

# Peña Verde

# 4T14

## Reporte Trimestral

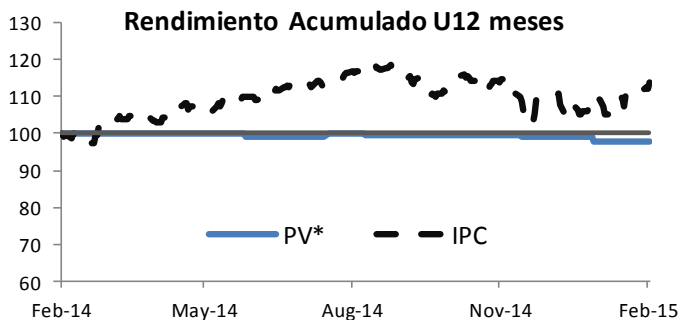
26 de febrero del 2015

Último Precio 9.10 MXN  
 Precio Objetivo 9.00 MXN

## Buena implementación de la estrategia de crecimiento en “General de Seguros” en 2014, pero incremento en la reserva de IBNR recorta la utilidad neta del año.

### Datos Clave

Clave Pizarra	PV*
Precio Objetivo 12M	MXN 9.00
Último Precio	MXN 9.10
Rend. Potencial	-1.1%
2014E Rend. Div.	N.D.
Rend. Total Potencial	-1.1%
Rend. Esperado IPC	4.7%
Rend. UDM PV*	-2%
Acciones en Circ. (millones)	477
Free Float	2.3%
Beta	N.D.
Bursatilidad	Mínima
Prom. Operado Diario (miles)	USD 484.3
Val Capitalización (millones)	USD 289
Valor en Libros/Acción	MXN 6.9
Val Empresa (millones)	USD 299
Deuda Neta	-MXN 147
UDM Rango de Precios (MXN)	(9.10 - 9.30)



	2012	2013	2014
<b>Valuacion</b>			
P/U	1.3x	81.0x	13.6x
P/VL	0.31x	1.34x	1.32x
<b>Estimados (MXN)</b>			
Primas Emitidas	3,462	3,321	4,190
Var. %	7.3%	-4.1%	26.2%
Primas Retenidas	2,779	2,675	3,204
Var. %	10%	-4%	20%
Utilidad Técnica	505	461	287
Var. %	148.8%	-8.9%	-37.7%
Utilidad Neta	760	55	321
UPA	3.80	0.11	0.67
Var. %	-74%	-97%	487%
<b>Rentabilidad</b>			
Índice Combinado	91.9%	89.5%	97.0%
Índice de Adquisición	28.0%	29.5%	28.3%
Índice de Siniestralidad	51.6%	50.8%	58.7%
Índice de Operación	12.2%	9.1%	10.0%
ROE	23.5%	1.7%	9.7%

- Estrategia de crecimiento hacia 2018.** Estamos gratamente sorprendidos con la implementación de la estrategia de crecimiento de la empresa en 2014, a pesar de un difícil entorno macroeconómico. La administración de PV\* parece haber dejado a un lado el enfoque conservador de privilegiar la rentabilidad y ha decidido ganar participación de mercado con una nueva oferta de productos más amigable. Esta es, a nuestro juicio, la estrategia adecuada para la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo.
- Resultados a diciembre 2014.** Las primas emitidas alcanzaron un monto de \$4,190.0 millones de pesos, un incremento de 26.2%, ligeramente por arriba de nuestras estimaciones. General de Seguros, tuvo un crecimiento extraordinario de 54.5% respecto a 2013 y representó el 60% de las primas emitidas totales. El índice de siniestralidad consolidado, 58.7%, tuvo un aumento no anticipado de 7.9 puntos porcentuales, principalmente por que aumentaron las reservas por siniestros incurridos pero no reportados, IBNR, por 147 mp en Patria (cambio de metodología) y por 106.4 mp en General de Seguros, por el aumento en primas. Aunque decreció 37.7%, se registró una utilidad técnica de 287 mp. Los productos financieros subieron fuertemente respecto a 2013 para alcanzar 364.2 mp. Así, el resultado neto en 2014 fue de 46.2 mp, una caída anual de 22% debido principalmente a las mayores reservas IBNR.
- Precio Objetivo.** Ajustamos ligeramente nuestro precio objetivo para el cierre del 2015 a 9.0 pesos por acción desde 9.32, con base en el promedio del múltiplo implícito del valor en libros estimado para 2015 (50%) y un múltiplo P/U de 12X la utilidad estimada del 2015 (50%), consistente con empresas comparativas del sector. Nuestro PO se encuentra en línea con el precio actual de la emisora y no incluye nuevos negocios potenciales de la holding.

# Peña Verde

# 4T14

## Reporte Trimestral

26 de febrero del 2015

Último Precio 9.10 MXN

Precio Objetivo 9.00 MXN

## 1 Estrategia de Mediano Plazo en Marcha

**Mejor a lo esperado.** Estamos gratamente sorprendidos con la implementación de la estrategia de crecimiento de la empresa. Nuestro modelo supone que la guía de la administración se logra a un menor ritmo que el presupuestado por la emisora. No obstante, en 2014, los resultados, particularmente en General de Seguros excedieron nuestras expectativas. En Patria Re. el ambiente competitivo se ha exacerbado y la rentabilidad se ha presionado.

**Una estrategia mucho más agresiva.** La experimentada administración de PV\* parece haber dejado a un lado el enfoque conservador de privilegiar la rentabilidad y ha decidido ganar participación de mercado con una nueva oferta de productos más amigable para un mercado con buenas perspectivas de crecimiento, pero ferozmente competido. Esta es, a nuestro juicio, la estrategia adecuada para la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo.

**En General de Seguros** la administración proyecta duplicar su cartera al cierre del 2018, su meta quinquenal a partir del cierre del 2013. Ello implicaría alcanzar una emisión de primas de alrededor de 3,100 millones de pesos. Nuestra proyección original para el 2018 se encuentra en línea con este objetivo, aunque tras el explosivo crecimiento en 2014, revisaremos nuestras tasas de crecimiento proyectadas para años subsecuentes. Con un mercado más dinámico la meta de la administración se lograría con incrementos anuales de ~ del 11.0% en primas emitidas a partir del 2015. A juicio de **Prognosis**, si el crecimiento económico del país efectivamente se acelera de manera sostenida hacia el 2018, **la meta de PV, podría ser conservadora.**

**En Patria-Re** el objetivo de la administración es llegar a producir primas escritas por USD 210 millones al cierre del 2018 – una meta un poco más agresiva que nuestras estimaciones. Se plantean también un objetivo de USD 400 millones al cierre del 2023. A pesar de lo concentrado del negocio a nivel mundial y de márgenes reducidos, Patria-re ha logrado recientemente una calificación de solvencia de A desde A-, un alto rating que podría ayudarle a allegarse negocios. Por otro lado, la administración sigue buscando crecer fuera de México, hasta llegar a 25% de su cartera total desde el 12% actual, concentrándose en América Latina, preferentemente entrando al difícil mercado de Brasil y sosteniendo sus esfuerzos de suscripción en el mercado europeo.

**Nuevos Proyectos.** A juzgar por nuestras conversaciones con la compañía, hay la intención de seguir utilizando la plataforma de PV para nuevos negocios potenciales. Aunque no revelan su naturaleza, es evidente, a nuestro juicio, que la emisora buscará mayor visibilidad en el futuro.

### 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 tercer 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 con excepción de EUA.

# Peña Verde

# 4T14

## Reporte Trimestral

26 de febrero del 2015

Último Precio 9.10 MXN

Precio Objetivo 9.00 MXN

## 2. Reporte al 4T14

**Las primas emitidas de PV suben 30% en el 4T14, pero se registra una pérdida neta por -215.8 mp, debido principalmente al incremento en la reserva de IBNR.**

Las primas emitidas de Peña Verde alcanzaron 1,146.7 millones de pesos (mp) en el cuarto trimestre del 2014, una fuerte alza anual del 30% logrando un incremento anual del 26.2%, superando nuestras estimaciones de crecimiento de 22.2%

La mayor parte del crecimiento de primas emitidas es debido a General de Seguros que en el 2014 registró ventas por \$2,526.5 millones de pesos, es decir, un incremento de 54.5%.

Los ramos que mostraron mayor crecimiento de ventas fueron Vida con un 123.8%, derivado de las asignaciones de nuevas licitaciones en la Secretaría de Seguridad Pública y Policía Bancaria del Distrito Federal y el ramo de Agropecuario que muestra un incremento de 94.1%, principalmente por la obtención de negocios en los estados de Tabasco, Michoacán, Coahuila y Nayarit y el ramo de autos que creció 31.4% gracias a la captación de camiones flotilla y más ventas de autos individuales.

Por su parte la subsidiaria "Reaseguradora Patria", alcanzó ventas por \$1,635.5 millones de pesos, lo que representó un marginal incremento de 0.2%, originada por incrementos en los ramos de otros riesgos catastróficos, agrícola, incendio y en la operación de vida.

El costo neto de adquisición de fue de 907.5 mp, registrando un incremento de 15% respecto al 2013, este incremento está relacionado con el crecimiento en la producción.

La siniestralidad fue de 58.7% superior en 7.9 puntos porcentuales al 2013. En la subsidiaria General de Seguros la operación de vida y agropecuario presentó un incremento en el IBNR por \$97.0 y \$9.4 millones de pesos respectivamente por el crecimiento en primas mientras que en la subsidiaria Reaseguradora Patria, el IBNR aumentó 147 millones de pesos derivado de un cambio de método de cómo se constituye esta reserva.

La utilidad técnica consolidada de Peña Verde del 4T14 presentó una pérdida de 140.2 millones de pesos, por lo que el 2014 sumó solamente 427.0 mp, un decremento de 37.7% respecto al año anterior. La compañía considera que la caída se debe en buena medida al aumento en los costos de adquisición (directamente relacionado con el crecimiento en la producción) y una mayor siniestralidad en el 2014.

Los gastos de operación consolidados fueron de \$320.1 millones de pesos, que representan el 7.6% de las primas emitidas.

A pesar de que el 4T14 fue desfavorable para los mercados bursátiles incidiendo negativamente en el resultado integral de financiamiento, con una pérdida de -132.6 millones de pesos, el monto del 2014 alcanzó 364.2 millones de pesos, un incremento de 232.1% respecto al 2013.

Derivado de lo anterior, en el 4T14 Peña Verde registró una pérdida de -215.8 millones de pesos, con lo que termina acumulando en 2014 una utilidad de 46 millones de pesos, es decir, una caída de 22.4%. Estimábamos un crecimiento de 22.2%, sin embargo el imprevisto incremento de IBNR de las subsidiarias, y el desempeño negativo de los mercados en el último trimestre del año impidieron cumplir nuestras expectativas, que de otra forma, estaban muy en línea con el programa de crecimiento de la empresa.

# Peña Verde

# 4T14

## Reporte Trimestral

26 de febrero del 2015

Último Precio 9.10 MXN

Precio Objetivo 9.00 MXN

Al cierre de 2014, el capital contable de PV alcanzó un monto de 3,619.4 mp, un incremento de 0.9% respecto al cierre de 2013. El valor en libros por acción a diciembre 2014 es de 7.60 pesos.

### 3. Precio Objetivo

Utilizando el múltiplo implícito que calculamos en nuestro reporte de inicio de cobertura de 1.073X por el VLA estimado para 2015, de 8.5 pesos, llegamos a un valor de 9.12 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 8.88 ps. por acción. Al promediar ambos valores al 50% llegamos al PO de 9.0 pesos para las acciones de PV\*.

<b>Estado de Resultados</b>	<b>4T13</b>	<b>4T14</b>	<b>4T14 vs 4T13</b>
<b>(en millones de pesos nominales)</b>			
Primas Emitidas	882.4	1,146.7	30%
Primas de Retención	635.9	848.3	33%
Primas de Retención Devengadas	193.6	765.3	295%
(-) Costo Neto de Adquisición	426.5	253.9	-40%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	25.7	651.5	2435%
Utilidad (Pérdida) Técnica	91.7	(140.2)	-253%
Utilidad (Pérdida) Bruta	(66.0)	(194.0)	194%
(-) Gastos de Operación Netos	20.7	66.2	221%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	(86.6)	(260.2)	200%
Resultado Integral de Financiamiento	68.8	(132.6)	-293%

Fuente: PV y Prognosis

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

	2011	2012	2013	2014
Primas Emitidas	3,226.2	3,461.5	3,320.6	4,190.0
(-) Cedidas	695.2	682.0	646.0	986.1
De Retención	2,531.0	2,779.5	2,674.6	3,203.9
<i>Índice de Retención</i>	<i>78%</i>	<i>80%</i>	<i>81%</i>	<i>76%</i>
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	137.4	125.3	132.7	314.7
Primas de Retención Devengadas	2,393.6	2,654.2	2,541.9	2,889.2
(-) Costo Neto de Adquisición	679.4	779.4	789.2	907.5
<i>Índice de Adquisición</i>	<i>27%</i>	<i>28%</i>	<i>30%</i>	<i>28%</i>
(-) Costo Neto de Siniestralidad	1,511.0	1,369.3	1,292.2	1,694.9
<i>Índice de Siniestralidad</i>	<i>63%</i>	<i>52%</i>	<i>51%</i>	<i>59%</i>
Utilidad (Pérdida) Técnica	203.1	505.5	460.5	286.9
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	277.1	315.2	315.6	282.9
Utilidad (Pérdida) Bruta	-74.0	190.5	145.0	4.3
(-) Gastos de Operación Netos	231.6	339.9	243.9	320.1
<i>Índice de Operación</i>	<i>9%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-305.5	-149.3	-98.9	-315.8
Resultado Integral de Financiamiento	445.7	1,238.1	109.6	363.6
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	140.6	1,088.8	10.8	47.8
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	-41.5	268.0	-59.6	-9.9
<b>TASA IMPOSITIVA</b>	<b>-29.5%</b>	<b>24.6%</b>	<b>-553.5%</b>	<b>-20.8%</b>
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	182.1	820.8	59.5	349.3
Participación no controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	110.0	61.3	10.9	27.9
Participación controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	71.7	759.5	54.7	321.3
UPA	14.64	3.80	0.11	0.67
Número de Acciones (millones)	4.9	200.0	476.7	476.7
Crecimiento en Ingresos (primas emitidas)		7.3%	-4.1%	26.2%
Crecimiento de utilidades		958.7%	-92.8%	487.1%
Crecimiento en UPA		-74.1%	-97.0%	487.1%
<b>Índices de Costos</b>				
Adquisición	26.8%	28.0%	29.5%	28.3%
Siniestralidad	63.1%	51.6%	50.8%	58.7%
Operación	9.1%	12.2%	9.1%	10.0%
<b>Combinado</b>	<b>99.1%</b>	<b>91.9%</b>	<b>89.5%</b>	<b>97.0%</b>

### Otros Rubros e Indicadores

Dividendos (mxn por acción)	16.9	0.0	0.0	0.0
ROE	6.9%	23.5%	1.7%	9.7%
P/U	0.34x	1.32x	81.00x	13.65x
P/VL	0.02x	0.31x	1.34x	1.32x

### Resumen del Balance (MXN mn)

Activo	9,624.9	10,715.8	10,952.6	12,568.9
Inversiones	7,441.6	8,615.6	8,855.8	9,741.0
Caja y Bancos	89.7	162.0	147.3	147.3
Pasivo	6,591.1	7,214.7	7,366.2	8,949.5
Reservas Técnicas	5,450.1	5,558.9	5,856.3	7,354.5
Capital Contable	3,033.8	3,501.1	3,586.4	3,619.4
Capital Mayoritario	1,044.9	3,231.1	3,304.4	3,326.6

Fuente Prognosis con datos de la BMV

- 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)

Fernando Lamoyi  
[flamoyi@prognosismex.com](mailto:flamoyi@prognosismex.com)

Rubí Grajales  
[rjgrajales@prognosismex.com](mailto: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 y Fernando Lamoyi 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.