

La recuperación de rentabilidad observada en 2022 continuará en 2023, sustentada en la normalización de la siniestralidad e interesantes productos financieros, en un ambiente de altos rendimientos en el mercado de deuda en pesos y dólares

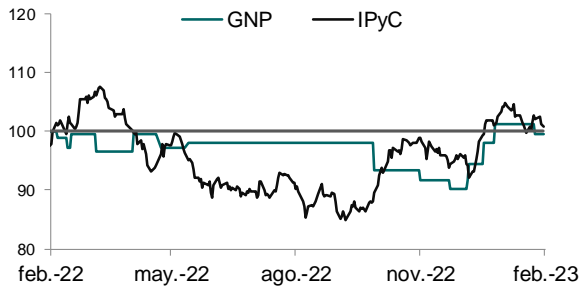
GNP continúa aumentando su participación de mercado, con un saludable crecimiento de primas emitidas

- Las primas consolidadas crecieron un sólido 13% en 2022, lo que representó nuevas ganancias en participación de mercado.
- La estructura de gastos mejoró con un índice combinado 2 puntos inferior al del 2021. Los productos financieros crecieron 9%, apoyando una utilidad neta de 2,633 mp, 63% superior a la del 2021.
- Para 2023, prevemos una moderación en el crecimiento de las primas, pero que la estructura de costos continúe cayendo, al seguirse normalizando la siniestralidad. La utilidad neta saltaría 53%, a un estimado de 4,027 mp, una UPA de 18 pesos. El rendimiento sobre capital (ROE) alcanzaría un envidiable 27%.
- El valor teórico que estimamos para GNP* es de 120 pesos, con supuestos conservadores, dado el reciente incremento en el ROE sostenible de la compañía. Nuestro precio objetivo a 12 meses es de 84 ps, al incluir un descuento de 30%, por la escasa bursatilidad de la acción.
- El valor en libros estimado a diciembre del 2023 es de 76.5 pesos por acción. Al precio actual de 127 pesos por título, los múltiplos a utilidad neta y valor en libros son de 7X y 1.7X, respectivamente.
- La emisora sigue decretando dividendos atractivos, aunque sin una política preestablecida.

Clave Pizarra

Clave Pizarra	GNP* MM
Bolsa de Valores	BMV
Sector	Financiero / Seguros
Página Oficial	www.gnp.com.mx
Precio Objetivo 12 meses	MXN 84.00
Último Precio	MXN 127.00
Rendimiento Potencial	-33.9%
Rendimiento de 12 Meses de Dividendo	4.4%
Rendimiento de Dividendo Esperado	5.5%
Rendimiento Total Potencial	-28.4%
Rendimiento 12 meses de GNP*	-0.4%
UDM Rango de Precios (MXN)	(129.00 - 115.00)
Acciones en Circulación (millones)	224.12
Float (Bloomberg)	29.77%
Bursatilidad	Muy baja
Valor de Capitalización (USD millones)	USD 1,547.12

Rendimiento 12 meses vs IPyC



	2020	2021	2022	2023e
--	------	------	------	-------

Valuación

P/U	7.4x	17.3x	10.6x	7.0x
P/VL	1.7x	1.8x	1.9x	1.6x
ROE	25.6%	9.8%	17.0%	27.1%

Estimados (MXN millones)

Primas Emitidas	73,017	78,954	88,901	93,791
Var. %		+8.1%	+12.6%	+5.5%
Primas de Retención	69,602	74,656	84,782	89,101
Var. %		+7.3%	+13.6%	+5.1%
Utilidad Técnica	2,366	-3,242	-1,835	-783
Var. %		N.A.	-43.4%	-57.3%
Utilidad Neta	3,743	1,618	2,633	4,027
Var. %		-56.8%	+62.8%	+52.9%
UPA	16.7	7.2	11.7	18.0
Var. %		-56.8%	+62.8%	+52.9%

Estructura de Costos

Índice Combinado	103.8%	112.1%	110.3%	108.4%
Índice de Adquisición	25.6%	25.5%	26.5%	27.5%
Índice de Siniestralidad	70.5%	79.5%	76.1%	73.5%
Índice de Operación	7.7%	7.1%	7.7%	7.3%

Fuente: GNP y pronósticos de Prognosis

Nota: Índice combinado se calcula sobre primas de retención devengadas

N.A.: no aplica

- Resultados acumulados 2022/2021. Primas emitidas** crecen +12.6% a/a, mientras el costo neto de siniestralidad sube +5.5%. La pérdida operativa disminuye a -7,465 mdp.
- Productos financieros aumentan +9%**, en un contexto de mejores tasas de interés en pesos, dólares y UDIs.
- La utilidad neta acumulada en el 2022 alcanzó los 2,633 mdp**, un aumento anual de +63%, explicado principalmente por la mejoría en la siniestralidad y los rendimientos del portafolio de inversiones.
- Estimaciones 2023.** Vemos primas emitidas creciendo 5.5%, un menor ritmo que el del 2022, en un ambiente de ralentización de la industria. Anticipamos una disminución en el índice combinado que caería a 108.4% desde 110.3 en 2022. Ello reflejaría la continuada normalización del índice de siniestralidad hacia 73.5%, desde 76.1% en 2022 y desde 79.5% el 2021, abultado por la pandemia. Estimamos productos financieros cercanos a 12 mil mp y un RIF de 12,200 mp, acorde con nuestras estimaciones de inflación y tasas de interés. Como resultado de lo anterior, proyectamos una utilidad neta de 4,027 mp en 2023.
- La administración de GNP sigue aprovechado la solidez de su marca, e importante participación en el mercado mexicano** para seguir creciendo y modernizando sus canales de distribución.
- La escala de la compañía la posiciona para suscribir buenos contratos y aprovechar oportunidades de inversión.** A juicio nuestro, es posible que, como resultado de la desaceleración de la industria, GNP pueda crecer de manera inorgánica, ante oportunidades potenciales.
- Valuación.** Utilizando múltiplos comparativos y nuestro modelo de descuento de dividendos, calculamos un valor teórico para las acciones de GNP de 120.0 pesos y un precio objetivo para los próximos 12 meses de MXN 84.0, imponiendo un descuento de 30.0% por la baja liquidez de la acción. Este precio objetivo es equivalente a 1.1X el VLA estimado para 2023 y sólo 4.7X la UPA del mismo año.
- Bursatilidad.** GNP* sigue teniendo una operatividad mínima, como consecuencia de que los títulos se mantienen en manos firmes y por lo tanto el *free float* es muy bajo. Por esta razón, la participación de inversionistas minoritarios en la compañía es limitada.

1. Reporte 2022

1.1 Resultados consolidados en 2022

Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)

	Cifras acumuladas			Cifras desacumuladas		
	4T22	4T21	Variación anual	4T22	4T21	Variación anual
Primas Emitidas	88,901	78,954	+12.6%	24,710	21,959	+12.5%
Primas de Retención	84,782	74,656	+13.6%	24,034	21,047	+14.2%
Primas de Retención Devengadas	71,285	64,656	+10.3%	19,704	16,794	+17.3%
Costo de Adquisición	18,890	16,506	+14.4%	5,483	4,893	+12.1%
Costo de Siniestralidad	54,230	51,392	+5.5%	15,010	14,593	+2.9%
Utilidad (Pérdida) Técnica	-1,835	-3,242	-43.4%	-789	-2,692	-70.7%
Gastos de Operación Netos	5,523	4,604	+20.0%	1,501	1,169	+28.4%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-7,465	-7,928	-5.9%	-2,320	-3,882	-40.2%
Resultado Integral de Financiamiento	11,289	10,085	+11.9%	2,990	3,124	-4.3%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2,633	1,618	+62.8%	485	-489	N.A.
<i>Índice de Adquisición</i>	26.5%	25.5%	+97 pb	22.8%	23.2%	-43 pb
<i>Índice de Siniestralidad</i>	76.1%	79.5%	-341 pb	76.2%	86.9%	-1,072 pb
<i>Índice de Operación</i>	7.7%	7.1%	+63 pb	6.2%	5.6%	+69 pb
Índice Combinado	110.3%	112.1%	-181 pb	105.2%	115.7%	-1,046 pb

Fuente: Prognosis con base en GNP

Nota: Índice combinado se calcula sobre las primas de retención devengadas.

N.A.: no aplica

Emisión de primas acumulada al cierre de diciembre 2022 creció +12.6% a/a respecto a 2021. Las primas emitidas sumaron 88,901 millones de pesos (mdp), un avance nominal de +12.6% respecto a los 78,954 mdp del 2021. En el 4T22 vs 4T21, el crecimiento fue de 12.5%.

- El ramo "Vida" registró un avance de +10 % a/a.
- Por su parte, el ramo "Gastos Médicos" creció +16% a/a.
- El ramo "Automóviles" tuvo un incremento de +20% a/a.
- Mientras que, el ramo "Daños", disminuyó -4% a/a.

El costo neto de siniestralidad creció +5.5% a/a, con un índice de siniestralidad de 76.1% en 2022, menor al 79.5% del 2021.

Aquí el resumen de las variaciones en ingresos por prima consolidada y costos de siniestralidad:

Análisis de las variaciones en ingresos por prima consolidada y costos de siniestralidad, por ramo de negocio (MXN millones)

	Cifras acumuladas		
	4T22	4T21	Variación anual
Primas Emitidas	88,901	78,954	+12.6%
Ingresos de las subsidiarias	37	35	+5.7%
Operaciones por partes relacionadas entre GNP y sus subsidiarias	-41	-5	+720.0%
Emisión de GNP No Consolidada	88,904	78,924	+12.6%
<i>Ramo de Vida</i>	35,247	32,138	+9.7%
<i>Ramo de Gastos Médicos</i>	32,205	27,850	+15.6%
<i>Ramo de Automóviles</i>	16,218	13,509	+20.1%
<i>Ramo Daños</i>	5,235	5,427	-3.5%
Costo Neto de Siniestralidad	54,230	51,392	+5.5%
Costo de las subsidiarias	15	2	+650.0%
Costo de operaciones por partes relacionadas entre GNP y sus subsidiarias	-125	-315	-60.3%
Costo de GNP No Consolidada	54,339	51,705	+5.1%
<i>Ramo de Vida</i>	21,197	21,300	-0.5%
<i>Ramo de Gastos Médicos</i>	21,676	20,100	+7.8%
<i>Ramo de Automóviles</i>	10,502	9,624	+9.1%
<i>Ramo Daños</i>	964	681	+41.6%

Fuente: Prognosis con base en GNP

El costo neto de adquisición sumó 18,890 mdp (+14.4% a/a), 26.5% respecto a la prima devengada.

El resultado técnico cerró el año en -1,835 mdp, lo que contrasta favorablemente contra la pérdida técnica de 3,242 mdp en 2021.

El gasto de operación neto aumentó +20% a/a con un **índice de operación** de 7.7%, respecto a la prima de devengada.

Así, el **índice combinado** del 2022 fue de 110.3%, inferior al 112.1% en el 2021.

El resultado integral de financiamiento creció +9% a/a alcanzando los 11,065 mdp. Lo anterior se da en un contexto de mejores tasas de interés en pesos, dólares y UDIS; en contraparte, hubo un menor saldo de las inversiones en -5%, principalmente por efectos de valuación. Asimismo, la compañía menciona que "durante 2022 el peso se apreció respecto al dólar estadounidense en 4.9%, situación que compara de manera negativa con lo observado en 2021, en el que se depreció 2.8%".

La utilidad del ejercicio en el 2022 fue de 2,633 mdp, un repunte anual del +63%. El resultado en la utilidad neta se explica principalmente por "una mejora en el costo neto de siniestralidad, cuyo índice de prima devengada pasó de 79% en 2021 a 76% en 2022 y a los buenos resultados de productos financieros quienes crecieron 9%".

1.2 Situación financiera del 2022

El saldo de las **inversiones** cerró diciembre del 2022 en 152,653 mdp, cifra -5.0% por debajo de la del 2021.

Las **reservas técnicas** sumaron, al cierre del periodo, 162,274 mdp vs 167,973 mdp del 4T21, lo que representó una caída de -3.4%.

El **capital contable** al cierre del 2022 sumó 14,876 mdp, un decremento de -4.2% anual, consecuencia de los resultados antes mencionados.

Resumen del Balance General (MXN millones)

	4T22	%	4T21	%	Variación anual
Inversiones	152,653	76.8%	160,697	79.8%	-5.0%
Deudores	33,188	16.7%	29,022	14.4%	+14.4%
Reaseguradores y Reafianzadores	4,704	2.4%	4,685	2.3%	+0.4%
Otros Activos	5,090	2.6%	3,894	1.9%	+30.7%
Suma de Activo	198,824	100.0%	201,356	100.0%	-1.3%
Reservas Técnicas	162,274	81.6%	167,973	90.4%	-3.4%
Reaseguradores y Reafianzadores	702	0.4%	732	0.4%	-4.2%
Otros Pasivos	7,380	3.7%	7,476	4.0%	-1.3%
Suma del Pasivo	183,948	92.5%	185,832	92.3%	-1.0%
Participación controladora del capital	14,876	7.5%	15,524	7.7%	-4.2%
Suma del Capital	14,876	7.5%	15,524	7.7%	-4.2%
Suma del Pasivo y Capital	198,824	100.0%	201,356	100.0%	-1.3%

Fuente: Prognosis con base en GNP

2. Estimaciones 2023

Creemos que en 2023 se atemperará la emisión de primas, en línea con la desaceleración económica esperada respecto al 2022. En Prognosis proyectamos un crecimiento del PIB de México de ~1.4%, significativamente inferior al 3.1% del 2022. Por otro lado, creemos que la siniestralidad en los ramos de gastos médicos y vida, que afectó negativamente a la industria durante la pandemia, seguirá disminuyendo.

Proyectamos que las primas emitidas crecerán alrededor de 5.5% en 2023, inferior al 12.6% del año pasado, Este crecimiento será similar al crecimiento del PIB nominal en 2023 (6.7%, estimación de Prognosis).

Prevedemos una disminución en la estructura de costos vs 2022, con un índice combinado bajando a 108.4% desde 110.3% en 2022, encabezado por: (1) un índice de siniestralidad normalizándose hacia 73.5%, desde 76.1% 2) un índice de adquisición de 27.5%, un punto superior al del 2022, y (3) un índice de gastos de operación del 7.3%, mejorando respecto al 7.7% del 2022. Estamos optimistas a este respecto dada la *Iniciativa Presupuesto Base Cero*, iniciada por la compañía.

Prevedemos también que el RIF aumentará, en línea con mayores reservas técnicas, y altas tasas de interés promedio, tanto en pesos, como en UDIs y dólares. Los productos financieros aumentarían alrededor de 8% a cerca de 12 mil mp y el RIF alcanzaría alrededor de 12,200 mdp, 8% superior al del 2022.

Como resultado de lo anterior, y utilizando una tasa impositiva del 30%, la utilidad neta sería de 4,027 mdp en 2021, un brinco anual de 53%. Ello representaría un envidiable ROE del 27%.

3. Visión de mediano plazo

Creemos que la escala y liderazgo de GNP, en la industria de seguros mexicano, la posicionan para seguir creciendo y ganando participación de mercado, a pesar de la feroz competencia en esta industria. Su buen apalancamiento operativo y su sana posición financiera probablemente harán que siga consolidando su papel protagónico en México.

4. Valuación

Valor por múltiplos

Creemos que el notable incremento en la rentabilidad de la empresa los últimos años puede mantenerse, por la buena operación de la administración y un ambiente de atractivas tasas de interés en México. Utilizamos un múltiplo precio/valor en libros conservador de 1.0, inferior a múltiplos de empresas comparables a nivel mundial (promedio de 1.5X) y un múltiplo de 9.0X utilidades, inferior al de compañías internacionales, pero en línea con los múltiplos del sector financiero mexicano.

El valor contable por acción de GNP estimado para el 2023 es de 76.5 pesos. Así, el valor objetivo, usando esta métrica, es de **76.5 pesos**. Utilizando 9X nuestra UPA estimada para el 2020 (18.0 pesos) este valor es de **162 pesos**. El promedio arroja **119.25 pesos por acción**.

Modelo de descuento de dividendos

En nuestro modelo de descuento de dividendos, suponemos 5 años de crecimiento y 5 de transición para GNP, culminando en una tasa de crecimiento a largo plazo de 3.0%. Tomando en cuenta la prima del riesgo México, utilizamos la tasa de los bonos mexicanos a 10 años, que creemos se estabilizará alrededor de 8.0%. Considerando la baja bursatilidad de GNP, nuestro cálculo de beta ajustado es un bajo 0.3. Por último, creemos que es razonable suponer que la relación de pago de dividendos permanezca estable en torno al 50% en el largo plazo.

Utilizando estos parámetros en nuestro modelo DDM, calculamos un precio teórico para las acciones de GNP de **121 pesos**.

Valor teórico

Haciendo un promedio de las valuaciones obtenidas por múltiplos y por el modelo de descuento de dividendos llegamos a un valor teórico de 120.13 pesos por acción de GNP.

Precio Objetivo

Decidimos utilizar un descuento por la baja liquidez de las acciones de GNP, del 30%. Al aplicarlo llegamos a un precio objetivo de 84 pesos por acción.

Resumen Anual 2018-22 y Estimación 2023 del Edo. de Resultados (MXN millones)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Primas Emitidas	60,331	68,082	73,017	78,954	88,901	93,791
(-) Cedidas	3,035	2,990	3,415	4,298	4,119	4,690
De Retención	57,296	65,092	69,602	74,656	84,782	89,101
<i>Índice de Retención</i>	95.0%	95.6%	95.3%	94.6%	95.4%	95.0%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	7,944	9,174	7,915	10,000	13,497	13,365
Primas de Retención Devengadas	49,351	55,918	61,687	64,656	71,285	75,736
(-) Costo Neto de Adquisición	13,863	15,306	15,816	16,506	18,890	20,853
<i>Índice de Adquisición</i>	28.1%	27.4%	25.6%	25.5%	26.5%	27.5%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	34,857	38,570	43,505	51,392	54,230	55,666
<i>Índice de Siniestralidad</i>	70.6%	69.0%	70.5%	79.5%	76.1%	73.5%
Utilidad (Pérdida) Técnica	631	2,043	2,366	-3,242	-1,835	-783
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	25	64	80	89	136	141
Utilidad (Pérdida) Bruta	1,053	2,404	2,221	-3,324	-1,941	-895
(-) Gastos de Operación Netos	3,782	3,711	4,731	4,604	5,523	5,553
<i>Índice de Operación</i>	7.7%	6.6%	7.7%	7.1%	7.7%	7.3%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-2,729	-1,307	-2,510	-7,928	-7,465	-6,448
Resultado Integral de Financiamiento	7,277	7,756	7,878	10,085	11,289	12,200
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	4,544	6,397	5,303	2,157	3,824	5,753
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	1,310	1,962	1,559	579	968	1,726
<i>Tasa Impositiva</i>	28.8%	30.7%	29.4%	26.8%	25.3%	30.0%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	3,234	4,435	3,743	1,618	2,633	4,027
Participación no Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	19,705	24,800	77,491	99,366	76,549	117,057
Participación Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	3,233	4,435	3,743	1,618	2,633	4,027
UPA (12 meses)	14.4	19.8	16.7	7.2	11.7	18.0
Número de Acciones (millones)	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1
<i>Crecimiento en primas emitidas</i>		+12.8%	+7.2%	+8.1%	+12.6%	+5.5%
<i>Crecimiento en primas de retención</i>		+13.6%	+6.9%	+7.3%	+13.6%	+5.1%
<i>Crecimiento en primas de retención devengadas</i>		+13.3%	+10.3%	+4.8%	+10.3%	+6.2%
<i>Crecimiento en utilidades</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+52.9%
<i>Crecimiento en UPA</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+52.9%

Otros Rubros e Indicadores

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
ROE	25.7%	32.9%	25.6%	9.8%	17.0%	27.1%
P/U	2.5	2.1	7.4	17.3	10.6	7.0
P/BV	0.6	0.6	1.7	1.8	1.9	1.6
Valor en Libros por Acción	60.2	65.3	74.0	69.3	66.4	76.5

Resumen del Balance (MXN millones)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Activo	151,216	172,051	195,140	201,356	198,824	252,128
Inversiones	120,816	136,961	154,730	160,697	152,653	188,678
Pasivo	137,733	157,406	178,552	185,832	183,948	234,976
Reservas Técnicas	121,291	137,877	159,180	167,973	162,274	187,980
Capital Contable	13,483	14,645	16,587	15,524	14,876	17,152

Fuente: Prognosis con datos de la BMV y GNP




- 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

Daniela Márquez
dmarquez@prognosismex.com

Rubí Grajales
rjgrajales@prognosismex.com

 +52 (55) 1013 7353
+52 (55) 2922 5483

Campos Elíseos 400 Piso 601-B
Col. Polanco 11560
Ciudad de México

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 Daniela Márquez certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión 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.

GNP*

Current price: MXN 127.0

Theoretical value: MXN 120.00. Liquidity discount: 30%.

12-month target price: MXN 84.0 / high risk.



4Q22 quarterly report and 2023 outlook

March 10, 2023

The profitability recovery observed in 2022 will continue in 2023, based on the continued claims-ratio normalization and interesting financial gains, in an environment of high yields in the debt market, in pesos and dollars

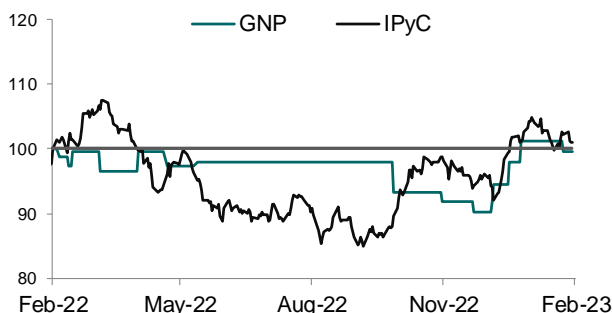
GNP continued to gain market share with healthy written premiums growth

- Written premiums grew at a sound 13% rate in 2022, representing new gains in market share.
- The expense structure improved with a combined ratio 2 points lower than in 2021. Financial gains grew 9%, supporting a net profit of 2,633 mp, 63% higher than the one of 2022.
- For 2023, we anticipate a moderation in written premium growth, but that the cost structure continues to fall, as the claims-ratio continues to normalize. Net profit would jump 53%, to an estimated 4,027 mp, EPS of 18 pesos. The ROE would reach an enviable 27%.
- Our theoretical value for GNP* is 120 pesos, with conservative assumptions, given the recent increase in the company's sustainable ROE. Our 12m target price is 84.0 pesos, incorporating a 30% discount due to the low marketability of the shares.
- The estimated book value as of December 2023 is 76.5 pesos per share. At the current price of 127 pesos per title, the multiples to net income and book value are 7X and 1.7X, respectively.
- The issuer continues to decree attractive dividends, although without a pre-established policy.

Key Data

Local Ticker	GNP* MM
Exchange	BMV
Industry	Financials / Insurance
Official Website	www.gnp.com.mx
12-month target price	MXN 84.00
Last Price	MXN 127.00
Expected Return	-33.9%
12 M Dividend Yield	4.4%
Expected Dividend Yield	5.5%
Total Expected Return	-28.4%
LTM Price Return	-0.4%
LTM Price Range (MXN)	(129.00 - 115.00)
Outstanding Shares (Million)	224.12
Float (Bloomberg)	29.77%
Trading Volume	Very low
Market Capitalization (USD Million)	1547.12

12M Return vs IPyC



	2020	2021	2022	2023f
Valuation				
P/E	7.4x	17.3x	10.6x	7.0x
P/BV	1.7x	1.8x	1.9x	1.6x
ROE	25.6%	9.8%	17.0%	27.1%
Estimates (MXN million)				
Gross Written Premiums	73,017	78,954	88,901	93,791
YoY%		+8.1%	+12.6%	+5.5%
Net Retained Premiums	69,602	74,656	84,782	89,101
YoY%		+7.3%	+13.6%	+5.1%
Underwriting Income	2,366	-3,242	-1,835	-783
YoY%		n.m.	-43.4%	-57.3%
Net Income	3,743	1,618	2,633	4,027
YoY%		-56.8%	+62.8%	+52.9%
EPS	16.7	7.2	11.7	18.0
YoY%		-56.8%	+62.8%	+52.9%
Cost Structure				
Combined Ratio	103.8%	112.1%	110.3%	108.4%
Acquisition Ratio	25.6%	25.5%	26.5%	27.5%
Claims Ratio	70.5%	79.5%	76.1%	73.5%
Operation Ratio	7.7%	7.1%	7.7%	7.3%

Source: GNP and Prognosis estimates

Combined ratio is calculated over retained premiums

n.m.: not meaningful

- 2022/2021 Accumulated Results.** Written premia grew +12.6% YoY, while the net cost of claims increased +5.5%. The operating loss fell to -7,465 million pesos (mp).
- Financial gains grew +9%**, in a context of better interest rates in pesos, dollars and UDIs.
- Accumulated net income** reached 2,633 mp in 2022, a +63% jump vs 2021, explained mainly due to the improvement in the claims-ratio, and better investment portfolio returns.
- 2023 Forecast.** We estimate written premia growth of +5.5%, a lower rate than in 2022, in an industry slowdown environment. We also anticipate a decline in the combined ratio to 108.4% from 110.3% in 2022. This would reflect the claims-ratio normalization towards 73.5%, from 76.1% in 2022 and 79.5% in 2021, bulky because of the pandemic. We estimate portfolio gains of close to 12,000 mp, in line with our inflation and interest rate estimates. As a result of the above, we project a net profit of 4,027 mp in 2023.
- GNP's management continues to take advantage of its strong brand, and its substantial market share in Mexico** to continue growing and modernizing its distribution channels.
- The scale of the company positions it to underwrite good contracts and take advantage of investment opportunities.** In our opinion, it is possible that inorganic growth opportunities may arise.
- Valuation.** Using peer earnings multiples and our dividend discount model, we reached a theoretical value of 120.0 pesos for the shares of GNP and a 12-month target price of 84.0 pesos, incorporating a 30% liquidity-discount for GNP* shares. This target price is equivalent to 1.1X the estimated BVPS for 2023 and only 4.7X EPS of the same year.
- Marketability.** The shares of GNP* have a very low trading volume, as they remain held in firm hands and therefore the free float is very low. For this reason, the participation of minority investors in the company is limited.

1. 2022 report

1.1 Consolidated results in 2022

Summary of the Income Statement (MXN million)

	Accumulated data			Non accumulated data		
	4Q22	4Q21	YoY Change	4Q22	4Q21	YoY Change
Gross Written Premiums	88,901	78,954	+12.6%	24,710	21,959	+12.5%
Net Retained Premiums	84,782	74,656	+13.6%	24,034	21,047	+14.2%
Retention Premiums Accrued	71,285	64,656	+10.3%	19,704	16,794	+17.3%
Acquisition Costs	18,890	16,506	+14.4%	5,483	4,893	+12.1%
Insurance Claims Incurred	54,230	51,392	+5.5%	15,010	14,593	+2.9%
Underwriting (Technical) Income (Loss)	-1,835	-3,242	-43.4%	-789	-2,692	-70.7%
Net Operating Expenses	5,523	4,604	+20.0%	1,501	1,169	+28.4%
Operating Income (Loss)	-7,465	-7,928	-5.9%	-2,320	-3,882	-40.2%
Comprehensive Financing Result	11,289	10,085	+11.9%	2,990	3,124	-4.3%
Net Profit (Loss)	2,633	1,618	+62.8%	485	-489	n.m.
<i>Acquisition Ratio</i>	26.5%	25.5%	+97 bp	22.8%	23.2%	-43 bp
<i>Claims Ratio</i>	76.1%	79.5%	-341 bp	76.2%	86.9%	-1,072 bp
<i>Operating Ratio</i>	7.7%	7.1%	+63 bp	6.2%	5.6%	+69 bp
Combined Ratio	110.3%	112.1%	-181 bp	105.2%	115.7%	-1,046 bp

Source: Prognosis and GNP

Note: The acquisition, operating and claims ratios consider the net retained premiums.

n.m.: not meaningful

Accumulated written premiums as of December 2022 rose +12.6% y/y vs 2021. Written premiums totaled 88.9 billion pesos (bp) in 2022, a nominal growth rate of +12.6% y/y, against the 78.9 bp in 2021. In 4Q22 vs 4Q21, the growth was +12.5%.

- The Life segment gained +10% y/y.
- The "Medical Expenses" grew +16% y/y.
- The "Automobile" segment increased +20% y/y.
- The "Property Casualty" segment fell -4% y/y.

The amount of the **insurance claims incurred** increased +5.5% y/y. The **claims ratio** fell to 76.1% (as percentage of retention premiums accrued) from 79.5% in 2021.

Here is the summary of the variations in consolidated premium income and claims costs:

**Analysis of the variations in income from consolidated premiums and claims costs,
by business line (MXN million)**

	Accumulated data		
	4Q22	4Q21	YoY Change
Gross Written Premiums	88,901	78,954	+12.6%
Subsidiary income	37	35	+5.7%
Operations by related parties between GNP and its subsidiaries	-41	-5	+720.0%
Issuance of unconsolidated GNP	88,904	78,924	+12.6%
<i>Life segment</i>	35,247	32,138	+9.7%
<i>Medical Expenses segment</i>	32,205	27,850	+15.6%
<i>Automobile segment</i>	16,218	13,509	+20.1%
<i>Property Casualty segment</i>	5,235	5,427	-3.5%
Insurance claims incurred	54,230	51,392	+5.5%
Subsidiary cost	15	2	+650.0%
Cost of operations by related parties between GNP and its subsidiaries	-125	-315	-60.3%
Cost of unconsolidated GNP	54,339	51,705	+5.1%
<i>Life segment</i>	21,197	21,300	-0.5%
<i>Medical Expenses segment</i>	21,676	20,100	+7.8%
<i>Automobile segment</i>	10,502	9,624	+9.1%
<i>Property Casualty segment</i>	964	681	+41.6%

Source: Prognosis and GNP

n.m.: not meaningful

The **net acquisition cost** totaled 18.9 bp, (+14.4% y/y), with an **acquisition ratio** of 26.5%.

The **underwriting technical result** totaled -1,835 mp in 2022, which contrasts favorably against the loss of 3,242 mp in 2021.

Net operating expenses increased +20% y/y. The **operating ratio** reached 7.7% (as a percentage of retention premiums accrued).

The **combined ratio** reached 110.3%, lower than the 112.1% in 2021.

The **comprehensive financing result** grew +9% y/y, totaling 11.06 bp. This occurs in a context of better interest rates in pesos, dollars and UDIS; on the other hand, there was a lower balance of investments by -5%, mainly by valuation purposes. Likewise, the company mentions that "during 2022 the peso appreciated with respect to the US dollar by 4.9%, a situation that compares negatively with what was observed in 2021, in which depreciated 2.8%".

Thus, the **net profit** totaled 2,633 mp, +63% y/y. This result is mainly explained by "an improvement in the net cost of claims, whose earned premium ratio went from 79% in 2021 to 76% in 2022 and the good financial products results that grew 9%".

1.2 Financial situation

Investments amounted to 152.6 bps at the end of December 2022, -5.0% lower than the total of 2021.

Technical reserves totaled 162.3 bp vs 167.9 bps, a fall of -3.4% y/y.

The **stockholders' equity** amounted 14.8 bps as of December 2022, which represented a -4.2% decrease against the equity recorded in December 2021.

Summary of the Balance Sheet (MXN million)

	4Q22	%	4Q21	%	YoY Change
Investments	152,653	76.8%	160,697	79.8%	-5.0%
Receivables	33,188	16.7%	29,022	14.4%	+14.4%
Reinsurers	4,704	2.4%	4,685	2.3%	+0.4%
Other Assets	5,090	2.6%	3,894	1.9%	+30.7%
Total Assets	198,824	100.0%	201,356	100.0%	-1.3%
Technical Reserves	162,274	81.6%	167,973	90.4%	-3.4%
Reinsurers	702	0.4%	732	0.4%	-4.2%
Other Liabilities	7,380	3.7%	7,476	4.0%	-1.3%
Total Liabilities	183,948	92.5%	185,832	92.3%	-1.0%
Stockholder's Equity	14,876	7.5%	15,524	7.7%	-4.2%
Total Liabilities + Equity	198,824	100.0%	201,356	100.0%	-1.3%

Source: Prognosis based on GNP

2. 2023 Forecasts

We believe that growth in written premia will moderate in 2023, in line with the expected economic slowdown compared to 2022. At Prognosis, we estimate Mexico's GDP growth of ~1.4%, significantly lower than the 3.1% recorded in 2022. On the other hand, we believe that the claims in the lines of medical expenses and life, which negatively affected the industry during the pandemic, will continue to decline.

We forecast written premia to grow around 5.5% in 2023, below 12.6% last year. This growth will be similar to Mexico's nominal GDP growth in 2023 (6.7%, Prognosis estimate).

We anticipate a fall in GNPs cost structure vs 2022, with the combined ratio falling to 108.4% from 110.3% in 2022, as a result of: (1) the claims-ratio normalizing towards 73.5%, from 76.1%, (2) an acquisition ratio of 27.5%, one point higher than in 2022, and (3) an operating-expenses ratio of 7.3%, better than the 7.7% from 2022. We are optimistic in this regard given the *Zero-Base Budget Initiative* initiated by the company.

We also forecast that the CFR will rise, in line with higher technical reserves and high average interest rates, both in pesos, as well as in UDIs and dollars. Financial gains would increase ~ 8% to around 12 billion pesos and the CFR would reach around 12.2 billion pesos, 8% higher than in 2022.

As a result of the foregoing, and using a 30% tax rate, our net profit forecast for 2023 is 4 billion pesos, a yearly jump of +53%. This would represent an enviable ROE of 27%.

3. Medium-term vision

GNP's scale and leadership in the Mexican insurance market, positions it to continue growing and gaining market share, despite the fierce competition in this industry. Its good operating leverage and its healthy financial stance will probably make it continue to consolidate its leading role in Mexico.

4. Valuation

Peer valuation

We believe that the notable increase in the company's profitability in recent years can be maintained, due to the good management operation and an environment of attractive interest rates in Mexico. We use a conservative price/book value of 1.0X, lower than peer multiples of globally comparable companies (1.5X average) and a multiple of 9.0X profits, lower than that of similar international companies, but in line with the multiples of the Mexican financial industry.

The book value per share of GNP, estimated for 2023, is 76.5 pesos. Thus, the target price, using this metric is 76.5 pesos. Using 9X our estimated EPS for 2020 (18.0 pesos), this value is 162 pesos. The resulting average is **119.25 pesos per share**.

Dividend discount model

Our dividend discount model assumes 5 years of high growth, 5 years of transition and a long-term growth rate of 3.0% (perpetuity). Accounting for the Mexico risk premium, we use the 10-year Mexican bonds interest rate, which we believe will stabilize around 8.0%. Considering the low trading volume of the shares, our adjusted beta estimate is a low 0.3. Finally, we believe that it is reasonable to assume that the payout ratio will remain stable at 50% in the long run.

Using these parameters in our DDM model, we reached a value of **121 pesos** per share.

Theoretical value

If we use a simple average of the valuations obtained by multiples and dividend discount model, we reach a theoretical value of 120.13 pesos per share.

Target price

We decided to use a 30% discount due to the low liquidity of GNP shares. By applying it, we obtained a 2023 target price of **84.0 pesos** per share.

GNP*

Current price: MXN 127.0

Theoretical value: MXN 120.00. Liquidity discount: 30%.

12-month target price: MXN 84.0 / high risk.

 Prognosis

**4Q22 quarterly report
and 2023 outlook**

March 10, 2023

2018-2022 Annual Income Statement of GNP and 2023 Forecasts (MXN million)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023f
Gross Written Premiums	60,331	68,082	73,017	78,954	88,901	93,791
(-) Ceded Premiums	3,035	2,990	3,415	4,298	4,119	4,690
Net Retained Premiums	57,296	65,092	69,602	74,656	84,782	89,101
<i>Retention rate</i>	95.0%	95.6%	95.3%	94.6%	95.4%	95.0%
(-) Net Increase in Provision for Unaccrued Premiums	7,944	9,174	7,915	10,000	13,497	13,365
Retention Premiums Accrued	49,351	55,918	61,687	64,656	71,285	75,736
(-) Acquisition Costs	13,863	15,306	15,816	16,506	18,890	20,853
<i>Acquisition ratio</i>	28.1%	27.4%	25.6%	25.5%	26.5%	27.5%
(-) Insurance claims incurred	34,857	38,570	43,505	51,392	54,230	55,666
<i>Claims ratio</i>	70.6%	69.0%	70.5%	79.5%	76.1%	73.5%
Underwriting (technical) income (loss)	631	2,043	2,366	-3,242	-1,835	-783
(-) Net Increase in Other Technical Reserves	25	64	80	89	136	141
Gross Income	1,053	2,404	2,221	-3,324	-1,941	-895
(-) Net Operating Expenses	3,782	3,711	4,731	4,604	5,523	5,553
<i>Operating ratio</i>	7.7%	6.6%	7.7%	7.1%	7.7%	7.3%
Operating income (loss)	-2,729	-1,307	-2,510	-7,928	-7,465	-6,448
Comprehensive Financing Result	7,277	7,756	7,878	10,085	11,289	12,200
Earnings before income tax	4,544	6,397	5,303	2,157	3,824	5,753
(-) Income tax payment provision	1,310	1,962	1,559	579	968	1,726
<i>Income tax rate</i>	28.8%	30.7%	29.4%	26.8%	25.3%	30.0%
Net profit (loss)	3,234	4,435	3,743	1,618	2,633	4,027
Minority interest	19,705	24,800	77,491	99,366	76,549	117,057
Majority Net Profit	3,233	4,435	3,743	1,618	2,633	4,027
EPS (TTM)	14.4	19.8	16.7	7.2	11.7	18.0
Number of shares (million)	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1
<i>Gross written premiums growth</i>		+12.8%	+7.2%	+8.1%	+12.6%	+5.5%
<i>Net retained premiums growth</i>		+13.6%	+6.9%	+7.3%	+13.6%	+5.1%
<i>Retention premiums accrued growth</i>		+13.3%	+10.3%	+4.8%	+10.3%	+6.2%
<i>Net profit growth</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+52.9%
<i>EPS growth</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+52.9%

Other Indicators

	2018	2019	2020	2021	2022	2023f
ROE	25.7%	32.9%	25.6%	9.8%	17.0%	27.1%
P/E	2.5	2.1	7.4	17.3	10.6	7.0
P/BV	0.6	0.6	1.7	1.8	1.9	1.6
Book Value Per Share	60.2	65.3	74.0	69.3	66.4	76.5

Balance Sheet Summary of GNP (MXN million)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023f
Assets	151,216	172,051	195,140	201,356	198,824	252,128
Investments	120,816	136,961	154,730	160,697	152,653	188,678
Liabilities	137,733	157,406	178,552	185,832	183,948	234,976
Technical Reserves	121,291	137,877	159,180	167,973	162,274	187,980
Total Equity	13,483	14,645	16,587	15,524	14,876	17,152

Source: Prognosis, GNP and BMV



Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

- Over 30 years of direct experience analyzing debt and equity securities
- IPO and secondary market reports and promotion
- Solid team of analysts with experience in Wall Street, the "City", Latin America and Mexico
- Leader in the coverage of medium and small sized companies
- Renown independent provider of economic and financial forecasts

Carlos Fritsch

cfritsch@prognosismex.com

Daniela Márquez

dmarquez@prognosismex.com

Rubí Grajales

rigrhajales@prognosismex.com



+52 (55) 1013 7353

+52 (55) 2922 5483

Campos Elíseos 400 Piso 601-B

Col. Polanco 11560

Ciudad de México

Relevant information on Prognosis, its analysts and this report

The company Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) has been approved by the BMV (Mexican Stock Exchange) to act as an Independent Analyst and it is subject to the norms of the Internal Bylaws of the BMV. Such an approval by no means implies that Prognosis has been authorized or is supervised by the National Banking and Securities Commission (Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

The partners, analysts and the entire staff of Prognosis, represent that: (1) we are morally solvent, both in our professional activity and at a personal level; (2) we comply with the independence criteria indicated by the internal rules of the BMV, which among other criteria includes that we do not engage in brokerage activities for any issuer, and neither do we have a business relationship with said issuers; (3) we conform and comply at all times with the Professional Ethics Codes of the Mexican Stock Exchange community and Prognosis; (4) we are free of conflicts of patrimonial or economic interest with regard to the issuers we cover.

We, Carlos Fritsch and Daniela Márquez certify that the opinions stated in this document are a faithful reflection of our personal opinion on the company(ies) or business(es) that are the subject of this report, its affiliates and/or the securities it has issued. Likewise, we certify that we haven't received, we don't receive and we will not receive any direct or indirect compensation whatsoever in exchange for stating any opinion on any specific regard in this document. The analysts who prepared this report have no positions in the aforementioned securities. The fundamental analysts involved in the preparation of this document receive compensations based on the quality and accuracy of this report and competitive factors.

The target price included in this report reflects the forecasted performance of the shares in a specific period. This performance may be related to the valuation method and other factors. The fundamental valuation method used by Prognosis is based in a combination of one or more generally accepted financial analysis methodologies that may include valuation using multiples, discounted cash flows (DCF), sum of the parts, liquidation value and any other methodology that may be adequate for each particular case. Other factors include the flow of general or specific news on the company, the perception of the investors regarding the right moment to invest, merger and acquisition operations and the appetite of the market in specific industries, among others. Any of these factors, or all of them combined, may lead to a recommendation that contradicts the one prescribed by the fundamental valuation on its own. Likewise, the fore-casts included in this report are based on assumptions that may or not be realized. Past returns do not guarantee future returns. Constant updates may be published by any issuer depending on -the frequency of the events, announcements, market conditions or any other public information.

This report is based on public information and sources considered trustworthy; we do not guarantee the accuracy, truthfulness or thoroughness of said information. The information and opinions in this report do not constitute an offer to buy or sell nor an invitation to make an offer to buy or sell securities or any other financial instrument. This document does not provide personalized advice and it doesn't take into consideration specific investment strategies and goals, financial situation, or particular needs of any per-son that may receive the report. The recipient of this report shall make his/her own decisions and consider it as a factor among many others in their decision making.