

Excelentes resultados al 1T23, superan previsiones

Las primas emitidas aumentan 21% y el costo de siniestralidad sólo 14%, en ambos casos sustancialmente superior a nuestra estimación para el periodo

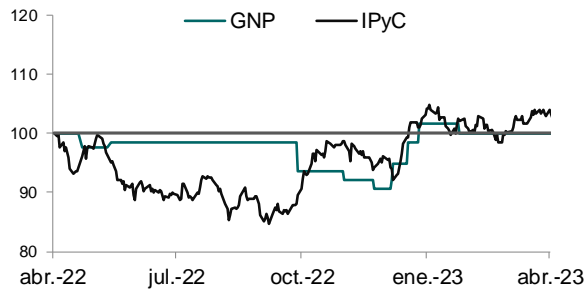
La utilidad neta brinca 67% a 1,598 mdp, 60% mayor a la estimada. No obstante, mantenemos nuestra proyección de utilidad neta para el ejercicio del 2023 en ~4 mil mdp, porque anticipamos que el índice de reclamaciones no resultará tan favorable como el del 1T23, en lo que resta del año

- GNP mantuvo un fuerte crecimiento en todas sus líneas de negocio, excepto “Daños”. El principal contribuyente de ingresos del portafolio de GNP, “Gastos Médicos”, creció 24% respecto al 1T22. Las primas consolidadas crecieron a un sorprendente ritmo de 21%, lo que representó nuevas ganancias en participación de mercado, evidenciando la buena administración de la compañía.
- El índice combinado mejoró significativamente, encabezado por el índice de siniestralidad que cayó a 69% desde 72%. Empero, en lo que resta del año es probable que la siniestralidad aumente por el incremento estacional en “GMM”; aumento en gastos en el ramo de “Autos”, como se está evidenciando en la industria por el aumento de costos de refacciones; y aumentos de costo de reaseguro en el ramo de “Daños”.
- Los productos financieros aumentaron 15% de forma anual, tasa ligeramente inferior a nuestra estimación. Creemos que se mantendrán sólidos porque las tasas nominales serán superiores en promedio. Aunque la inflación será menor y probablemente las pérdidas cambiarias un poco más altas, si se mantiene la revaluación del MXNUSD.
- 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 GNP*. El valor en libros que estimamos a diciembre del 2023 es de 76.4 pesos por acción.

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 123.50
Rendimiento Potencial	-32.0%
Rendimiento de 12 Meses de Dividendo	2.9%
Rendimiento de Dividendo Esperado	5.6%
Rendimiento Total Potencial	-26.3%
Rendimiento 12 meses de GNP*	-2.8%
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 1,534.06

Rendimiento 12 meses vs IPyC



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

Valuación

P/U	7.4x	17.3x	10.6x	6.9x
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	99,569
Var. %		+8.1%	+12.6%	+12.0%
Primas de Retención	69,602	74,656	84,782	94,591
Var. %		+7.3%	+13.6%	+11.6%
Utilidad Técnica	2,366	-3,242	-1,835	-429
Var. %		N.A.	-43.4%	-76.6%
Utilidad Neta	3,743	1,618	2,633	4,034
Var. %		-56.8%	+62.8%	+53.2%
UPA	16.7	7.2	11.7	18.0
Var. %		-56.8%	+62.8%	+53.2%

Estructura de Costos

Índice Combinado	103.8%	112.1%	110.3%	107.9%
Índice de Adquisición	25.6%	25.5%	26.5%	27.5%
Índice de Siniestralidad	70.5%	79.5%	76.1%	73.0%
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 del 1T23/1T22. Primas emitidas** crecen +21.0% a/a, un ritmo significativamente superior a nuestra estimación. El costo neto de siniestralidad aumenta +13.5%, un avance menor a nuestra estimación. La pérdida operativa fue de sólo -627 mdp, 45% inferior al reportado el año pasado y 61% inferior a nuestra estimación.
- El RIF aumenta 16.5%**, en un contexto de mayores tasas de interés nominales y una menor inflación medida por la UDIs. Ello se dio a pesar de una mayor revaluación cambiaría que restó a los productos financieros
- La utilidad neta del 1T23 fue de 1,598 mdp**, un fuerte avance anual de +67%, explicado principalmente por la mejoría en la siniestralidad, el buen control de gastos y los rendimientos del portafolio de inversiones. El dato fue 61% superior a nuestra estimación para el trimestre.
- Estimaciones 2023.** Vemos primas emitidas creciendo 12%, un menor ritmo que el del 2022, en un ambiente de ralentización de la industria, que hasta ahora parece no afectar a GNP. Anticipamos una disminución en el índice combinado que caería a 107.9% desde 110.3 en 2022. Ello reflejaría la continuada normalización del índice de siniestralidad hacia 73.0%, 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 4,034 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 1T23

1.1 Resultados consolidados acumulados a marzo 2023

Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)

	Cifras acumuladas		
	1T23	1T22	Variación anual
Primas Emitidas	26,691	21,991	+21.4%
Primas de Retención	26,038	20,960	+24.2%
Primas de Retención Devengadas	19,275	16,195	+19.0%
Costo de Adquisición	5,320	4,393	+21.1%
Costo de Siniestralidad	13,301	11,714	+13.5%
Utilidad (Pérdida) Técnica	654	87	+653.6%
Gastos de Operación Netos	1,244	1,197	+3.9%
Utilidad (Pérdida) de la Operación	-627	-1,133	-44.6%
Resultado Integral de Financiamiento	2,849	2,445	+16.5%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	1,598	957	+67.1%
Índice de Adquisición	27.6%	27.1%	+47 pb
Índice de Siniestralidad	69.0%	72.3%	-333 pb
Índice de Operación	6.5%	7.4%	-94 pb
Índice Combinado	103.1%	106.9%	-380 pb

Fuente: Prognosis con base en GNP

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

Emisión de primas creció +21.4% a/a en 1T23 respecto a 1T22. Las primas emitidas sumaron 26,691 millones de pesos (mdp), un avance nominal de +21.4% respecto a los 21,991 mdp del 1T22.

- El ramo "Vida" registró un avance de +18 % a/a.
- Por su parte, el ramo "Gastos Médicos" creció +24% a/a.
- El ramo "Automóviles" anotó un incremento de +37% a/a.
- Mientras que, el ramo "Daños", disminuyó -25% a/a.

El costo neto de siniestralidad aumentó +13.5% a/a, con un **índice de siniestralidad** de 69.0% en 1T23, menor al 72.3% del 1T22.

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		
	1T23	1T22	Variación anual
Primas Emitidas	26,691	21,991	+21.4%
Ingresos de las subsidiarias	26	24	+8.3%
Operaciones por partes relacionadas entre GNP y sus subsidiarias	-12	-10	+20.0%
Emisión de GNP No Consolidada	26,677	21,978	+21.4%
<i>Ramo de Vida</i>	8,700	7,352	+18.3%
<i>Ramo de Gastos Médicos</i>	11,222	9,033	+24.2%
<i>Ramo de Automóviles</i>	5,685	4,163	+36.6%
<i>Ramo Daños</i>	1,069	1,429	-25.2%
Costo Neto de Siniestralidad	13,301	11,714	+13.5%
Costo de las subsidiarias	1	-1	N.A.
Costo de operaciones por partes relacionadas entre GNP y sus subsidiarias	-35	-30	+16.7%
Costo de GNP No Consolidada	13,335	11,746	+13.5%
<i>Ramo de Vida</i>	4,748	4,608	+3.0%
<i>Ramo de Gastos Médicos</i>	5,409	4,649	+16.3%
<i>Ramo de Automóviles</i>	3,030	2,346	+29.2%
<i>Ramo Daños</i>	149	142	+4.9%

Fuente: Prognosis con base en GNP

N.A.: no aplica

El costo neto de adquisición sumó 5,320 mdp (+21.1% a/a), 27.6% respecto a la prima devengada.

El resultado técnico cerró el trimestre en 654 mdp, lo que contrasta favorablemente contra la ganancia técnica de 87 mdp en 1T22.

El gasto de operación neto aumentó +3.9% a/a con un **índice de operación** de 6.5%, respecto a la prima de devengada. Este resultado se debe principalmente a la mayor PTU generada por los mejores resultados respecto al año anterior y mayores honorarios

Así, el **índice combinado** del 1T23 fue de 103.1%, inferior al 106.9% del 1T22.

El **resultado integral de financiamiento** avanzó +16.5% a/a alcanzando los 2,849 mdp. Lo anterior se da "en un contexto de mayores tasas de interés a pesar de una menor inflación medida por la UDI del 1.67% que resulta menor al 1.89% del mismo periodo de 2022, y una mayor apreciación del peso respecto al dólar estadounidense en 7.6% al primer trimestre de este año, comparado con lo observado en 2022, año en el que se apreció 2.8%".

La utilidad del ejercicio acumulada en el 1T23 fue de 1,598 mdp, un rebote anual del +67%, respecto a los 957 mdp alcanzados en el 1T22.

1.2 Situación financiera del 1T23

El saldo de las **inversiones** cerró marzo del 2023 en 155,808 mdp, cifra -0.1% por debajo de la del 1T22.

Las **reservas técnicas** sumaron, al cierre del periodo, 166,142 mdp vs 163,865 mdp del 1T22, lo que representó un incremento de +1.4%.

El **capital contable** al cierre de marzo sumó 16,333 mdp, un aumento de +6.7% anual, consecuencia de los resultados antes mencionados.

Resumen del Balance General (MXN millones)

	1T23	%	1T22	%	Variación anual
Inversiones	155,808	75.8%	155,964	77.4%	-0.1%
Deudores	38,891	18.9%	33,694	16.7%	+15.4%
Reaseguradores y Reafianzadores	4,048	2.0%	5,181	2.6%	-21.9%
Otros Activos	4,078	2.0%	3,099	1.5%	+31.6%
Suma de Activo	205,666	100.0%	201,517	100.0%	+2.1%
Reservas Técnicas	166,142	80.8%	163,865	88.0%	+1.4%
Reaseguradores y Reafianzadores	779	0.4%	1,114	0.6%	-30.1%
Otros Pasivos	8,990	4.4%	7,731	4.2%	+16.3%
Suma del Pasivo	189,333	92.1%	186,213	92.4%	+1.7%
Participación controladora del capital	16,333	7.9%	15,303	7.6%	+6.7%
Suma del Capital	16,334	7.9%	15,304	7.6%	+6.7%
Suma del Pasivo y Capital	205,666	100.0%	201,517	100.0%	+2.1%

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 ~1.9%, 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 12% en 2023, similar al 12.6% del año pasado, Este crecimiento será superior al crecimiento del PIB nominal en 2023 (7%, estimación de Prognosis).

Prevedemos una disminución en la estructura de costos vs 2022, con un índice combinado bajando a 107.9% desde 110.3% en 2022, encabezado por: (1) un índice de siniestralidad normalizándose hacia 73%, 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 4,034 mdp en 2023, un brinco anual de 53%. Ello representaría un envidiable ROE del 27.1%.

GNP*

Precio actual: MXN 123.5

Valor teórico: MXN 120.0. Desc. por liquidez: 30%.

Precio objetivo 12 meses: MXN 84.0 / alto riesgo.

 Prognosis

Reporte trimestral del 1T23

jueves, 04 de mayo de 2023

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

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	99,569
(-) Cedidas	3,035	2,990	3,415	4,298	4,119	4,978
De Retención	57,296	65,092	69,602	74,656	84,782	94,591
<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	14,189
Primas de Retención Devengadas	49,351	55,918	61,687	64,656	71,285	80,402
(-) Costo Neto de Adquisición	13,863	15,306	15,816	16,506	18,890	22,138
<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	58,694
<i>Índice de Siniestralidad</i>	70.6%	69.0%	70.5%	79.5%	76.1%	73.0%
Utilidad (Pérdida) Técnica	631	2,043	2,366	-3,242	-1,835	-429
(-) 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	-541
(-) Gastos de Operación Netos	3,782	3,711	4,731	4,604	5,523	5,895
<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	-6,436
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	5,763
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	1,310	1,962	1,559	579	968	1,729
<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	4,034
Participación no Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	19,705	24,800	77,491	99,366	76,549	117,275
Participación Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	3,233	4,435	3,743	1,618	2,633	4,034
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%	+12.0%
<i>Crecimiento en primas de retención</i>		+13.6%	+6.9%	+7.3%	+13.6%	+11.6%
<i>Crecimiento en primas de retención devengadas</i>		+13.3%	+10.3%	+4.8%	+10.3%	+12.8%
<i>Crecimiento en utilidades</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+53.2%
<i>Crecimiento en UPA</i>		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+53.2%

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	6.9
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	76.4

Resumen del Balance (MXN millones)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Activo	151,216	172,051	195,140	201,356	198,824	253,138
Inversiones	120,816	136,961	154,730	160,697	152,653	200,303
Pasivo	137,733	157,406	178,552	185,832	183,948	236,004
Reservas Técnicas	121,291	137,877	159,180	167,973	162,274	188,803
Capital Contable	13,483	14,645	16,587	15,524	14,876	17,134

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.



Excellent results for 1Q23, well above forecasts

Written premia grew 21% and net cost of claims only 14%, both better than our estimates for the period

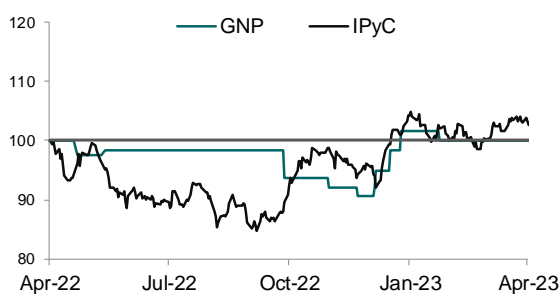
Net profit rose 67%, to 1,598 million pesos, 60% higher than our forecast. However, we maintain our profit estimate for 2023 at ~4,000 mp, because we believe that the claims ratio won't be as favorable as that of 1Q23

- GNP maintained strong growth in all its business lines, except the "Property Casualty" segment. The main income contributor of the GNP portfolio, "Medical expenses", grew 24% compared to 1Q22. Written premiums rose at an astonishing rate of 21%, representing further gains in market share, evidencing the good management of the company.
- The combined ratio improved significantly, led by the claims ratio which fell to 69% from 72%. However, in the remainder of the year it is likely that the claims ratio will increase due to the seasonal increase in "Medical Expenses"; rising expenses in the "Auto" branch -- as is being evidenced in the industry due to an increase in spare parts costs; and increases in reinsurance costs in the field of "Property Casualty".
- Financial products rose 15% annually, slightly below our estimate. We believe they will remain strong because nominal rates will be higher than 2022, on average. Although inflation will be lower and foreign exchange losses probably a bit higher, if the revaluation of the MXNUSD is maintained.
- We reiterate our theoretical value for GNP* at 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.

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 123.50
Expected Return	-32.0%
12 M Dividend Yield	2.9%
Expected Dividend Yield	5.6%
Total Expected Return	-26.3%
LTM Price Return	-2.8%
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)	1534.06

12M Return vs IPyC



	2020	2021	2022	2023f
Valuation				
P/E	7.4x	17.3x	10.6x	6.9x
P/BV	1.7x	1.8x	1.9x	1.6x
ROE	25.6%	9.8%	17.0%	27.1%

Estimates (MXN million)

	2020	2021	2022	2023f
Gross Written Premiums	73,017	78,954	88,901	99,569
YoY%		+8.1%	+12.6%	+12.0%
Net Retained Premiums	69,602	74,656	84,782	94,591
YoY%		+7.3%	+13.6%	+11.6%
Underwriting Income	2,366	-3,242	-1,835	-429
YoY%		n.m.	-43.4%	-76.6%
Net Income	3,743	1,618	2,633	4,034
YoY%		-56.8%	+62.8%	+53.2%
EPS	16.7	7.2	11.7	18.0
YoY%		-56.8%	+62.8%	+53.2%

Cost Structure

	2020	2021	2022	2023f
Combined Ratio	103.8%	112.1%	110.3%	107.9%
Acquisition Ratio	25.6%	25.5%	26.5%	27.5%
Claims Ratio	70.5%	79.5%	76.1%	73.0%
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

- 1Q23/1Q22 Results.** Written premia grew +21% YoY, a pace significantly higher than our estimate. Net cost of claims increased +13.5%, lower than our estimate. The operating loss was only -627 million pesos (mp), 45% lower than the reported last year and 61% below our estimate.
- Financial gains grew +16.5%**, in a context of higher nominal interest rates and lower inflation as measured by the UDIs. This occurred despite a greater revaluation rate that subtracted from financial products.
- Net income** reached 1,598 mp in 1Q23, a +67% jump vs 1Q22; mainly explained by the improvement in claims, good expenses control and the investment portfolio returns. This data was 61% higher than our estimate for the quarter.
- 2023 Forecast.** We estimate written premia growth of +12%, a lower rate than in 2022, within an industry slowdown environment, which so far hasn't affected GNP. We also anticipate a decline in the combined ratio to 107.9% from 110.3% in 2022. This would reflect the claims-ratio normalization towards 73.0%, 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, with a CFR of 12,200 mp, in line with our inflation and interest rate estimates. As a result of the above, we project a net profit of 4,034 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.

1.1Q23 report

1.1 Consolidated an accumulated result in 1Q23

Summary of the Income Statement (MXN million)			
	Accumulated data		
	1Q23	1Q22	YoY Change
Gross Written Premiums	26,691	21,991	+21.4%
Net Retained Premiums	26,038	20,960	+24.2%
Retention Premiums Accrued	19,275	16,195	+19.0%
Acquisition Costs	5,320	4,393	+21.1%
Insurance Claims Incurred	13,301	11,714	+13.5%
Underwriting (Technical) Income (Loss)	654	87	+653.6%
Net Operating Expenses	1,244	1,197	+3.9%
Operating Income (Loss)	-627	-1,133	-44.6%
Comprehensive Financing Result	2,849	2,445	+16.5%
Net Profit (Loss)	1,598	957	+67.1%
<i>Acquisition Ratio</i>	27.6%	27.1%	+47 bp
<i>Claims Ratio</i>	69.0%	72.3%	-333 bp
<i>Operating Ratio</i>	6.5%	7.4%	-94 bp
Combined Ratio	103.1%	106.9%	-380 bp

Source: Prognosis and GNP

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

Accumulated written premiums as of March 2023 rose +21.4% y/y vs March 2022. Written premiums totaled 26.7 billion pesos (bp) in 1Q23, a nominal growth rate of +21.4% y/y, against the 21.9 bp in 1Q22.

- The Life segment increased +18% y/y.
- The "Medical Expenses" grew +24% y/y.
- The "Automobile" segment rose +37% y/y.
- The "Property Casualty" segment fell -25% y/y.

The amount of the **insurance claims incurred** increased +13.5% y/y. The **claims ratio** fell to 69% (as percentage of retention premiums accrued) from 72.3% in 1Q22.

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		
	1Q23	1Q22	YoY Change
Gross Written Premiums	26,691	21,991	+21.4%
Subsidiary income	26	24	+8.3%
Operations by related parties between GNP and its subsidiaries	-12	-10	+20.0%
Issuance of unconsolidated GNP	26,677	21,978	+21.4%
<i>Life segment</i>	8,700	7,352	+18.3%
<i>Medical Expenses segment</i>	11,222	9,033	+24.2%
<i>Automobile segment</i>	5,685	4,163	+36.6%
<i>Property Casualty segment</i>	1,069	1,429	-25.2%
Insurance claims incurred	13,301	11,714	+13.5%
Subsidiary cost	1	-1	n.m.
Cost of operations by related parties between GNP and its subsidiaries	-35	-30	+16.7%
Cost of unconsolidated GNP	13,335	11,746	+13.5%
<i>Life segment</i>	4,748	4,608	+3.0%
<i>Medical Expenses segment</i>	5,409	4,649	+16.3%
<i>Automobile segment</i>	3,030	2,346	+29.2%
<i>Property Casualty segment</i>	149	142	+4.9%

Source: Prognosis and GNP

n.m.: not meaningful

The **net acquisition cost** totaled 5.3 bp, (+21.1% y/y), with an **acquisition ratio** of 27.6%.

The **underwriting technical result** totaled 654 mp in 1Q23, which contrasts favorably against the technical gain of 87 mp in 1Q22.

Net operating expenses rose +3.9% y/y. The **operating ratio** reached 6.5% (as a percentage of retention premiums accrued). This result is mainly due to higher PTU generated by better results compared to the previous year and higher fees.

The **combined ratio** reached 103.1%, lower than the 106.9% in 1Q22.

The **comprehensive financing result** increased +16.5% y/y, totaling 2.85 bp. The CFR increased “in a context of higher interest rates despite lower inflation measured by the UDI of 1.67%, which is lower than the 1.89% of the same period of 2022, and a greater appreciation of the peso against the US dollar by 7.6% in the first quarter of this year, compared to what was observed in 2022, the year in which it appreciated 2.8%”.

Thus, the **net profit** totaled 1,598 mp, +67% y/y against the 957 mp in 1Q22.

1.2 Financial situation

Investments amounted to 155.8 bps at the end of March 2023, -0.1% lower than the total of 1Q22.

Technical reserves totaled 166.1 bp vs 163.8 bps, a rise of +1.4% y/y.

The **stockholders' equity** amounted 16.3 bps as of March 2023, which represented a +6.7% increase against the equity recorded in March 2022.

Summary of the Balance Sheet (MXN million)

	1Q23	%	1Q22	%	YoY Change
Investments	155,808	75.8%	155,964	77.4%	-0.1%
Receivables	38,891	18.9%	33,694	16.7%	+15.4%
Reinsurers	4,048	2.0%	5,181	2.6%	-21.9%
Other Assets	4,078	2.0%	3,099	1.5%	+31.6%
Total Assets	205,666	100.0%	201,517	100.0%	+2.1%
Technical Reserves	166,142	80.8%	163,865	88.0%	+1.4%
Reinsurers	779	0.4%	1,114	0.6%	-30.1%
Other Liabilities	8,990	4.4%	7,731	4.2%	+16.3%
Total Liabilities	189,333	92.1%	186,213	92.4%	+1.7%
Stockholder's Equity	16,334	7.9%	15,304	7.6%	+6.7%
Total Liabilities + Equity	205,666	100.0%	201,517	100.0%	+2.1%

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 ~1.9%, 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 12% in 2023, below 12.6% last year. This growth will be higher than Mexico's nominal GDP growth in 2023 (7%, Prognosis estimate).

We anticipate a fall in GNPs cost structure vs 2022, with the combined ratio falling to 107.9% from 110.3% in 2022, as a result of: (1) the claims-ratio normalizing towards 73%, 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 4.034 billion pesos, a yearly jump of +53%. This would represent an enviable ROE of 27.1%.

3. Medium-term vision

GNP's scale and leadership in the Mexican insurance market, positions it to take advantage of slowdowns like the current one. Its good operating leverage and its healthy financial stance will probably mean that, when the dust settles, its market share would have significantly increased, consolidating 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	99,569
(-) Ceded Premiums	3,035	2,990	3,415	4,298	4,119	4,978
Net Retained Premiums	57,296	65,092	69,602	74,656	84,782	94,591
Retention rate	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	14,189
Retention Premiums Accrued	49,351	55,918	61,687	64,656	71,285	80,402
(-) Acquisition Costs	13,863	15,306	15,816	16,506	18,890	22,138
Acquisition ratio	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	58,694
Claims ratio	70.6%	69.0%	70.5%	79.5%	76.1%	73.0%
Underwriting (technical) income (loss)	631	2,043	2,366	-3,242	-1,835	-429
(-) Net Increase in Other Technical Reserves	25	64	80	89	136	141
Gross Income	1,053	2,404	2,221	-3,324	-1,941	-541
(-) Net Operating Expenses	3,782	3,711	4,731	4,604	5,523	5,895
Operating ratio	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	-6,436
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	5,763
(-) Income tax payment provision	1,310	1,962	1,559	579	968	1,729
Income tax rate	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	4,034
Minority interest	19,705	24,800	77,491	99,366	76,549	117,275
Majority Net Profit	3,233	4,435	3,743	1,618	2,633	4,034
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
Gross written premiums growth		+12.8%	+7.2%	+8.1%	+12.6%	+12.0%
Net retained premiums growth		+13.6%	+6.9%	+7.3%	+13.6%	+11.6%
Retention premiums accrued growth		+13.3%	+10.3%	+4.8%	+10.3%	+12.8%
Net profit growth		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+53.2%
EPS growth		+37.2%	-15.6%	-56.8%	+62.8%	+53.2%

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	6.9
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	76.4

Balance Sheet Summary of GNP (MXN million)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023f
Assets	151,216	172,051	195,140	201,356	198,824	253,138
Investments	120,816	136,961	154,730	160,697	152,653	200,303
Liabilities	137,733	157,406	178,552	185,832	183,948	236,004
Technical Reserves	121,291	137,877	159,180	167,973	162,274	188,803
Total Equity	13,483	14,645	16,587	15,524	14,876	17,134

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.