183 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, accidentes y enfermedades. Por otra parte, las primas tomadas en General de Seguros ascendieron a 14.3 mdp”.

**La subsidiaria Patria Corporate Member Ltd**, que opera desde enero de 2016 en el mercado de Lloyd’s en Londres, registró ventas equivalentes a 452 mdp, un aumento de +12.0% respecto al año previo.

**El costo neto de adquisición** consolidado de PV\* fue de 1,790 mdp en 2018, que comparado con los 1,550 mdp en el 2017, mostró un aumento del +15.6%, resultado de un incremento en las comisiones por reaseguro que se pagan a las compañías cedentes y por los costos asociados con las coberturas de “exceso de pérdidas” que protegen la retención.

**El costo neto de siniestralidad** consolidado aumentó +3.0%, ubicándose en 3,211 mdp. El índice de

siniestralidad de Peña Verde fue de 56.5%, mostrando un decremento de 5.5 puntos porcentuales.

En línea con los costos de adquisición y de siniestralidad, **la utilidad técnica** subió +90.3% a/a a 680 mdp, menor cargo en la reserva de riesgos en curso. Aunado a esto, los **gastos de operación netos** sumaron 503 mdp y considerando el incremento neto en las reservas técnicas, PV registró una **pérdida operativa** de -512 mdp, cayendo -28.0% anual.

**El resultado integral de financiamiento** registró una pérdida de -304 mdp, mientras que en 2017 se sumó 1,368 mdp. Lo anterior resultado de una "pérdida en la valuación del portafolio de acciones de las subsidiarias, [aunque] lo anterior se compenso en parte con los rendimientos de los instrumentos de renta fija y la utilidad en el resultado cambiario".

Como resultado de todo lo anterior, PV reportó una **pérdida neta** de 561 mdp. Este resultado se basa principalmente en una pérdida en la valuación de los portafolios de acciones y de bonos.

### Situación Financiera

#### Resumen del Balance General (MXN millones)

	4T18	%	4T17	%	Variación anual
Inversiones	14,586	72.6%	14,756	71.4%	-1.2%
Deudores	2,249	11.2%	1,755	8.5%	+28.2%
Reaseguradores y Reafianzadores	2,342	11.7%	3,064	14.8%	-23.6%
Otros Activos	384	1.9%	334	1.6%	+14.8%
<b>Suma de Activo</b>	<b>20,086</b>	<b>100.0%</b>	<b>20,681</b>	<b>100.0%</b>	<b>-2.9%</b>
Reservas Técnicas	12,458	62.0%	12,610	79.6%	-1.2%
Reaseguradores y Reafianzadores	1,457	7.3%	997	6.3%	+46.1%
Otros Pasivos	1,070	5.3%	1,426	9.0%	-24.9%
<b>Suma del Pasivo</b>	<b>15,819</b>	<b>78.8%</b>	<b>15,841</b>	<b>76.6%</b>	<b>-0.1%</b>
<b>Suma Capital</b>	<b>4,267</b>	<b>21.2%</b>	<b>4,840</b>	<b>23.4%</b>	<b>-11.8%</b>
Suma del Pasivo y Capital	20,086	100.0%	20,681	100.0%	-2.9%

Fuente: Prognosis con base en GNP

N.A. = no aplica

De acuerdo con la información de la empresa, los **activos ascienden a 20,086** mdp que comparados con el cierre del año anterior muestran un decremento de -2.9%. Dentro de los mayores cambios en el año destaca el retroceso de -1.2% en las inversiones en valores, +28.2% en deudores y -23.6% en reaseguradores y reafianzadores.

**Capital contable.** A diciembre de 2018 el capital contable mayoritario alcanzó un monto de 4,267 mdp (VL de 9.0 pesos por acción), una caída del -11.8%.

#### 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.

### Estimaciones 2019

Guiados por la Administración, creemos que las primas consolidadas pueden crecer a un ritmo de alrededor de 15%. Esta tasa sería la resultante de una consolidación del ritmo del crecimiento en el negocio de reaseguro de 16% y de 13% en el negocio de seguros. Este último se estaría recuperando tras la reestructura organizacional y la depuración de cartera de los dos últimos años. Por su parte la subsidiaria *Patria Corporate Member LTD*, crecería a un ritmo que consideramos sostenible de 15%.

Asumimos supuestos conservadores en la estructura de costos que suponen un aumento marginal desde el nivel alcanzado en 2018. El índice combinado que estimamos a 2019 es de 95.5%, nivel similar al 95.4% obtenido en 2018.

Utilizando un rendimiento estimado, relativamente conservador, ligeramente menor a CETES DE 28D, sobre las inversiones de la emisora, llegamos a un RIF de 1,110 mp y a una utilidad neta de 399 mp al cierre del 2019, equivalente a una UPA de 0.84 pesos. Debe señalarse, sin embargo, que esta última estimación es muy volátil, en particular dado el perfil de inversión de los portafolios de PV, que promedia un 40% de la cartera invertida en el mercado accionario y el restante en el mercado de deuda.

### Resumen de Estrategia de Mediano Plazo

En el negocio de reaseguro, la administración mantiene el curso de aprovechar sus relaciones con clientes existentes. No obstante, han adoptado una posición más abierta para usar intermediarios de reaseguro como canal de distribución y en la actualidad su portafolio ha cambiado a una estructura de 50% de distribución directa y 50% con intermediarios de reaseguro.

Tras la reestructura en el negocio de seguros -- el fortalecimiento en el equipo directivo y la depuración de cartera -- la administración de PV, espera un importante incremento en la productividad de una GENSEG reposicionada en el mercado. En una primera etapa, anticipan retomar el negocio tradicional enfocado a PYMES en el noroeste, noreste y Bajío, principalmente. Por otro lado, usarán todos los canales de distribución viables, con una visión omni-canal.

### Resumen de Estrategia de Largo Plazo: Administración de Riesgos

La compañía se visualiza a sí misma como un especialista en administración de riesgos y planea capitalizar esta experiencia, incluido un exitoso manejo histórico de sus portafolios de inversión, en el futuro. De hecho, refieren los siguientes rendimientos históricos de su portafolio de inversión:

- +465 pb por arriba del IPyC de la BMV en los últimos tres años al 2018, que incluye la caída de este último año.
- +600 pb superior al IPyC en los últimos 5 y 8 años.

Estos resultados, implican que, en el futuro, incluso podrían contemplar la idea de administrar fondos de inversión para terceros.

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

	2015	2016	2017	2018	2019e
<b>Primas Emitidas</b>	<b>5,143</b>	<b>6,865</b>	<b>6,965</b>	<b>7,259</b>	<b>8,348</b>
(-) Cedidas	1,219	1,990	1,444	1,351	1,534
<b>De Retención</b>	<b>3,923</b>	<b>4,876</b>	<b>5,521</b>	<b>5,908</b>	<b>6,814</b>
<i>Índice de Retención</i>	76.3%	71.0%	79.3%	81.4%	81.6%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	107	367	497	224	341
<b>Primas de Retención Devengadas</b>	<b>3,816</b>	<b>4,508</b>	<b>5,025</b>	<b>5,683</b>	<b>6,473</b>
<b>(-) Costo Neto de Adquisición</b>	<b>1,004</b>	<b>1,317</b>	<b>1,550</b>	<b>1,792</b>	<b>1,976</b>
<i>Índice de Adquisición</i>	25.6%	27.0%	28.1%	30.3%	29.0%
<b>(-) Costo Neto de Siniestralidad</b>	<b>2,543</b>	<b>3,065</b>	<b>3,117</b>	<b>3,211</b>	<b>3,755</b>
<i>Índice de Siniestralidad</i>	66.6%	68.0%	62.0%	56.5%	58.0%
Utilidad (Pérdida) Técnica	270	126	357	680	743
<b>(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas</b>	<b>331</b>	<b>90</b>	<b>349</b>	<b>689</b>	<b>697</b>
Utilidad (Pérdida) Bruta	-61	36	9	-9	45
<b>(-) Gastos de Operación Netos</b>	<b>451</b>	<b>605</b>	<b>720</b>	<b>503</b>	<b>579</b>
<i>Índice de Operación</i>	11.5%	12.4%	13.0%	8.5%	8.5%
<b>Utilidad (Pérdida) de la Operación</b>	<b>-512</b>	<b>-569</b>	<b>-712</b>	<b>-512</b>	<b>-534</b>
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>1,370</b>	<b>921</b>	<b>1,368</b>	<b>-304</b>	<b>1,110</b>
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	857	352	657	-816	576
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	204	90	63	-250	173
<i>Tasa Impositiva</i>	23.8%	25.5%	9.7%	30.6%	30.0%
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>613</b>	<b>256.6</b>	<b>583</b>	<b>-561</b>	<b>399</b>
Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	40	5.3	10	-6	4
Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	613	256.6	583	-561	399
<b>UPA (12 meses)</b>	<b>1.3</b>	<b>0.5</b>	<b>1.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>0.8</b>
Número de Acciones (millones)	476.7	476.7	476.7	476.7	476.7
<i>Crecimiento en Ingresos (primas emitidas)</i>		33.5%	1.5%	4.2%	15.0%
<i>Crecimiento de Utilidades</i>		-58.1%	127.2%	N.A.	N.A.
<i>Crecimiento en UPA</i>		-58.1%	127%	N.A.	N.A.

### Otros Rubros e Indicadores

	2015	2016	2017	2018	2019e
ROE	15.5%	6.0%	12.2%	-13.3%	8.6%
P/U	7.9	18.7	8.3	-8.7	12.2
P/Valor en Libros por Acción	1.2	1.1	1.0	1.1	1.0
Valor en Libros por Acción	8.3	9.0	10.2	9.0	9.8

### Resumen del Balance (MXN millones)

	2015	2016	2017	2018	2019e
<b>Activo</b>	<b>15,224</b>	<b>18,397</b>	<b>20,681</b>	<b>20,086</b>	<b>22,699</b>
Inversiones	11,733	13,407	14,756	14,586	16,371
<b>Pasivo</b>	<b>10,939</b>	<b>14,092</b>	<b>15,841</b>	<b>15,819</b>	<b>18,032</b>
Reservas Técnicas	8,897	11,043	12,610	12,458	14,606
<b>Capital Contable</b>	<b>4,285</b>	<b>4,305</b>	<b>4,840</b>	<b>4,267</b>	<b>4,667</b>
<b>Capital Mayoritario</b>	<b>3,954</b>	<b>4,263</b>	<b>4,792</b>	<b>4,228</b>	<b>4,623</b>

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](mailto:cfritsch@prognosismex.com)

Mauricio Tavera  
[mtavera@prognosismex.com](mailto:mtavera@prognosismex.com)

Rubí Grajales  
[rgrajales@prognosismex.com](mailto:rgrajales@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.