

En un ambiente difícil, buenos resultados en 2020 vs un extraordinario 2019. Las condiciones de la industria para 2021 lucen retadoras

A pesar del fuerte incremento en el precio de la – ilíquida – acción en 2020, reflejamos un menor valor teórico y un menor precio objetivo

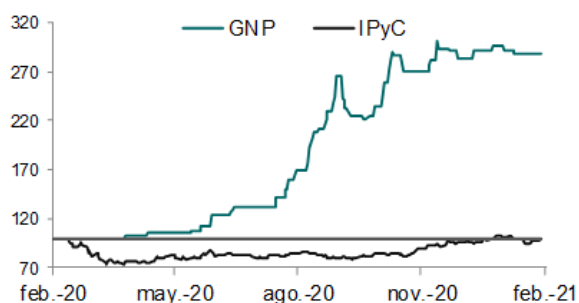
- Considerando la emergencia sanitaria y la fuerte contracción de la economía mexicana (-8.3%), GNP mostró resultados satisfactorios, superiores a los de la industria de seguros y fianzas en México en 2020. La emisión de primas se mantuvo creciendo en todas las líneas de negocio, excepto autos. En el consolidado aumentó +7.2%.
- La pérdida operativa, sin embargo, aumentó 92%, principalmente como consecuencia de una mayor siniestralidad y un aumento importante en los gastos operativos.
- La utilidad neta alcanza 3.74 mmp, una caída de sólo -15.5%, gracias a la estabilidad de los productos financieros. Además, en 2019, hubo una liberación de reservas por cambios en el RCS¹, que mejoró el resultado en ese año.
- Como adelantamos en el reporte del 3T20, se ha iniciado un ciclo de desaceleración en la industria. Esto nos obliga a formular estimaciones conservadoras para 2021, que nos conducen a una utilidad neta estimada de 3.023 mdp, una reducción de 19.2% respecto a 2020. Empero, creemos que este resultado será mejor que el de la industria y posicionará a GNP para seguir aumentando participación de mercado y, eventualmente, aprovechar oportunidades de crecimiento inorgánico en el futuro.
- Incorporando múltiplos comparativos de la coyuntura actual, y contrastando el resultado de nuestro modelo de descuento de dividendos, llegamos a un valor teórico de 115 pesos por cada acción de GNP*, inferior al anterior de 124 ps. Debido a este cambio, reducimos nuestro PO a 12 meses a 80.50 ps., utilizando un descuento de 30% por la precaria bursatilidad de los títulos. Este PO es ligeramente inferior al valor en libros de la acción que estimamos para 2021 en 83.3 ps. Al precio actual de 123 ps., el P/VL estimado al 2021 es de 1.5X, mientras que el múltiplo P/UPA estimado al 2021 es de 9.1X, que no se justifican, a nuestro juicio.
- La acción sigue manteniendo una liquidez marginal, lo que limita la participación minoritaria en los títulos. De hecho, el impresionante incremento en el precio de GNP*, a partir de abril del año pasado, puede explicarse por la especulación en una emisora con muy baja bursatilidad, cuya extrema subvaluación histórica ofrecía un alto rendimiento de sus dividendos.

¹ RCS: Requerimiento de capital de solvencia de la CNSF

Datos Clave

Clave Pizarra	GNP* MM
Bolsa de Valores	BMV
Sector	Financiero / Seguros
Página Oficial	www.gnp.com.mx
Precio Objetivo 12 meses	MXN 80.50
Último Precio	MXN 123.00
Rendimiento Potencial	-34.6%
Rendimiento de 12 Meses de Dividendo	8.0%
Rendimiento de Dividendo Esperado	5.7%
Rendimiento Total Potencial	-28.9%
Rendimiento 12 meses de GNP*	188.7%
UDM Rango de Precios (MXN)	(128.00 - 42.60)
Acciones en Circulación (millones)	224.12
Float (Bloomberg)	29.77%
Bursatilidad	Muy baja
Valor de Capitalización (USD millones)	USD 1,382.00
P/U (12 meses)	7.4
P/VL	1.7

Rendimiento 12 meses vs IPyC



	2018	2019	2020	2021e
Valuación				
P/U	2.5x	2.1x	7.4x	9.1x
P/VL	0.6x	0.6x	1.7x	1.5x
ROE	25.7%	32.9%	25.6%	18.2%

Estimados (MXN millones)

	2018	2019	2020	2021e
Primas Emitidas	60,331	68,082	73,017	75,938
Var. %		+12.8%	+7.2%	+4.0%
Primas de Retención	57,296	65,092	69,602	72,659
Var. %		+13.6%	+6.9%	+4.4%
Utilidad Técnica	631	2,043	2,366	1,121
Var. %		+223.7%	+15.8%	-52.6%
Utilidad Neta	3,234	4,435	3,743	3,023
Var. %		+37.2%	-15.6%	-19.2%
UPA	14.4	19.8	16.7	13.5
Var. %		+37.2%	-15.6%	-19.2%

Estructura de Costos

	2018	2019	2020	2021e
Índice Combinado	106.4%	103.0%	103.8%	105.5%
Índice de Adquisición	28.1%	27.4%	25.6%	27.5%
Índice de Siniestralidad	70.6%	69.0%	70.5%	70.8%
Índice de Operación	7.7%	6.6%	7.7%	7.2%

Fuente: GNP y pronósticos de Prognosis

Nota: Índice combinado se calcula sobre primas de retención devengadas

- **Resultados del 2020/2019. Primas emitidas** crecen +7.2% a/a mientras el costo neto de siniestralidad sube +12.8%. La pérdida operativa crece 92% a -2,510 mdp.
- **Productos financieros suben +1.6%**, por una mayor base de inversión, apuntalada por la devaluación del peso frente al dólar y una mayor inflación medida por la UDI.
- **La utilidad neta** alcanzó los 3,743 mdp al 4T20, una disminución de -15.6%. UPA 12m de 16.7 pesos; con lo que el múltiplo P/U conocido es de 7.4X.
- **Estimaciones 2021.** Vemos primas emitidas creciendo 4%, superando al crecimiento de la industria. Anticipamos un aumento generalizado en la estructura de costos vs 2020, con un índice combinado subiendo desde 103.8% a 105.5% y un RIF ligeramente superior al de 2020. Como resultado de lo anterior, estimamos una utilidad neta de 3,023 mdp en 2021, una caída anual de -19.2%.
- **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, no es imposible que, como resultado de la actual crisis, GNP pueda crecer de manera inorgánica, ante oportunidades potenciales.
- **Valuación.** Utilizando múltiplos comparativos ajustados por la coyuntura actual y nuestro modelo de descuento de dividendos, calculamos un valor teórico para las acciones de GNP de 115.0 pesos y un precio objetivo para los próximos 12 meses de MXN 80.50, 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 4T20

1.1 Resultados consolidados acumulados a diciembre de 2020

Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)			
	Cifras acumuladas		
	4T20	4T19	Variación anual
Primas Emitidas	73,017	68,082	+7.2%
Primas de Retención	69,602	65,092	+6.9%
Primas de Retención Devengadas	61,687	55,918	+10.3%
Costo de Adquisición	15,816	15,306	+3.3%
Costo de Siniestralidad	43,505	38,570	+12.8%
Utilidad (Pérdida) Técnica	2,366	2,043	+15.8%
Gastos de Operación Netos	4,731	3,711	+27.5%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-2,510	-1,307	+92.1%
Resultado Integral de Financiamiento	7,878	7,756	+1.6%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	3,743	4,435	-15.6%
<i>Índice de Adquisición</i>	25.6%	27.4%	-173 pb
<i>Índice de Siniestralidad</i>	70.5%	69.0%	+155 pb
<i>Índice de Operación</i>	7.7%	6.6%	+103 pb
Índice Combinado	103.8%	102.5%	+133 pb

Fuente: Prognosis con base en GNP

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

Emisión de primas creció +7.2% a/a en 4T20 respecto a 4T19. Las primas emitidas sumaron 73,017 millones de pesos (mdp), un avance nominal de +7.2% respecto a los 68,082 mdp del 4T19.

- El ramo "Vida" registró un avance anual de +9%.
- Por su parte, el ramo "Gastos Médicos" creció +11% a/a.
- El ramo "Automóviles" tuvo un decremento de -3% a/a.
- Mientras que, el ramo "Daños", subió +16% a/a.

El costo neto de adquisición sumó 15,816 mdp (+3.3% a/a), 25.6% respecto a la prima devengada, -173 puntos inferior al 4T19.

El costo neto de siniestralidad creció +12.8% a/a, con un **índice de siniestralidad** de 70.5% en 4T20, mayor al 69.0% del 4T19.

El resultado técnico alcanzó 2,366 mdp, lo que contrasta favorablemente contra la utilidad técnica de 2,043 mdp en 4T19.

El gasto de operación neto subió +27.5% a/a con un **índice de operación** de 7.7%, respecto a la prima de devengada. La compañía explica que este importante aumento se debe a una reclasificación de ingresos a otros gastos, como derechos sobre pólizas, y también por inversiones.

Así, el **índice combinado** al 4T20 se situó en 103.8%, +133 puntos superior a lo observado en el 4T19.

El **resultado integral de financiamiento** se incrementó +1.6% a/a alcanzando los 7,878 mdp, resultado de un crecimiento del 13% en las inversiones apoyado, principalmente, en la depreciación del peso frente al dólar en el año de 6%.

La **utilidad del ejercicio** acumulada en el 4T20 fue de 3,743 mdp, una disminución de -16% respecto al 4T19.

1.2 Situación financiera al 4T20.

El saldo de las **inversiones** cerró diciembre 2020 en 154,730 mdp, cifra +13% por arriba de la del 4T19, atribuible al crecimiento de la cartera y a la depreciación del tipo de cambio.

Las **reservas técnicas** sumaron, al cierre del periodo, 159,180 mdp vs 137.877 mdp del 4T19, lo que representó un incremento de +15.5%.

El **capital contable** al cierre del 4T20 sumó 16,587 mdp, un sólido incremento anual de +13.3%, consecuencia de los resultados antes mencionados.

Resumen del Balance General (MXN millones)

	4T20	%	4T19	%	Variación anual
Inversiones	154,730	79.3%	136,961	79.6%	+13.0%
Deudores	29,341	15.0%	25,731	15.0%	+14.0%
Reaseguradores y Reafianzadores	3,712	1.9%	3,075	1.8%	+20.7%
Otros Activos	4,031	2.1%	3,809	2.2%	+5.8%
Suma de Activo	195,140	100.0%	172,051	100.0%	+13.4%
Reservas Técnicas	159,180	81.6%	137,877	87.6%	+15.5%
Reaseguradores y Reafianzadores	568	0.3%	783	0.5%	-27.4%
Otros Pasivos	8,955	4.6%	9,486	6.0%	-5.6%
Suma del Pasivo	178,552	91.5%	157,406	91.5%	+13.4%
Participación controladora del capital	16,586	8.5%	14,645	8.5%	+13.3%
Suma del Capital	16,587	8.5%	14,645	8.5%	+13.3%
Suma del Pasivo y Capital	195,140	100.0%	172,051	100.0%	+13.4%

Fuente: Prognosis con base en GNP

2. Estimaciones 2021

La industria de seguros a nivel mundial tiende a ser resiliente ante choques económicos como el actual, aunque por lo mismo tras el choque, su crecimiento es menor respecto a industrias más cíclicas. De hecho, en 2021 vemos un efecto rezagado del desplome de la economía en 2020, sobre todo en el primer semestre.

Creemos que las primas emitidas crecerán alrededor de 4% en 2021, superando el crecimiento del promedio de la industria, pero inferior al crecimiento del PIB nominal (7.3%) en ese año.

Prevedemos un aumento generalizado en la estructura de costos vs 2020, con un índice combinado subiendo desde 103.8% a 105.5% en 2021, resultado de: (1) un índice de adquisición de 27.5%, normalizándose después de una lectura inusualmente baja en 2020, (2) un índice de siniestralidad subiendo ligeramente a 70.8% y (3) un índice de gastos de operación del 7.2%.

Prevedemos también un comportamiento estable del RIF, sólo un poco superior al de 2020, dado el calce en instrumentos de largo plazo de la emisora y las menores tasas promedio de corto plazo que se esperan en 2021, respecto a 2020.

GNP*

Precio actual: MXN 123.0

Valor teórico: MXN 115.0. Desc. por liquidez: 30%.

Precio objetivo 12 meses: MXN 80.50 / alto riesgo.



Prognosis

Reporte trimestral del 4T20

viernes, 19 de febrero de 2021

Como resultado de lo anterior, llegamos a una utilidad neta de 3,023 mdp en 2021, una caída anual de -19.2%.

Los resultados de GNP serán mejores que los de la industria. Su escala y liderazgo 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, quizás en un par de años, su participación de mercado haya aumentado, consolidando su papel protagónico en México.

Resumen Anual 2016-20 y Estimación 2021 del Edo. de Resultados (MXN millones)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Primas Emitidas	54,701	55,890	60,331	68,082	73,017	75,938
(-) Cedidas	3,858	2,577	3,035	2,990	3,415	3,279
De Retención	50,843	53,313	57,296	65,092	69,602	72,659
Índice de Retención	92.9%	95.4%	95.0%	95.6%	95.3%	95.7%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	7,708	7,595	7,944	9,174	7,915	7,883
Primas de Retención Devengadas	43,135	45,718	49,351	55,918	61,687	64,777
(-) Costo Neto de Adquisición	12,056	12,705	13,863	15,306	15,816	17,793
Índice de Adquisición	27.9%	27.8%	28.1%	27.4%	25.6%	27.5%
(-) Costo Neto de Siniestralidad	30,195	32,917	34,857	38,570	43,505	45,862
Índice de Siniestralidad	70.0%	72.0%	70.6%	69.0%	70.5%	70.8%
Utilidad (Pérdida) Técnica	884	96	631	2,043	2,366	1,121
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	20	41	25	64	80	81
Utilidad (Pérdida) Bruta	1,254	524	1,053	2,404	2,221	970
(-) Gastos de Operación Netos	3,017	3,862	3,782	3,711	4,731	4,691
Índice de Operación	7.0%	8.4%	7.7%	6.6%	7.7%	7.2%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-1,764	-3,338	-2,729	-1,307	-2,510	-3,721
Resultado Integral de Financiamiento	4,972	6,995	7,277	7,756	7,878	8,007
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	3,214	3,644	4,544	6,397	5,303	4,286
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	1,090	975	1,310	1,962	1,559	1,263
Tasa Impositiva	33.9%	26.8%	28.8%	30.7%	29.4%	29.5%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2,124	2,669	3,234	4,435	3,743	3,023
Participación no Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	0	0	0	0	3,743	0
Participación Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	2,124	2,669	3,233	4,435	0	3,023
UPA (12 meses)	9.5	11.9	14.4	19.8	16.7	13.5
Número de Acciones (millones)	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1
<i>Crecimiento en primas emitidas</i>	+17.3%	+2.2%	+7.9%	+12.8%	+7.2%	+4.0%
<i>Crecimiento en primas de retención</i>	+18.1%	+4.9%	+7.5%	+13.6%	+6.9%	+4.4%
<i>Crecimiento en primas de retención devengadas</i>	+15.2%	+6.0%	+7.9%	+13.3%	+10.3%	+5.0%
<i>Crecimiento en utilidades</i>	+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-15.6%	-19.2%
<i>Crecimiento en UPA</i>	+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-15.6%	-19.2%

Otros Rubros e Indicadores

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
ROE	34.4%	23.5%	25.7%	32.9%	25.6%	18.2%
P/U	3.5	2.9	2.5	2.1	7.4	9.1
P/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	1.7	1.5
Valor en Libros por Acción	50.6	56.2	60.2	65.3	74.0	83.3

Resumen del Balance (MXN millones)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e
Activo	142,257	152,717	151,216	172,051	195,140	213,273
Inversiones	108,893	118,142	120,816	136,961	154,730	160,919
Pasivo	130,922	140,122	137,733	157,406	178,552	194,611
Reservas Técnicas	116,557	124,875	121,291	137,877	159,180	175,150
Capital Contable	11,335	12,595	13,483	14,645	16,587	18,662

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
rgrajales@prognosismex.com

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

Campos Elíseos 400 Piso 601-B
Col. Polanco 11560
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.

GNP*

Current price: MXN 123.0.

Theoretical value: MXN 115.0. Liquidity discount: 30%.

12-month target price: MXN 80.50 / high risk.



Prognosis

4Q20 quarterly report

February 19, 2021

In a difficult environment, good results in 2020 vs an extraordinary 2019. Industry conditions for 2021 looks challenging

Despite the strong increase in the price of the – illiquid – shares in 2020, we reflect a lower theoretical value and a lower target price

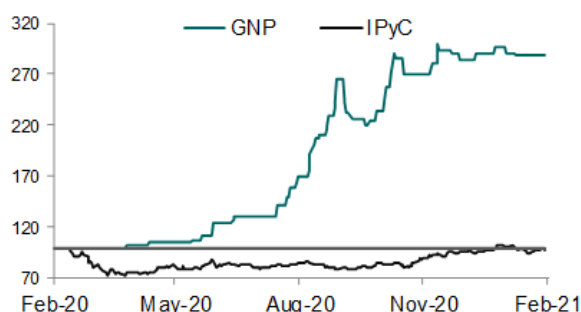
- Considering the health emergency and the deep contraction of the Mexican economy (-8.3%), GNP showed satisfactory results, superior to those of the insurance and surety industry in Mexico in 2020. Written premiums continued to grow in all business lines, except automotive. Consolidated results it increased +7.2%.
- The operating loss, however, increased 92%, mainly as a result of rising claims and higher operating expenses.
- Net profit reached 3.74 billion pesos (bp), dropping only -15.5%, thanks to the stability of financial gains. Besides, in 2019, there was a release of reserves due to changes in the SCR², which improved the result in that year.
- As we anticipated in the 3Q20, a deceleration cycle has begun in the industry. This forces us to formulate conservative forecasts for 2021, which lead us to an estimated net profit of 3.0 billion pesos, a contraction of 19.2% compared to 2020. However, we believe that this outcome will outperform the industry, and will position GNP to continue increasing its market share and eventually take advantage of inorganic growth opportunities in the future.
- Incorporating peer multiple valuation at current prices, and contrasting this result with that of our dividend discount model, we reached a “fair” or theoretical value of 115.0 pesos per each GNP* share, lower than the previous 124 pesos per share. Due to this change, we reduced our 12-month target price to 80.50 pesos., incorporating a 30% discount due to the precarious marketability of the stock. This target price is slightly lower that the book value of the share that we estimate for 2021 at 83.3 pesos. At the current price of 123 ps, the estimated P/BV for 2021 is 1.5X, while the P/EPS multiple estimated for 2021 is 9.1X, which is not warranted, in our opinion.
- The shares continue to maintain marginal liquidity, limiting minority participation. As a matter of fact, the impressive increase in the price of GNP* as of April of this year, may be explained by paramount speculation in very low trading, and therefore volatile, shares. These shares carried an extreme historical undervaluation and therefore offered a highly attractive dividend yield.

² SCR: Solvency capital requirement of the regulator (CNSF)

Key Data

Local Ticker	GNP* MM
Exchange	BMV
Industry	Financials / Insurance
Official Website	www.gnp.com.mx
12-month target price	MXN 80.50
Last Price	MXN 123.00
Expected Return	-34.6%
12 M Dividend Yield	8.0%
Expected Dividend Yield	5.7%
Total Expected Return	-28.9%
LTM Price Return	188.7%
LTM Price Range (MXN)	(128.00 - 42.60)
Outstanding Shares (Millions)	224.12
Float (Bloomberg)	29.77%
Trading Volume	Very low
Market Capitalization (USD Million)	USD 1,382.0
P/E (TTM)	7.4
Price/Book Value	1.7

12M Return vs IPyC



	2018	2019	2020	2021f
Valuation				
P/E	2.5x	2.1x	7.4x	9.1x
P/BV	0.6x	0.6x	1.7x	1.5x
ROE	25.7%	32.9%	25.6%	18.2%

Estimates (MXN million)

	2018	2019	2020	2021f
Gross Written Premiums	60,331	68,082	73,017	75,938
YoY%	+7.9%	+12.8%	+7.2%	+4.0%
Net Retained Premiums	57,296	65,092	69,602	72,659
YoY%	+7.5%	+13.6%	+6.9%	+4.4%
Underwriting Income	631	2,043	2,366	1,121
YoY%	+558.6%	+223.7%	+15.8%	-52.6%
Net Income	3,234	4,435	3,743	3,023
YoY%	+21.2%	+37.2%	-15.6%	-19.2%
EPS	14.4	19.8	16.7	13.5
YoY%	+21.2%	+37.2%	-15.6%	-19.2%

Cost Structure

	2018	2019	2020	2021f
Combined Ratio	106.4%	103.0%	103.8%	105.5%
Acquisition Ratio	28.1%	27.4%	25.6%	27.5%
Claims Ratio	70.6%	69.0%	70.5%	70.8%
Operation Ratio	7.7%	6.6%	7.7%	7.2%

Source: GNP and Prognosis estimates

Combined ratio is calculated over retained premiums

- 4Q20 results.** Written premiums grew +7.2% YoY, while the net cost of claims increased +12.8%. The operating loss grew to -2,510 million pesos (mp).
- Financial gains (CFR) rose +1.6%,** due to a greater investment base, underpinned by the devaluation of the peso against the dollar and higher inflation measured by the UDI.
- Net income** reached 3,743 mp in 4Q20, a -15.6% decrease. EPS for 2020 were 16.7 pesos, so that the P/E ratio for that year was of 7.4X.
- 2021 Forecast.** We estimate written premia growing +4%, outpacing the industry's growth. We also anticipate an increase in the cost structure vs 2020, with a combined ratio rising from 103.8% to 105.5% and a CFR slightly higher than in 2020. Thus, we reached an estimated net profit of 3,023 mp in 2021, an annual drop of -19.2%.
- 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 current crisis, GNP could grow inorganically, in the face of potential opportunities.
- Valuation.** Using peer valuation adjusted by the current situation and our dividend discount model, we reached a theoretical value of 115.0 pesos for the shares of GNP and a 12-month target price of 80.50 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 very low. For this reason, the participation of minority investors in the company is limited.

1. 4Q20 report

1.1 Consolidated and accumulated results in 4Q20.

Summary of the Income Statement (MXN millions)

	Accumulated data		
	4Q20	4Q19	YoY Change
Gross Written Premiums	73,017	68,082	+7.2%
Net Retained Premiums	69,602	65,092	+6.9%
Retention Premiums Accrued	61,687	55,918	+10.3%
Acquisition Costs	15,816	15,306	+3.3%
Insurance Claims Incurred	43,505	38,570	+12.8%
Underwriting (Technical) Income (Loss)	2,366	2,043	+15.8%
Net Operating Expenses	4,731	3,711	+27.5%
Operating Income (Loss)	-2,510	-1,307	+92.1%
Comprehensive Financing Result	7,878	7,756	+1.6%
Net Profit (Loss)	3,743	4,435	-15.6%
<i>Aquisition Ratio</i>	25.6%	27.4%	-173 bp
<i>Claims Ratio</i>	70.5%	69.0%	+155 bp
<i>Operating Ratio</i>	7.7%	6.6%	+103 bp
Combined Ratio	103.8%	102.5%	+133 bp

Source: Prognosis and GNP

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

Written premiums rose +7.2% YoY in 4Q20 vs 4Q19. Written premiums totaled 73 billion pesos (bp) in 4Q20, a nominal growth rate of +7.2% YoY, against the 68.082 bp in 4Q19.

- The Life segment gained +9% YoY.
- The "Medical Expenses" grew +11% YoY.
- The "Automobile" segment decreased -3% YoY.
- The "Property Casualty" segment rose +16% YoY.

The **net acquisition cost** totaled 15.8 bp, (+3.3% YoY). The **acquisition ratio** settled at 25.6% (as a percentage of retention premiums accrued).

The amount of the **insurance claims incurred** increased +12.8% YoY. The **claims ratio** rose to 70.5% (as percentage of retention premiums accrued) from 69.0% in 4Q19.

The **underwriting technical result** reached 2.36 mp in 4Q20, which contrasts favorably against the profit of 2 mp in 4Q19.

Net operating expenses increased +27.5% YoY. The **operating ratio** reached 7.7% (as a percentage of retention premiums accrued). The company explains that this significant increase is explained by certain income being reclassified as other expenses and also because of higher investments in the year.

The **combined ratio** reached 103.8% in 4Q20, higher than the 102.5% in 4Q19.

The **comprehensive financing result** increased +1.6% YoY, totaling 7.8 bp. This is the result of a "13% increase in the investment base and is mainly caused by the 6% weakness of the MXN against the USD".

Thus, the accumulated **net profit** reached 3.7 bp, a fall of -16% compared to 4Q19.

1.2 Financial situation

Investments amounted 154.7 bp at the end of December 2020, +13% higher than the total of 4Q19. The increase in investments is attributed to "the growth observed in written premiums and FX depreciation".

Technical reserves totaled 1589.18 bp vs 137.8 bp, a jump of +15.5% YoY.

The **stockholders' equity** amounted 16.58 bp by December 2020, which represented a +13.3% increase against the equity recorded in December 2019, consequence of the aforementioned results.

Summary of the Balance Sheet (MXN millions)

	4Q20	%	4Q19	%	YoY Change
Investments	154,730	79.3%	136,961	79.6%	+13.0%
Receivables	29,341	15.0%	25,731	15.0%	+14.0%
Reinsurers	3,712	1.9%	3,075	1.8%	+20.7%
Other Assets	4,031	2.1%	3,809	2.2%	+5.8%
Total Assets	195,140	100.0%	172,051	100.0%	+13.4%
Technical Reserves	159,180	81.6%	137,877	87.6%	+15.5%
Reinsurers	568	0.3%	783	0.5%	-27.4%
Other Liabilities	8,955	4.6%	9,486	6.0%	-5.6%
Total Liabilities	178,552	91.5%	157,406	91.5%	+13.4%
Stockholder's Equity	16,587	8.5%	14,645	8.5%	+13.3%
Total Liabilities + Equity	195,140	100.0%	172,051	100.0%	+13.4%

Source: Prognosis based on GNP

2. 2021 Forecasts

The insurance industry worldwide tends to be resilient in the face of economic shocks, like the current one, although for the same reason, after the shock, its growth is less significant compared to more cyclical industries. In fact, in 2021 we see a lagged effect of the collapse of the economy in 2020, especially in the first half of the year.

We believe that written premiums will grow around 4% in 2021, overcoming the average growth of the industry, but below the nominal GDP growth (7.3%) in this year.

We anticipate an increase in the cost structure vs 2020, with a combined ratio rising from 103.8% to 105.5% in 2021, as a result of: (1) an acquisition ratio of 27.5%, normalizing after an unusually low reading in 2020, (2) a claims ratio rising slightly to 70.8% and (3) an operating-expenses ratio of 7.2%.

We also forecast a stable behavior of the CFR, only slightly higher than in 2020, given the match in long-term instruments of the issuer, but the lower average short-term rates expected in 2021, compared to 2020.

As a result, our net profit forecast for 2021 is of 3.023 bp, which would represent a yearly drop of -19.2%.

GNP's results will be stronger than the industry's. Its scale and leadership in the Mexican insurance market positions it to take advantage of crisis like the current one. Its good operating leverage and its healthy financial stance will probably mean that, when the dust settles, perhaps in a couple years, its market share would have significantly increased, consolidating its leading role in Mexico.

2016-2020 Annual Income Statement of GNP and 2021 Forecasts (MXN millions)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021f
Gross Written Premiums	54,701	55,890	60,331	68,082	73,017	75,938
(-) Ceded Premiums	3,858	2,577	3,035	2,990	3,415	3,279
Net Retained Premiums	50,843	53,313	57,296	65,092	69,602	72,659
<i>Retention rate</i>	92.9%	95.4%	95.0%	95.6%	95.3%	95.7%
(-) Net Increase in Provision for Unaccrued Premiums	7,708	7,595	7,944	9,174	7,915	7,883
Retention Premiums Accrued	43,135	45,718	49,351	55,918	61,687	64,777
(-) Acquisition Costs	12,056	12,705	13,863	15,306	15,816	17,793
<i>Acquisition ratio</i>	27.9%	27.8%	28.1%	27.4%	25.6%	27.5%
(-) Insurance claims incurred	30,195	32,917	34,857	38,570	43,505	45,862
<i>Claims ratio</i>	70.0%	72.0%	70.6%	69.0%	70.5%	70.8%
Underwriting (technical) income (loss)	884	96	631	2,043	2,366	1,121
(-) Net Increase in Other Technical Reserves	20	41	25	64	80	81
Gross Income	1,254	524	1,053	2,404	2,221	970
(-) Net Operating Expenses	3,017	3,862	3,782	3,711	4,731	4,691
<i>Operating ratio</i>	7.0%	8.4%	7.7%	6.6%	7.7%	7.2%
Operating income (loss)	-1,764	-3,338	-2,729	-1,307	-2,510	-3,721
Comprehensive Financing Result	4,972	6,995	7,277	7,756	7,878	8,007
Earnings before income tax	3,214	3,644	4,544	6,397	5,303	4,286
(-) Income tax payment provision	1,090	975	1,310	1,962	1,559	1,263
<i>Income tax rate</i>	33.9%	26.8%	28.8%	30.7%	29.4%	29.5%
Net profit (loss)	2,124	2,669	3,234	4,435	3,743	3,023
Minority interest	0	0	0	0	3,743	0
Majority Net Profit	2,124	2,669	3,233	4,435	0	3,023
EPS (TTM)	9.5	11.9	14.4	19.8	16.7	13.5
Number of shares (million)	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1	224.1
<i>Gross written premiums growth</i>	+17.3%	+2.2%	+7.9%	+12.8%	+7.2%	+4.0%
<i>Net retained premiums growth</i>	+18.1%	+4.9%	+7.5%	+13.6%	+6.9%	+4.4%
<i>Retention premiums accrued growth</i>	+15.2%	+6.0%	+7.9%	+13.3%	+10.3%	+5.0%
<i>Net profit growth</i>	+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-15.6%	-19.2%
<i>EPS growth</i>	+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-15.6%	-19.2%

Other Indicators

	2016	2017	2018	2019	2020	2021f
ROE	34.4%	23.5%	25.7%	32.9%	25.6%	18.2%
P/E	3.5	2.9	2.5	2.1	7.4	9.1
P/BV	0.7	0.6	0.6	0.6	1.7	1.5
Book Value Per Share	50.6	56.2	60.2	65.3	74.0	83.3

Balance Sheet Summary of GNP (MXN millions)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021f
Assets	142,257	152,717	151,216	172,051	195,140	213,273
Investments	108,893	118,142	120,816	136,961	154,730	160,919
Liabilities	130,922	140,122	137,733	157,406	178,552	194,611
Technical Reserves	116,557	124,875	121,291	137,877	159,180	175,150
Total Equity	11,335	12,595	13,483	14,645	16,587	18,662

Source: Prognosis, GNP and BMV



Prognosis

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 Eliseos 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.