

23 de Junio 2022

Empresa General de Inversiones (LTX: EGIN)

Conglomerado toma provecho de posicionamiento estratégico y recuperación económica.

Información General

Empresa General de Inversiones (EGIN) es un conglomerado que opera en el sector financiero y de venta de combustible al detal y al por mayor. EGIN es dueña del: (i) 59.8% de las acciones comunes de Grupo Financiero BG, SA (BGFG) (ii) del 100% de Empresa General de Petróleos donde su subsidiaria principal es Petróleos Delta (PDEL) (iii) del 100% de Empresa General de Capital que recoge las inversiones del grupo y es importadora de gasolina, diésel y combustible de avión entre otros.

Tesis de Inversión

Mercado valora EGIN en base a BGFG: En base al precio actual de EGIN, el mercado asigna 97% de su capitalización de mercado a BGFG. Consideramos que esta asignación subestima el aporte de PDEL al conglomerado partiendo de los siguientes factores: (i) El restante 3% (103 MM USD) de PDEL representa un descuento de 42% de su valor en libros. (ii) 49% de los ingresos del conglomerado provienen de PDEL (51% de BGFG) (iii) PDEL, en promedio, vende el 50% de combustible nacional.

Ingresos de subsidiarias en línea con la recuperación económica: Los ingresos y utilidades de las principales subsidiarias mejoran en línea con la reactivación económica. PDEL incrementó sus ingresos (+67%, '21) y utilidades (+30%, '21) gracias a la reactivación económica. Similarmente, el incremento en la utilidad neta de BGFG (+26%, '21) fue cónsona con la reversa de provisiones de -45%. Consideramos que BGFG revertirá sus provisiones para llegar a niveles prepandémicos y aumentará originación de préstamos a medida que el ciclo crediticio se estabilice. Si esta tendencia se mantiene, el conglomerado podrá seguir expandiendo sus utilidades beneficiando el precio de acción.

EGIN sufre de descuento por conglomerados: A pesar de que asignamos un precio por encima del precio de mercado para EGIN, este transa a descuento. Esto es en consecuencia a que el precio de EGIN tiene una correlación significativa al comportamiento del precio de BGFG, sin tomar en cuenta el valor de PDEL. Resultando en un valor inferior a la suma de sus partes.

Valorización

MMG AM estima un valor razonable de \$103.48 basado en un análisis la suma de sus partes. Actualmente, EGIN transa a múltiplos por debajo de sus históricos. El P/E⁽¹³⁾ a 12.7x y P/B⁽¹⁴⁾ a 1.1x se encuentran por debajo del promedio histórico de 5 años (respectivamente 15.3x, 1.7x). A raíz de esto, esperamos una apreciación para su precio de acción regresando a sus múltiplos históricos.

Como margen de seguridad para BGFG tomamos un rango de ROEs y un crecimiento de ingresos de 2.0%, por debajo de sus históricos. Igualmente, para PDEL optamos por un margen de EBITDA de 4.5% por debajo de su promedio histórico de 6.6% y crecimiento largo plazo de 2.0%. Los riesgos a la baja de nuestra valorización se centran en una ralentización económica, un desaliento en el ciclo crediticio, e ineficiencia de PDEL en la apertura de nuevas gasolineras.

Investigación de Renta Variable

Valor Razonable: \$103.48
Precio Actual⁽¹⁾: \$92.00

Información General

Capitalización de mercado ⁽¹⁾	3,974.3 MM
Acciones en circulación ⁽¹⁾	42.7 MM
Volumen ⁽²⁾	28.1 M
Ingreso por acción (EPS) ⁽³⁾	7.4
Precio a ingresos (P/E) ⁽¹⁾⁽³⁾	12.6
Precios por valor en libro (P/B) ⁽¹⁾	1.1

MMG Asset Management Corp. (MMG AM)

Sandra Bozovic
Head of Research

Alejandro Cifuentes, CFA
Portfolio Manager

Victor De Lima
Portfolio Manager

Daniela Esses
Portfolio Analyst

Marianna Cipponeri
Portfolio Analyst

Roberto Vallarino De Luca
Portfolio Analyst

MMG Panama Allocation Fund (MMG PAF)

ISIN: PAL3008991B7

El MMG PAF mantiene una posición de **3.3%** en EGIN. El fondo, gestionado por MMG AM, busca la apreciación de capital a través de renta fija, renta variable y bienes raíces pertenecientes a los principales sectores económicos de Panamá.

Características de Riesgo

	Renta Fija	
	MMG PAF	LATAM
YTW	5.0%	7.9%
Duración	6.0	7.4
Cupón	4.9%	4.5%

Renta Variable

	MMG PAF	BVP
Dividendo	3.2%	3.8%
P/E	14.2	14.8

Precio de Mercado VS Valorizaciones Históricas de MMG AM



Cifras Relevantes

(En miles de USD)

Estado de Resultados	2018	2019	Var. A/A	2020	Var. A/A	2021	Var. A/A
Ingresos por Intereses y Comisiones ⁽⁴⁾	\$1,000,420	\$1,084,567	8.4%	\$992,350	-8.5%	\$913,192	-8.0%
Gastos por Intereses ⁽⁴⁾	\$346,374	\$379,339	9.5%	\$324,280	-14.5%	\$271,376	-16.3%
Ingresos Netos de Intereses ⁽⁴⁾	\$654,046	\$705,228	7.8%	\$668,071	-5.3%	\$641,816	-3.9%
Ingresos Totales ^{(4) (5)}	\$1,486,998	\$1,574,165	5.9%	\$1,408,724	-10.5%	\$1,440,758	2.3%
Provisiones para Pérdidas en Préstamos ⁽⁴⁾	\$41,983	\$41,954	-0.1%	\$280,947	569.7%	\$155,642	-44.6%
Gastos Generales y Administrativos ^{(4) (6)}	\$364,799	\$379,647	4.1%	\$347,954	-8.3%	\$362,206	4.1%
Utilidad Neta ⁽⁴⁾	\$538,316	\$557,415	3.5%	\$350,111	-37.2%	\$481,949	37.7%

Balance General

Efectivo y Equivalentes ⁽⁴⁾	\$202,537	\$206,185	1.8%	\$157,150	-23.8%	\$167,237	6.4%
Préstamos Brutos ⁽⁴⁾	\$11,932,314	\$12,067,044	1.1%	\$11,431,213	-5.3%	\$11,288,007	-1.3%
Reserva para Pérdidas en Préstamos ⁽⁴⁾	\$158,531	\$165,159	4.2%	\$383,795	132.4%	\$467,706	21.9%
Inversiones y otros activos financieros, neto ⁽⁴⁾	\$5,221,064	\$5,030,188	-3.7%	\$5,639,856	12.1%	\$6,220,608	10.3%
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras ^{(4) (7)}	\$365,036	\$376,573	3.2%	\$363,944	-3.4%	\$359,393	-1.3%
Total de Activos⁽⁴⁾	\$19,212,835	\$19,355,698	0.7%	\$19,167,566	-1.0%	\$19,424,024	1.3%
Depósitos Totales ^{(4) (8)}	\$12,127,755	\$12,343,308	1.8%	\$13,229,994	7.2%	\$13,569,928	2.6%
Total de Deuda ^{(4) (9)}	\$15,160,463	\$14,907,959	-1.7%	\$14,554,248	-2.4%	\$14,884,026	2.3%
Total de Pasivos⁽⁴⁾	\$16,274,788	\$16,066,123	-1.3%	\$15,694,396	-2.3%	\$15,833,652	0.9%
Patrimonio⁽⁴⁾	\$2,938,047	\$3,289,576	12.0%	\$3,473,169	5.6%	\$3,590,373	3.4%

Razones relevantes

Margen Financiero ⁽¹⁰⁾	3.7%	4.0%	8.0%	3.8%	-5.2%	3.6%	-4.7%
Ingresos Net. por Intereses y Comisiones/Total de Ingresos ^{(4) (5)}	67.3%	68.9%	2.4%	70.4%	2.2%	63.4%	-10.0%
Préstamos/Depósitos ^{(4) (7)}	98.4%	97.8%	-0.6%	86.4%	-11.6%	83.2%	-3.7%
Préstamos Morosos/Total de Préstamos ⁽⁴⁾	3.4%	4.0%	17.8%	4.6%	13.9%	8.3%	80.8%
Provisiones por Pérdidas/Total de Préstamos ⁽⁴⁾	0.4%	0.4%	-3.0%	2.5%	574.1%	1.4%	-45.0%
Provisiones por Pérdidas/Préstamos Morosos ⁽⁴⁾	11.2%	9.2%	-17.7%	54.0%	486.0%	16.2%	-70.0%
Crecimiento de Depósitos ⁽⁴⁾	7.2%	1.8%	-75.4%	7.2%	304.2%	2.6%	-64.2%
Crecimiento de Préstamos ⁽⁴⁾	3.9%	1.1%	-71.1%	-5.3%	-566.7%	-1.3%	-76.2%
Activos Productivos/Total de Activos	91.2%	90.4%	-0.9%	91.2%	0.9%	90.7%	-0.5%
ROAE ⁽¹¹⁾	18.3%	17.9%	-2.3%	10.4%	-42.2%	13.6%	31.8%
ROAA ⁽¹²⁾	2.9%	2.9%	0.0%	1.8%	-37.1%	2.5%	37.4%
Margen de Utilidad Neta ^{(4) (13)}	36.2%	35.4%	-2.2%	24.9%	-29.8%	33.5%	34.6%



Notas

- (1) Fecha de precio: 29 de junio de 2022 utilizada para cálculos relativos al precio.
- (2) Volumen de los últimos 6 meses. Fuente: Bloomberg
- (3) Ingresos por Acciones (EPS) último 12 meses.
- (4) Cifra reportada en los estados financieros consolidados.
- (5) Incluye ingresos por: honorarios y comisiones, derivados del petróleo neto, primas de seguros, ganancia en instrumentos financieros y otros ingresos.
- (6) Gastos generales y administrativos incluyen gastos por personal, depreciación y amortización, gastos de mobiliaria y equipo y otros gastos.
- (7) Propiedades netas de depreciación.
- (8) Depósitos totales incluyen a la vista y a plazo.
- (9) Deuda total incluye depósitos, obligaciones y colocaciones, bonos perpetuos, intereses acumulados por pagar y pasivos por arrendamientos.
- (10) Calculado en base a los ingresos netos por intereses y comisiones sobre el promedio de los activos productivos del año anterior y actual.
- (11) Calculado en base a las utilidades netas reportadas (Nota 4) dividido por el promedio del patrimonio del año actual y año anterior.
- (12) Calculado en base a las utilidades netas reportadas (Nota 4) dividido por el promedio de activos totales del año actual y año anterior.
- (13) Utilidades Netas dividido por Ingresos Totales (Nota 5).
- (14) Precio entre utilidad por acción.
- (15) Precio entre valor de patrimonio por acción.

Sobre MMG AM

MMG Asset Management es una empresa administradora de inversiones y fondos mutuos, 100% subsidiaria de MMG Bank. Gestionamos estrategias basadas en las necesidades de los inversionistas, destacando nuestras destrezas en renta fija panameña y latinoamericana con capacidades propietarias de análisis e investigación.

Fuente

1. Bloomberg
2. Estados Financieros consolidados de Empresa General de Inversiones
3. Estados Financieros de Copa Holdings
4. Instituto Nacional de Estadística y Censo de Panamá

Descargo de Responsabilidad

El material proporcionado en esta presentación es solo para fines informativos, y no constituye una oferta de compra y/o de venta de los valores relacionados con los productos y servicios mencionados. Tampoco constituye una oferta o solicitud para cualquier persona en alguna jurisdicción en la cual dicha oferta o solicitud no sea autorizada, o para alguna persona a quien sea ilegal hacerle tal oferta o solicitud. Es la responsabilidad de la(s) persona(s) en posesión de este material de verificar la información presentada y observar las leyes y regulaciones aplicables de cualquier jurisdicción relevante. Los inversionistas potenciales deben verificar la información presentada y tomar las medidas apropiadas relacionadas con los requisitos legales y leyes fiscales o leyes de control de cambio y regulaciones en su país de nacionalidad, residencia o domicilio que puedan ser relevantes para la suscripción, compra, posesión, cambio, amortización o disposición de alguna inversión.

Las cifras que aparecen en esta publicación no son indicativas de futuros resultados, y el valor de las inversiones y capital derivado de estas inversiones pueden fluctuar. Los rendimientos futuros no son garantizados y una pérdida de capital puede ocurrir. Las opiniones expresadas en esta presentación se dan en la fecha que este material está presentado.

Esta presentación puede incluir declaraciones a futuro que reflejan las intenciones, creencias o expectativas de la compañía y su directiva. Las declaraciones a futuro están sujetas a riesgo, incertidumbre, supuestos y otros factores que pueden causar diferencias materiales en los mercados relacionados y declaraciones a futuro expresadas o sugeridas en esta presentación.

MMG Asset Management o sus afiliadas puede tener en cualquier momento relaciones comerciales con el emisor descrito y sus empresas afiliadas. Cualquiera de las partes anteriormente mencionadas puede tener un interés económico en el desempeño de los valores descritos en este documento.

Este material no debe ser 1) copiado, fotocopiado o duplicado de ninguna forma o por cualquier medio, o 2) distribuido sin el permiso por escrito de MMG Asset Management.