

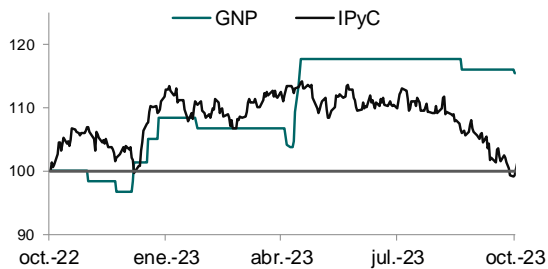
Muy buenos resultados al 3T23, ligeramente superiores a nuestras expectativas. Mantenemos estimaciones y PO a 12 meses

- Las primas emitidas aumentaron a un ritmo de 14%, por arriba del incremento en la estructura de costos.
- El índice combinado resultó menor a nuestra expectativa, y el de operación nuevamente sorprendió gratamente.
- La utilidad neta creció 33%, 4% superior a nuestra estimación, explicada principalmente por el buen comportamiento operativo.
- Reiteramos nuestra ganancia proyectada para 2023 de 3,655 mp, que representa una rentabilidad de casi 25%.
- Reiteramos nuestro valor teórico estimado para GNP* de 120 pesos. Nuestro precio objetivo a 12 meses de 84 ps, incluye un descuento de 30% por la escasa bursatilidad de la acción. El valor en libros que estimamos a diciembre del 2023 es de 76.4 pesos por acción.
- Nuestras estimaciones están hechas sin incorporar el impacto del Huracán Otis en el costo neto de siniestralidad de la emisora. Aun es muy temprano para cuantificar este efecto.

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 137.50
Rendimiento Potencial	-38.9%
Rendimiento de 12 Meses de Dividendo	2.6%
Rendimiento de Dividendo Esperado	5.1%
Rendimiento Total Potencial	-33.8%
Rendimiento 12 meses de GNP*	15.5%
UDM Rango de Precios (MXN)	(140.00 - 137.50)
Acciones en Circulación (millones)	224.12
Float (Bloomberg)	29.77%
Bursatilidad	Muy baja
Valor de Capitalización (USD millones)	USD 1,701.37

Rendimiento 12 meses vs IPyC



	2020	2021	2022	2023e
Valuación				
P/U	7.4x	17.3x	10.6x	8.4x
P/VL	1.7x	1.8x	1.9x	1.9x
ROE	25.6%	9.8%	17.0%	24.6%

Estimados (MXN millones)

	2020	2021	2022	2023e
Primas Emitidas	73,017	78,954	88,901	100,458
Var. %		+8.1%	+12.6%	+13.0%
Primas de Retención	69,602	74,656	84,782	95,435
Var. %		+7.3%	+13.6%	+12.6%
Utilidad Técnica	2,366	-3,242	-1,835	166
Var. %		N.A.	-43.4%	N.A.
Utilidad Neta	3,743	1,618	2,633	3,655
Var. %		-56.8%	+62.8%	+38.8%
UPA	16.7	7.2	11.7	16.3
Var. %		-56.8%	+62.8%	+38.8%

Estructura de Costos

	2020	2021	2022	2023e
Índice Combinado	103.8%	112.1%	110.3%	106.5%
Índice de Adquisición	25.6%	25.5%	26.5%	26.3%
Índice de Siniestralidad	70.5%	79.5%	76.1%	73.5%
Índice de Operación	7.7%	7.1%	7.7%	6.7%

Fuente: GNP y pronósticos de Prognosis

Nota: Índice combinado se calcula sobre primas de retención devengadas

N.A.: no aplica

- Resultados acumulados al 3T23/3T22. Primas emitidas** crecieron +14.3% a/a mientras el costo neto de siniestralidad subió +12.1%. La pérdida operativa disminuyó de manera importante a -3,828 mdp.
- Productos financieros caen -7.6%**, principalmente por una menor inflación y una mayor apreciación del peso respecto al dólar.
- La utilidad neta acumulada al 3T23 alcanzó los 2,854 mdp**, un crecimiento anual de +33%.
- Estimaciones 2023. (1) Alto crecimiento en primas.** Creciendo 13%, un ritmo similar al del 2022, en un ambiente de ralentización de la industria, que hasta ahora parece no afectar a GNP. **(2) Buen manejo de costos y gastos.** Anticipamos una disminución en el índice combinado que caería a 106.5% desde 110.3 en 2022. Ello reflejaría la normalización del índice de siniestralidad hacia 73.5%, desde 76.1% en 2022 y desde 79.5% el 2021, abultado por la pandemia. **(3) Menores productos financieros respecto a 2022.** Estimamos un RIF de 10,600 mp, acorde con nuestras nuevas estimaciones de inflación (4.6%), tasas de interés (11.25%) y MXNUSD. (18.0) **(4) Utilidad Neta subiría 39%.** Como resultado de lo anterior, y usando una tasa impositiva de 30%, proyectamos una utilidad neta de 3,655 mp en 2023. *Estas estimaciones excluyen el efecto del Huracán Otis en el costo neto de siniestralidad.*
- 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 reciente 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.
- 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 3T23

1.1 Resultados consolidados acumulados a septiembre de 2023

Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)

	Cifras acumuladas			Cifras desacumuladas		
	3T23	3T22	Variación anual	3T23	3T22	Variación anual
Primas Emitidas	73,389	64,191	+14.3%	24,235	21,578	+12.3%
Primas de Retención	69,891	60,749	+15.0%	23,496	20,693	+13.5%
Primas de Retención Devengadas	59,604	51,581	+15.6%	20,991	18,051	+16.3%
Costo de Adquisición	15,526	13,407	+15.8%	5,489	4,617	+18.9%
Costo de Siniestralidad	43,978	39,221	+12.1%	15,379	14,248	+7.9%
Utilidad (Pérdida) Técnica	100	-1,046	N.A.	123	-814	N.A.
Gastos de Operación Netos	3,816	4,022	-5.1%	1,377	1,208	+14.0%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-3,828	-5,144	-25.6%	-1,297	-2,053	-36.8%
Resultado Integral de Financiamiento	7,671	8,299	-7.6%	3,114	3,165	-1.6%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2,854	2,149	+32.8%	1,307	838	+55.9%
<i>Índice de Adquisición</i>	26.0%	26.0%	+6 pb	23.4%	22.3%	+105 pb
<i>Índice de Siniestralidad</i>	73.8%	76.0%	-225 pb	73.3%	78.9%	-567 pb
<i>Índice de Operación</i>	6.4%	7.8%	-140 pb	5.9%	5.8%	+2 pb
Índice Combinado	106.2%	109.8%	-359 pb	102.5%	107.1%	-459 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 a septiembre creció +14.3% a/a en 3T23 respecto a 3T22. Las primas emitidas sumaron 73,389 millones de pesos (mdp), un avance nominal de +14.3% respecto a los 64,191 mdp del 3T22.

- El ramo "Vida" registró un avance de +8.0% a/a.
- Por su parte, el ramo "Gastos Médicos" creció +16.0% a/a.
- El ramo "Automóviles" tuvo un incremento de +30% a/a.
- Mientras que, el ramo "Daños", subió +0.3% a/a.

El costo neto de siniestralidad creció +12.1% a/a, con un **índice de siniestralidad** de 73.8% en 3T23, menor al 76.0% del 3T22.

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		
	3T23	3T22	Variación anual
Primas Emitidas	73,389	64,191	+14.3%
Ingresos de las subsidiarias	35	33	+6.1%
Operaciones por partes relacionadas entre GNP y sus subsidiarias	-23	-24	-4.2%
Emisión de GNP No Consolidada	73,378	64,182	+14.3%
<i>Ramo de Vida</i>	26,297	24,345	+8.0%
<i>Ramo de Gastos Médicos</i>	28,103	24,296	+15.7%
<i>Ramo de Automóviles</i>	14,670	11,248	+30.4%
<i>Ramo Daños</i>	4,307	4,293	+0.3%
Costo Neto de Siniestralidad	43,978	39,221	+12.1%
Costo de las subsidiarias	N.A.	-1	N.A.
Costo de operaciones por partes relacionadas entre GNP y sus subsidiarias	-136	-96	+41.7%
Costo de GNP No Consolidada	44,114	39,318	+12.2%
<i>Ramo de Vida</i>	15,396	15,481	-0.5%
<i>Ramo de Gastos Médicos</i>	18,786	15,693	+19.7%
<i>Ramo de Automóviles</i>	9,451	7,390	+27.9%
<i>Ramo Daños</i>	481	755	-36.3%

Fuente: Prognosis con base en GNP

N.A.: no aplica

El costo neto de adquisición sumó 15,526 mdp (+15.8% a/a), 26.0% respecto a la prima devengada.

El resultado técnico cerró el trimestre en +100 mdp, lo que contrasta favorablemente contra la pérdida técnica de -1,046 mdp al 3T22.

El gasto de operación neto disminuyó -5.1% a/a con un **índice de operación** de 6.4%, respecto a la prima de devengada.

Así, el **índice combinado** del 3T23 fue de 106.2%, inferior al 109.8% del 3T22.

El **resultado integral de financiamiento** decreció -7.6% a/a alcanzando los 7,671 mdp. Lo anterior se da “en un contexto de una menor inflación medida por la UDI del 2.94% que resulta menor al 5.92% del mismo periodo de 2022, y una mayor apreciación del peso respecto al dólar estadounidense en 10.7% a septiembre de este año, comparado con lo observado en 2022, año en el que se apreció 1.7% compensado con un mayor volumen de activos y tasas de interés más altas respecto a lo observado en 2022”.

La utilidad del ejercicio acumulada en el 3T23 fue de 2,854 mdp, un repunte anual del +32.8%, resultado de la combinación de factores señalados arriba.

1.2 Situación financiera del 3T23

El saldo de las **inversiones** cerró septiembre del 2023 en 147,636 mdp, cifra +0.9% por arriba de la del 3T22.

Las **reservas técnicas** sumaron, al cierre del periodo, 160,973 mdp vs 156,788 mdp del 3T22, lo que representó un aumento de +2.7%.

El **capital contable** al cierre de septiembre sumó 15,243 mdp, un incremento de +2.5% anual, consecuencia de los resultados antes mencionados.

Resumen del Balance General (MXN millones)

	3T23	%	3T22	%	Variación anual
Inversiones	147,636	74.3%	146,375	76.7%	+0.9%
Deudores	39,054	19.7%	33,114	17.3%	+17.9%
Reaseguradores y Reafianzadores	4,481	2.3%	5,406	2.8%	-17.1%
Otros Activos	4,740	2.4%	3,460	1.8%	+37.0%
Suma de Activo	198,669	100.0%	190,919	100.0%	+4.1%
Reservas Técnicas	160,973	81.0%	156,788	89.1%	+2.7%
Reaseguradores y Reafianzadores	1,008	0.5%	1,155	0.7%	-12.7%
Otros Pasivos	8,484	4.3%	7,267	4.1%	+16.7%
Suma del Pasivo	183,426	92.3%	176,041	92.2%	+4.2%
Participación controladora del capital	15,242	7.7%	14,877	7.8%	+2.5%
Suma del Capital	15,243	7.7%	14,877	7.8%	+2.5%
Suma del Pasivo y Capital	198,669	100.0%	190,919	100.0%	+4.1%

Fuente: Prognosis con base en GNP

2. Estimaciones 2023

Creemos que en 2023 se mantendrá el ritmo de emisión de primas. En Prognosis proyectamos un crecimiento del PIB de México para 2023 de ~3.4%, inferior al 3.9% del 2022. Vemos la inflación general cerrando diciembre en 4.6%, la tasa de política monetaria en 11.25% y el MXNUSD en 18.0. 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 gradualmente.

Proyectamos que las primas emitidas crecerán alrededor de 13% en 2023, similar al 12.6% del año pasado. Este crecimiento será superior al crecimiento del PIB nominal en 2023 (8%, estimación de Prognosis).

Prevedemos una disminución sustantiva en la estructura de costos, con un índice combinado bajando a 106.5% 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 26.3% similar al del 2022, y (3) un índice de gastos de operación del 6.7%, una notable mejoría respecto al 7.7% del 2022. Nos mantenemos optimistas a este respecto dada la Iniciativa Presupuesto Base Cero, ejecutada por la compañía.

Nuestra estimación de RIF refleja: (1) una caída en la inflación general mayor a la que habíamos anticipado, lo que disminuye la plusvalía en UDIs y (2) una apreciación cambiaria mucho mayor a la que previmos, lo que significa menores ganancias en inversiones denominadas en USD, expresadas en pesos. Contra restando esto efectos negativos, prevemos mayores reservas técnicas, en línea con el crecimiento de las primas y mayores tasas de interés nominales promedio, respecto a 2022. El RIF alcanzaría alrededor de 10,600 mdp, 6% inferior al del 2022.

Como resultado de lo anterior, y utilizando una tasa impositiva del 30%, la utilidad neta sería de 3,655 mdp en 2023, un avance anual de 39%. Ello representaría un envidiable ROE del 24.6%, más de 7 puntos superior al del 2022.

3. Visión de mediano plazo

Creemos que la escala y liderazgo de GNP en el mercado de seguros mexicano la posicionan para aprovechar crisis como la actual. Su buen apalancamiento operativo y su sana posición financiera probablemente harán que, cuando el polvo se asiente, su participación de mercado haya aumentado, consolidando su papel protagónico en México.

4. Valuación

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. Para un análisis detallado de la metodología de valuación, favor de referirse al capítulo 4 de nuestro reporte al 4T22, publicado el 10 de marzo del 2023.

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	100,458
(-) Cedidas	3,035	2,990	3,415	4,298	4,119	5,023
De Retención	57,296	65,092	69,602	74,656	84,782	95,435
Índice de Retención	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	14,315
Primas de Retención Devengadas	49,351	55,918	61,687	64,656	71,285	81,120
(-) Costo Neto de Adquisición	13,863	15,306	15,816	16,506	18,890	21,331
Índice de Adquisición	28.1%	27.4%	25.6%	25.5%	26.5%	26.3%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	34,857	38,570	43,505	51,392	54,230	59,623
Índice de Siniestralidad	70.6%	69.0%	70.5%	79.5%	76.1%	73.5%
Utilidad (Pérdida) Técnica	631	2,043	2,366	-3,242	-1,835	166
(-) 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	54
(-) Gastos de Operación Netos	3,782	3,711	4,731	4,604	5,523	5,434
Índice de Operación	7.7%	6.6%	7.7%	7.1%	7.7%	6.7%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-2,729	-1,307	-2,510	-7,928	-7,465	-5,379
Resultado Integral de Financiamiento	7,277	7,756	7,878	10,085	11,289	10,600
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	4,544	6,397	5,303	2,157	3,824	5,221
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	1,310	1,962	1,559	579	968	1,566
Tasa Impositiva	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	3,655
Participación no Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	19,705	24,800	77,491	99,366	76,549	106,238
Participación Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	3,233	4,435	3,743	1,618	2,633	3,654
UPA (12 meses)	14.4	19.8	16.7	7.2	11.7	16.3
Número de Acciones (millones)	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1
Crecimiento en primas emitidas		+12.8%	+7.2%	+8.1%	+12.6%	+13.0%
Crecimiento en primas de retención		+13.6%	+6.9%	+7.3%	+13.6%	+12.6%
Crecimiento en primas de retención devengadas		+13.3%	+10.3%	+4.8%	+10.3%	+13.8%
Crecimiento en utilidades		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+38.8%
Crecimiento en UPA		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+38.8%

Otros Rubros e Indicadores

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
ROE	25.7%	32.9%	25.6%	9.8%	17.0%	24.6%
P/U	2.5	2.1	7.4	17.3	10.6	8.6
P/BV	0.6	0.6	1.7	1.8	1.9	1.9
Valor en Libros por Acción	60.2	65.3	74.0	69.3	66.4	73.9

Resumen del Balance (MXN millones)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Activo	151,216	172,051	195,140	201,356	198,824	250,731
Inversiones	120,816	136,961	154,730	160,697	152,653	202,092
Pasivo	137,733	157,406	178,552	185,832	183,948	234,163
Reservas Técnicas	121,291	137,877	159,180	167,973	162,274	187,330
Capital Contable	13,483	14,645	16,587	15,524	14,876	16,569

Fuente: Prognosis con datos de la BMV y GNP

Información relevante sobre Prognosis, sus analistas y este reporte



- 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

Campus Elíseos 400 Piso 3 302-B
Col. Polanco 11530
Ciudad de México

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.



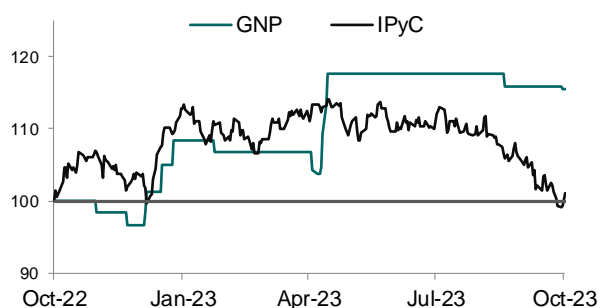
Solid 3Q23 results, a bit above our forecasts. We maintain estimates and 12 months Target Price

- **Written premia increased at a rate of 14%, above the cost structure's rise.**
- **The combined ratio was lower than our estimate, while the operating ratio was once again pleasantly surprising.**
- **Net profit rose 33%, 4% higher than our estimate, mainly explained by good operating performance.**
- **We reiterate our 2023-profit forecast of 3,665 mp, which represents a healthy ROE of almost 25%.**
- **We reiterate our theoretical value for GNP* of 120 pesos. Our 12m target price is 84.0 pesos, incorporating a 30% discount due to the low marketability of GNP* shares. Our December-2023-projected-book-value is of 76.4 pesos per share.**
- **Our estimates do not incorporate the impact of Hurricane Otis in the net cost of claims. It is still too early to quantify this effect.**

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 137.50
Expected Return	-38.9%
12 M Dividend Yield	2.6%
Expected Dividend Yield	5.1%
Total Expected Return	-33.8%
LTM Price Return	15.5%
LTM Price Range (MXN)	(140.00 - 137.50)
Outstanding Shares (Million)	224.12
Float (Bloomberg)	29.77%
Trading Volume	Very low
Market Capitalization (USD Million)	1701.37

12M Return vs IPyC



	2020	2021	2022	2023f
Valuation				
P/E	7.4x	17.3x	10.6x	8.4x
P/BV	1.7x	1.8x	1.9x	1.9x
ROE	25.6%	9.8%	17.0%	24.6%
Estimates (MXN million)				
Gross Written Premiums	73,017	78,954	88,901	100,458
YoY%		+8.1%	+12.6%	+13.0%
Net Retained Premiums	69,602	74,656	84,782	95,435
YoY%		+7.3%	+13.6%	+12.6%
Underwriting Income	2,366	-3,242	-1,835	166
YoY%		n.m.	-43.4%	n.m.
Net Income	3,743	1,618	2,633	3,655
YoY%		-56.8%	+62.8%	+38.8%
EPS	16.7	7.2	11.7	16.3
YoY%		-56.8%	+62.8%	+38.8%
Cost Structure				
Combined Ratio	103.8%	112.1%	110.3%	106.5%
Aquisition Ratio	25.6%	25.5%	26.5%	26.3%
Claims Ratio	70.5%	79.5%	76.1%	73.5%
Operation Ratio	7.7%	7.1%	7.7%	6.7%

Source: GNP and Prognosis estimates

Combined ratio is calculated over retained premiums

n.m.: not meaningful

- 3Q23 accumulated results.** Written premiums grew +14.3% YoY, while the net cost of claims increased +12.1%. The operating loss fell significantly to -3,828 million pesos (mp).
- Financial gains fell -7.6%, mainly** due to lower rate of inflation and a higher appreciation of the peso against the dollar.
- Accumulated net income** reached 2,854 mp in 3Q23, an annual growth of +33%.
- 2023 Forecasts. (1) High growth in written premia.** We estimate written premia growth of +13%, similar than in 2022, within an industry slowdown environment, which so far hasn't affected GNP. **(2) Good management of costs and expenses.** We also anticipate a decline in the combined ratio to 106.5% from 110.3% in 2022. **(3) Lower financial products compared to 2022.** We estimate a CFR of 10,600 mp, in line with our inflation (4.6%), interest rate (11.25%) and MXNUSD (18.0) estimates. **(4) Profit would rise 39%.** As a result of the above, and using a 30% tax rate, we project a net profit of 3,655 mp in 2023. *These estimates exclude the effect of Hurricane Otis in net cost of claims.*
- 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, because of the recent slowdown, 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.
- Marketability.** The shares of GNP* have a very low trading volume, as they remain held in firm hands and therefore the free float is low. For this reason, the participation of minority investors in the company is limited

1.3Q23 report

1.1 Consolidated and accumulated results in 3Q23

Summary of the Income Statement (MXN million)

	Accumulated data			Non accumulated data		
	3Q23	3Q22	YoY Change	3Q23	3Q22	YoY Change
Gross Written Premiums	73,389	64,191	+14.3%	24,235	21,578	+12.3%
Net Retained Premiums	69,891	60,749	+15.0%	23,496	20,693	+13.5%
Retention Premiums Accrued	59,604	51,581	+15.6%	20,991	18,051	+16.3%
Acquisition Costs	15,526	13,407	+15.8%	5,489	4,617	+18.9%
Insurance Claims Incurred	43,978	39,221	+12.1%	15,379	14,248	+7.9%
Underwriting (Technical) Income (Loss)	100	-1,046	n.m.	123	-814	n.m.
Net Operating Expenses	3,816	4,022	-5.1%	1,377	1,208	+14.0%
Operating Income (Loss)	-3,828	-5,144	-25.6%	-1,297	-2,053	-36.8%
Comprehensive Financing Result	7,671	8,299	-7.6%	3,114	3,165	-1.6%
Net Profit (Loss)	2,854	2,149	+32.8%	1,307	838	+55.9%
<i>Aquisition Ratio</i>	26.0%	26.0%	+6 bp	23.4%	22.3%	+105 bp
<i>Claims Ratio</i>	73.8%	76.0%	-225 bp	73.3%	78.9%	-567 bp
<i>Operating Ratio</i>	6.4%	7.8%	-140 bp	5.9%	5.8%	+2 bp
Combined Ratio	106.2%	109.8%	-359 bp	102.5%	107.1%	-459 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 September rose +14.3% y/y in 3Q23 vs 3Q22. Written premiums totaled 73.4 billion pesos (bp) in 3Q23, a nominal growth rate of +14.3% y/y, against the 64.2 bp in 3Q22.

- The Life segment gained +8.0% y/y.
- The "Medical Expenses" grew +16.0% y/y.
- The "Automobile" segment rose +30% y/y.
- The "Property Casualty" segment increased +0.3% y/y.

The amount of the **insurance claims incurred** increased +12.1% y/y. The **claims ratio** fell to 73.8% (as percentage of retention premiums accrued) from 76.0% in 3Q22.

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		
	3Q23	3Q22	YoY Change
Gross Written Premiums	73,389	64,191	+14.3%
Subsidiary income	35	33	+6.1%
Operations by related parties between GNP and its subsidiaries	-23	-24	-4.2%
Issuance of unconsolidated GNP	73,378	64,182	+14.3%
<i>Life segment</i>	26,297	24,345	+8.0%
<i>Medical Expenses segment</i>	28,103	24,296	+15.7%
<i>Automobile segment</i>	14,670	11,248	+30.4%
<i>Property Casualty segment</i>	4,307	4,293	+0.3%
Insurance claims incurred	43,978	39,221	+12.1%
Subsidiary cost	N.A.	-1	n.m.
Cost of operations by related parties between GNP and its subsidiaries	-136	-96	+41.7%
Cost of unconsolidated GNP	44,114	39,318	+12.2%
<i>Life segment</i>	15,396	15,481	-0.5%
<i>Medical Expenses segment</i>	18,786	15,693	+19.7%
<i>Automobile segment</i>	9,451	7,390	+27.9%
<i>Property Casualty segment</i>	481	755	-36.3%

Source: Prognosis and GNP
n.m.: not meaningful

The **net acquisition cost** totaled 15.5 bp, (+15.8% y/y), with an **acquisition ratio** of 26.0%.

The **underwriting technical result** totaled +100 mp in 3Q23, which contrasts favorably against the loss of -1,046 mp in 3Q22.

Net operating expenses fell -5.1% y/y. The **operating ratio** reached 6.4% (as a percentage of retention premiums accrued).

The **combined ratio** reached 106.2%, lower than the 109.8% in 3Q22.

The **comprehensive financing result** decreased -7.6% y/y, totaling 7.7 bp. This took place “in a context of lower inflation measured by the UDI of 2.94%, which is lower than the 5.92% of the same period in 2022, and a greater appreciation of the peso compared to the US dollar at 10.7% as of September of this year, compared to what was observed in 2022, a year in which it appreciated 1.7%, offset by a greater volume of assets and higher interest rates compared to what was observed in 2022”.

Thus, the **net profit** totaled 2,854 mp, +32.8% y/y, as a consequence of the aforementioned results.

1.2 Financial situation

Investments amounted 147.6 bps at the end of September 2023, +0.9% higher than the total of 3Q22.

Technical reserves totaled 160.9 bp vs 156.8 bps, an increase of +2.7% y/y.

The **stockholders' equity** amounted 15.2 bps as of September 2023, which represented a +2.5% increase against the equity recorded in September 2022.

Summary of the Balance Sheet (MXN million)

	3Q23	%	3Q22	%	YoY Change
Investments	147,636	74.3%	146,375	76.7%	+0.9%
Receivables	39,054	19.7%	33,114	17.3%	+17.9%
Reinsurers	4,481	2.3%	5,406	2.8%	-17.1%
Other Assets	4,740	2.4%	3,460	1.8%	+37.0%
Total Assets	198,669	100.0%	190,919	100.0%	+4.1%
Technical Reserves	160,973	81.0%	156,788	89.1%	+2.7%
Reinsurers	1,008	0.5%	1,155	0.7%	-12.7%
Other Liabilities	8,484	4.3%	7,267	4.1%	+16.7%
Total Liabilities	183,426	92.3%	176,041	92.2%	+4.2%
Stockholder's Equity	15,243	7.7%	14,877	7.8%	+2.5%
Total Liabilities + Equity	198,669	100.0%	190,919	100.0%	+4.1%

Source: Prognosis based on GNP

2. 2023 Forecasts

We believe that growth in written premia will be maintained. At Prognosis, we estimate Mexico's GDP growth of ~3.4%, lower than the 3.9% recorded in 2022. We see general inflation closing December at 4.6%, monetary policy rate at 11.25% and MXNUSD at 18.0. On the other hand, we believe that the claims ratio in the lines of medical expenses and life, which negatively affected the industry during the pandemic, will continue to gradually decline.

We forecast written premia to grow around 13% in 2023, similar to 12.6% last year. This growth will be higher than Mexico's nominal GDP growth in 2023 (8%, Prognosis estimate).

We anticipate a substantial decrease in GNPs cost structure, with the combined ratio falling to 106.5% 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 26.3%, similar to that of 2022, and (3) an operating-expenses ratio of 6.7%, a notable improvement compared to 7.7% in 2022. We remain optimistic in this regard given the Zero-Base Budget Initiative implemented by the company.

Our CFR forecast reflects (1) a larger-than-anticipated drop in headline inflation, which diminishes the gain in UDIs, and (2) a much larger-than-expected currency appreciation, which means lower earnings on investments denominated in USD, expressed in pesos. Contrasting these negative effects, we foresee higher technical reserves, in line with premia growth and higher average nominal interest rates, with respect to 2022. The CFR would reach around 10,600 million pesos, 6% lower than that of 2022.

As a result of the foregoing, and using a 30% tax rate, our net profit forecast for 2023 is 3.655 billion pesos, a yearly jump of +39%. This would represent an enviable ROE of 24.6%, more than 7 points higher than in 2022.

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 strong competition in this industry. Its good operating leverage and its healthy financial stance will probably see it continue to consolidate its leading role in Mexico.

4. Valuation

Using a simple average of the valuation obtained by peer multiples and our dividend discount model, we reach a theoretical value of 120.13 pesos per share. For a detailed analysis of the valuation methodology, please refer to chapter 4 of our 4Q22 report, published on March 10, 2023.

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.

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	100,458
(-) Ceded Premiums	3,035	2,990	3,415	4,298	4,119	5,023
Net Retained Premiums	57,296	65,092	69,602	74,656	84,782	95,435
<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	14,315
Retention Premiums Accrued	49,351	55,918	61,687	64,656	71,285	81,120
(-) Acquisition Costs	13,863	15,306	15,816	16,506	18,890	21,331
<i>Acquisition ratio</i>	28.1%	27.4%	25.6%	25.5%	26.5%	26.3%
(-) Insurance claims incurred	34,857	38,570	43,505	51,392	54,230	59,623
<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	166
(-) Net Increase in Other Technical Reserves	25	64	80	89	136	141
Gross Income	1,053	2,404	2,221	-3,324	-1,941	54
(-) Net Operating Expenses	3,782	3,711	4,731	4,604	5,523	5,434
<i>Operating ratio</i>	7.7%	6.6%	7.7%	7.1%	7.7%	6.7%
Operating income (loss)	-2,729	-1,307	-2,510	-7,928	-7,465	-5,379
Comprehensive Financing Result	7,277	7,756	7,878	10,085	11,289	10,600
Earnings before income tax	4,544	6,397	5,303	2,157	3,824	5,221
(-) Income tax payment provision	1,310	1,962	1,559	579	968	1,566
<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	3,655
Minority interest	19,705	24,800	77,491	99,366	76,549	106,238
Majority Net Profit	3,233	4,435	3,743	1,618	2,633	3,654
EPS (TTM)	14.4	19.8	16.7	7.2	11.7	16.3
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%	+13.0%
<i>Net retained premiums growth</i>		+13.6%	+6.9%	+7.3%	+13.6%	+12.6%
<i>Retention premiums accrued growth</i>		+13.3%	+10.3%	+4.8%	+10.3%	+13.8%
<i>Net profit growth</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+38.8%
<i>EPS growth</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+38.8%

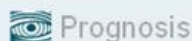
Other Indicators

	2018	2019	2020	2021	2022	2023f
ROE	25.7%	32.9%	25.6%	9.8%	17.0%	24.6%
P/E	2.5	2.1	7.4	17.3	10.6	8.6
P/BV	0.6	0.6	1.7	1.8	1.9	1.9
Book Value Per Share	60.2	65.3	74.0	69.3	66.4	73.9

Balance Sheet Summary of GNP (MXN million)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023f
Assets	151,216	172,051	195,140	201,356	198,824	250,731
Investments	120,816	136,961	154,730	160,697	152,653	202,092
Liabilities	137,733	157,406	178,552	185,832	183,948	234,163
Technical Reserves	121,291	137,877	159,180	167,973	162,274	187,330
Total Equity	13,483	14,645	16,587	15,524	14,876	16,569

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

rgrajales@prognosismex.com



+52 (55) 1013 7353

+52 (55) 2922 5483

Campos Elíseos 400 Piso 3 302-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.



#1 CURRENT ACCOUNT FORECASTER - MEXICO



#3 INFLATION FORECASTER - MEXICO