

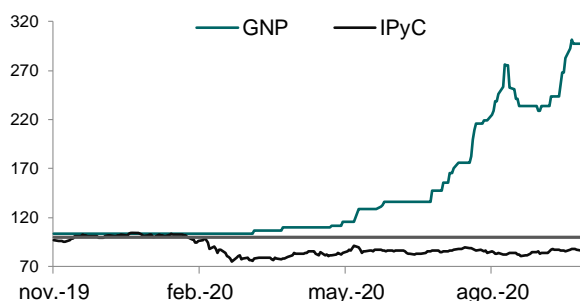
## **Fuerte aumento en la siniestralidad afecta los resultados del 3T20. Mientras el precio de la – ilíquida – acción explota y se acerca a su valor teórico**

- **En un entorno depresivo, la emisión de primas se mantiene creciendo en todas las líneas de negocio, excepto autos.**
  - **Primas totales y RIF resultan por debajo de nuestras expectativas. Índice combinado, por arriba.**
  - **Reducimos estimaciones para 2020. Parece haberse iniciado un ciclo de desaceleración en la industria.**
  - **Nuevo precio objetivo inferior al precio actual.**
- ✓ A pesar de la emergencia sanitaria y la fuerte contracción de la economía mexicana, GNP muestra resultados satisfactorios, superiores a los de la industria de seguros y fianzas en México. La utilidad técnica saltó 58%, mientras el RIF subió 7%, apuntalando una utilidad neta al 3T20 de 3,394 millones de pesos (mp), ligeramente por debajo de nuestra estimación.
- ✓ El impresionante incremento en el precio de GNP\* a partir de abril de este año, admite tres posibles explicaciones, a nuestro juicio: (1) la extrema subvaluación histórica de los títulos y el alto rendimiento de sus dividendos, (2) la resiliencia mostrada por la compañía en un ambiente de depresión económica y (3) la especulación en una emisora con muy baja bursatilidad
- ✓ Dado lo anterior, revisamos el precio objetivo que asignamos a GNP\*. Aunque reafirmamos que su valor teórico se encuentra alrededor de 124 pesos por acción, creemos que el precio actual de 115.0, no refleja adecuadamente la iliquidez de los títulos, por lo que creemos que un descuento por esta razón, de -30% (antes -50%), es adecuado. Así, nuestro nuevo objetivo es de 87 pesos, muy similar al valor en libros de la acción al 3T20 (84.4 pesos). Al precio actual, el P/VL es de 1.4X mientras que el múltiplo P/UPA estimado al 2020 es de 6.1X. Estos múltiplos son similares al de empresas comparativas registradas en bolsas globales.
- ✓ La acción sigue manteniendo una marginal liquidez, lo que limita la participación minoritaria en los títulos.

### Datos Clave

Clave Pizarra	-----GNP* MM
Bolsa de Valores	-----BMV
Sector	-----Financiero / Seguros
Página Oficial	-----www.gnp.com.mx
Precio Objetivo 12 meses	-----MXN 87.00
Último Precio	-----MXN 115.00
Rendimiento Potencial	-----24.3%
Rendimiento de 12 Meses de Dividendo	-----7.8%
Rendimiento de Dividendo Esperado	-----6.1%
Rendimiento Total Potencial	-----18.3%
Rendimiento 12 meses de GNP*	-----180.5%
UDM Rango de Precios (MXN)	----- (123.60 - 41.00)
Acciones en Circulación (millones)	-----224.12
Float (Bloomberg)	-----29.77%
Bursatilidad	-----Muy baja
Valor de Capitalización (USD millones)	-----USD 1,213.47
P/U (12 meses)	-----5.9
P/VL	-----1.4

### Rendimiento 12 meses vs IPyC



- **Resultados del 3T20/3T19. Primas emitidas** crecen +7.4% a/a mientras el costo neto de siniestralidad sube +15.1%. La pérdida operativa aumenta a -638 mdp.

- **Productos financieros suben +7%**, por una mayor base de inversión, apuntalada por la devaluación del peso frente al dólar.

- **La utilidad neta** alcanzó los 3,394 mdp en 3T20, una disminución de -0.9%. UPA 12m de 19.65 pesos; con lo que el múltiplo P/U es de 6.2X.

- **Estimaciones 2020 y preliminares al 2021.** Dada una difícil base de comparación, ya que 2019 fue un año muy bueno, y a la luz de los resultados al 3T20, estamos estimando un crecimiento de primas emitidas de +6%, un índice combinado de 103.3 y un RIF similar al del 2019. Como resultado de lo anterior, llegamos a una utilidad neta de 3,964 mdp en 2020, una caída anual de -10.6%.

Para 2021, estamos considerando, **de manera preliminar**, un crecimiento del 3% en primas, un índice combinado del 106.0 y un avance en el RIF del 6%. Los supuestos definitivos los introduciremos hasta ver el resultado del 4T20.

- **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 y nuestro modelo de descuento de dividendos, calculamos un valor teórico para las acciones de GNP de 124.0 pesos y un precio objetivo para los próximos 12 meses de de MXN 87.0, 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.

	2017	2018	2019	2020e
<b>Valuación</b>				
P/U	2.9x	2.5x	2.1x	6.5x
P/VL	0.6x	0.6x	0.6x	1.4x
ROE	23.5%	25.7%	32.9%	27.1%

### Estimados (MXN millones)

Primas Emitidas	55,890	60,331	68,082	72,286
Var. %		+7.9%	+12.8%	+6.2%
Primas de Retención	53,313	57,296	65,092	68,939
Var. %		+7.5%	+13.6%	+5.9%
Utilidad Técnica	96	631	2,043	2,818
Var. %		+558.6%	+223.7%	+38.0%
Utilidad Neta	2,669	3,234	4,435	3,964
Var. %		+21.2%	+37.2%	-10.6%
UPA	11.9	14.4	19.8	17.7
Var. %		+21.2%	+37.2%	-10.6%

### Rentabilidad

Índice Combinado	108.2%	106.4%	103.0%	103.3%
Índice de Adquisición	27.8%	28.1%	27.4%	24.8%
Índice de Siniestralidad	72.0%	70.6%	69.0%	70.7%
Índice de Operación	8.4%	7.7%	6.6%	7.8%

Fuente: GNP y pronósticos de Prognosis

Nota: Índice combinado se calcula sobre primas de retención devengadas

## 1. Reporte 3T20

### 1.1 Resultados consolidados acumulados a septiembre de 2020

#### Resumen del Estado de Resultados (MXN millones)

	Cifras acumuladas		
	3T20	3T19	Variación anual
<b>Primas Emitidas</b>	<b>52,637</b>	<b>49,006</b>	<b>+7.4%</b>
<b>Primas de Retención</b>	<b>49,880</b>	<b>46,502</b>	<b>+7.3%</b>
<b>Primas de Retención Devengadas</b>	<b>45,489</b>	<b>40,023</b>	<b>+13.7%</b>
Costo de Adquisición	11,227	10,837	+3.6%
Costo de Siniestralidad	31,787	27,616	+15.1%
<b>Utilidad (Pérdida) Técnica</b>	<b>2,475</b>	<b>1,570</b>	<b>+57.6%</b>
Gastos de Operación Netos	3,546	2,548	+39.2%
<b>Utilidad (Pérdida) de la Operación</b>	<b>-1,161</b>	<b>-638</b>	<b>+81.9%</b>
Resultado Integral de Financiamiento	5,933	5,560	+6.7%
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>3,394</b>	<b>3,427</b>	<b>-0.9%</b>
<i>Índice de Adquisición</i>	24.7%	27.1%	-240 pb
<i>Índice de Siniestralidad</i>	69.9%	69.0%	+88 pb
<i>Índice de Operación</i>	7.8%	6.4%	+143 pb
<b>Índice Combinado</b>	<b>102.4%</b>	<b>102.5%</b>	<b>-14 pb</b>

Fuente: Prognosis con base en GNP

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

**Emisión de primas creció +7% a/a en 3T20 respecto a 3T19.** Las primas emitidas sumaron 52,637 millones de pesos (mdp), un avance nominal de +7.4% respecto a los 49,006 mdp del 3T19.

- El ramo "Vida" registró un avance anual de +10%.
- Por su parte, el ramo "Gastos Médicos" creció +9% a/a.
- El ramo "Automóviles" tuvo un ligero incremento de +0.1% a/a.
- Mientras que, el ramo "Daños", subió +12% a/a.

**El costo neto de adquisición** sumó 11,227 mdp (+3.6% a/a), 24.7% respecto a la prima devengada, -240 puntos inferior al 3T19.

**El costo neto de siniestralidad** creció +15.1% a/a, con un **índice de siniestralidad** de 69.9% en 3T20, mayor al 69.0% del 3T19.

**El resultado técnico** alcanzó 2,475 mdp, lo que contrasta favorablemente contra la utilidad técnica de 1,570 mdp en 3T19.

**El gasto de operación neto** subió +39.2% a/a con un **índice de operación** de 7.8%, respecto a la prima de devengada.

Así, el **índice combinado** al 3T20 se situó en 102.4%, sin cambios respecto a lo observado en el 3T19.

El **resultado integral de financiamiento** se incrementó +6.7% a/a alcanzando los 5,933 mdp, resultado de un crecimiento del 14% en las inversiones apoyado, principalmente, en la depreciación del peso frente al dólar en el año de 17%.

La **utilidad del ejercicio** acumulada en el 3T20 fue de 3,394 mdp, una disminución de -1% respecto al 3T19.

## 1.2 Situación financiera al 3T20.

El saldo de las **inversiones** cerró septiembre 2020 en 157,168 mdp, cifra +14.5% por arriba de la del 3T19, atribuible al crecimiento de la cartera y a la depreciación del tipo de cambio.

Las **reservas técnicas** sumaron, al cierre del periodo, 158,327 mdp vs 136,604 mdp del 3T19, lo que representó un incremento de +15.9%.

El **capital contable** al cierre del 3T20 sumó 18,919 mdp, un sólido incremento anual de +18.6%, consecuencia de los resultados antes mencionados.

### Resumen del Balance General (MXN millones)

	3T20	%	3T19	%	Variación anual
Inversiones	157,168	80.1%	137,323	80.8%	+14.5%
Deudores	28,929	14.7%	23,790	14.0%	+21.6%
Reaseguradores y Reafianzadores	2,998	1.5%	3,169	1.9%	-5.4%
Otros Activos	3,594	1.8%	3,408	2.0%	+5.5%
<b>Suma de Activo</b>	<b>196,198</b>	<b>100.0%</b>	<b>170,058</b>	<b>100.0%</b>	<b>+15.4%</b>
Reservas Técnicas	158,327	80.7%	136,604	88.6%	+15.9%
Reaseguradores y Reafianzadores	884	0.5%	779	0.5%	+13.5%
Otros Pasivos	8,843	4.5%	8,440	5.5%	+4.8%
<b>Suma del Pasivo</b>	<b>177,279</b>	<b>90.4%</b>	<b>154,108</b>	<b>90.6%</b>	<b>+15.0%</b>
Participación controladora del capital	18,921	9.6%	15,950	9.4%	+18.6%
<b>Suma del Capital</b>	<b>18,919</b>	<b>9.6%</b>	<b>15,949</b>	<b>9.4%</b>	<b>+18.6%</b>
Suma del Pasivo y Capital	196,198	100.0%	170,058	100.0%	+15.4%

Fuente: Prognosis con base en GNP

## 2. Estimaciones 2020 a la luz del Covid-19 y primer vistazo al 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.

En el caso de GNP, creemos que su escala y posición de liderazgo en el mercado de seguros mexicano la posiciona para aprovechar crisis como la actual. Su fuerte apalancamiento operativo y su muy 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.

Dada una difícil base de comparación, ya que 2019 fue un año muy bueno, y a la luz de los resultados al 3T20, estamos estimando un crecimiento de primas emitidas de 6%, un índice combinado de 103.3 y un RIF similar al del 2019. Como resultado de lo anterior, llegamos a una utilidad neta de 3,964 mdp en 2020, una caída anual de -10.6%.

Para 2021, estamos considerando, **de manera preliminar**, un crecimiento del 3% en primas, un índice combinado del 106.0 y un avance en el RIF del +6%.

## Resumen Anual 2016-19 y Estimación 2020 del Edo. de Resultados (MXN millones)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
<b>Primas Emitidas</b>	<b>46,631</b>	<b>54,701</b>	<b>55,890</b>	<b>60,331</b>	<b>68,082</b>	<b>72,286</b>
(-) Cedidas	3,583	3,858	2,577	3,035	2,990	3,347
<b>De Retención</b>	<b>43,047</b>	<b>50,843</b>	<b>53,313</b>	<b>57,296</b>	<b>65,092</b>	<b>68,939</b>
Índice de Retención	92.3%	92.9%	95.4%	95.0%	95.6%	95%
(-) Incremento Neto de la Reserva de Riesgos	5,607	7,708	7,595	7,944	9,174	6,279
<b>Primas de Retención Devengadas</b>	<b>37,441</b>	<b>43,135</b>	<b>45,718</b>	<b>49,351</b>	<b>55,918</b>	<b>62,660</b>
<b>(-) Costo Neto de Adquisición</b>	<b>10,725</b>	<b>12,056</b>	<b>12,705</b>	<b>13,863</b>	<b>15,306</b>	<b>15,520</b>
Índice de Adquisición	28.6%	27.9%	27.8%	28.1%	27.4%	25%
<b>(-) Costo Neto de Siniestralidad</b>	<b>27,737</b>	<b>30,195</b>	<b>32,917</b>	<b>34,857</b>	<b>38,570</b>	<b>44,322</b>
Índice de Siniestralidad	74.1%	70.0%	72.0%	70.6%	69.0%	71%
<b>Utilidad (Pérdida) Técnica</b>	<b>-1,021</b>	<b>884</b>	<b>96</b>	<b>631</b>	<b>2,043</b>	<b>2,818</b>
(-) Incremento Neto de Otras Reservas Técnicas	39	20	41	25	64	81
<b>Utilidad (Pérdida) Bruta</b>	<b>-887</b>	<b>1,254</b>	<b>524</b>	<b>1,053</b>	<b>2,404</b>	<b>2,711</b>
(-) Gastos de Operación Netos	2,447	3,017	3,862	3,782	3,711	4,885
Índice de Operación	6.5%	7.0%	8.4%	7.7%	6.6%	8%
<b>Utilidad (Pérdida) de la Operación</b>	<b>-3,335</b>	<b>-1,764</b>	<b>-3,338</b>	<b>-2,729</b>	<b>-1,307</b>	<b>-2,174</b>
<b>Resultado Integral de Financiamiento</b>	<b>3,746</b>	<b>4,972</b>	<b>6,995</b>	<b>7,277</b>	<b>7,756</b>	<b>7,760</b>
Utilidad (Pérdida) antes de Impuestos a la Utilidad	409	3,214	3,644	4,544	6,397	5,585
(-) Provisión para el pago del Impuestos a la Utilidad	241	1,090	975	1,310	1,962	1,637
Tasa Impositiva	58.9%	33.9%	26.8%	28.8%	30.7%	29%
<b>Utilidad (Pérdida) del Ejercicio</b>	<b>168</b>	<b>2,124</b>	<b>2,669</b>	<b>3,234</b>	<b>4,435</b>	<b>3,964</b>
Participación no Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	0	0	0	0	0	0
Participación Controladora en la Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	168	2,124	2,669	3,233	4,435	3,964
<b>UPA (12 meses)</b>	<b>0.7</b>	<b>9.5</b>	<b>11.9</b>	<b>14.4</b>	<b>19.8</b>	<b>17.7</b>
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%	+6.2%
<i>Crecimiento en primas de retención</i>		+18.1%	+4.9%	+7.5%	+13.6%	+5.9%
<i>Crecimiento en primas de retención devengadas</i>		+15.2%	+6.0%	+7.9%	+13.3%	+12.1%
<i>Crecimiento en utilidades</i>		+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-10.6%
<i>Crecimiento en UPA</i>		+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-10.6%

## Otros Rubros e Indicadores

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
ROE	2.6%	34.4%	23.5%	25.7%	32.9%	27.1%
P/U	46.0	3.5	2.9	2.5	2.1	6.5
P/BV	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	1.4
Valor en Libros por Acción	27.5	50.6	56.2	60.2	65.3	79.6

## Resumen del Balance (MXN millones)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
<b>Activo</b>	<b>108,622</b>	<b>142,257</b>	<b>152,717</b>	<b>151,216</b>	<b>172,051</b>	<b>197,899</b>
Inversiones	86,951	108,893	118,142	120,816	136,961	152,208
<b>Pasivo</b>	<b>102,455</b>	<b>130,922</b>	<b>140,122</b>	<b>137,733</b>	<b>157,406</b>	<b>180,067</b>
Reservas Técnicas	93,003	116,557	124,875	121,291	137,877	162,060
<b>Capital Contable</b>	<b>6,167</b>	<b>11,335</b>	<b>12,595</b>	<b>13,483</b>	<b>14,645</b>	<b>17,833</b>

Fuente: Prognosis con datos de la BMV y GNP



Prognosis

Economía, Finanzas e Inversiones S.C.

- 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](mailto:cfritsch@prognosismex.com)

Ana Albo

[apalbo@prognosismex.com](mailto:apalbo@prognosismex.com)

Rubí Grajales

[rjgrajales@prognosismex.com](mailto:rjgrajales@prognosismex.com)



+52 (55) 5202 9964

+52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901  
Col. Lomas de Chapultepec 11000  
México D.F.

### Información relevante sobre Prognosis, sus analistas y este reporte

La empresa Prognosis Economía, Finanzas e Inversiones, S. C. (Prognosis) ha sido aprobada por la BMV para actuar como Analista Independiente y está sujeta a lo dispuesto por el Reglamento Interior de la BMV. Dicha aprobación en ningún momento implica que la empresa Prognosis ha sido autorizada o supervisada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Socios, analistas y todo el personal que labora en Prognosis, declara: (1) tener solvencia moral tanto, en nuestra actividad profesional como en la personal; (2) cumplir con los criterios de independencia que señala el Reglamento interior de la BMV, que entre otros incluye en que no incurrimos en labores de corretaje de emisora alguna y tampoco relación de negocios con dichas emisoras; (3) apego y cumplimiento en todo momento a los Códigos de Ética Profesional de la comunidad Bursátil Mexicana y de Prognosis; (4) estar libre de conflictos de interés patrimonial o económico respecto de las emisoras a las cuales cubrimos.

Nosotros, Carlos Fritsch y Ana Albo certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal 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.

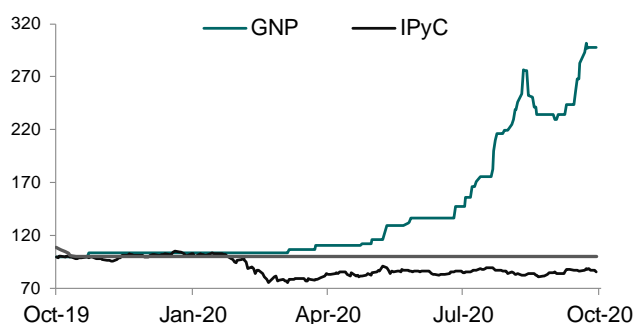
## **Sharp increase in claims affects 3Q20 results. In the meantime, the price of the – illiquid – shares explodes and approaches its theoretical value**

- **In a depressive environment, the issuance of premiums continues to grow in all business lines, except autos.**
  - **Total premiums and portfolio results came below our expectations. The combined ratio came above,**
  - **We reduce estimates for 2020. A downturn cycle appears to have begun in the industry.**
  - **New target price lower than current price.**
- 
- ✓ Despite the health emergency and the deep contraction of the Mexican economy, GNP shows satisfactory results, superior to those of the insurance industry in Mexico. Technical profit jumped 58%, while financial results rose +7%, underpinning a 3Q20 net profit of 3,394 million pesos (mp), slightly below our estimate.
  - ✓ The impressive increase in the price of GNP\* as of April of this year, admits three possible explanations, in our opinion: (1) the extreme historical undervaluation of the shares and the high yield of their dividends, (2) the resilience shown by the company in an environment of economic depression and (3) speculation in an issuer with very low marketability.
  - ✓ Given the above, we review the target price we assign to GNP\*. Although we reaffirm that its theoretical value is around 124 pesos per share, we believe that the current price of 115.0 does not adequately reflect the illiquidity of the shares. Therefore we believe that a discount for this reason of -30% (before -50%) is adequate. Thus, our new target is 87 pesos, very similar to the book value of the share as of 3Q20 (84.4 pesos). At the current price, the P/BV is 1.4X, while the P/EPS multiple estimated for 2020 is 6.1X. These multiples are similar to those of peer companies registered on global exchanges.
  - ✓ The stock continues to maintain marginal liquidity, limiting minority participation in the securities.

### Key Data

Local Ticker	GNP* MM
Exchange	BMV
Industry	Financials / Insurance
Official Website	www.gnp.com.mx
12-month target price	MXN 87.00
Last Price	MXN 115.00
Expected Return	-24.3%
12 M Dividend Yield	7.8%
Expected Dividend Yield	6.1%
Total Expected Return	-18.3%
LTM Price Return	180.5%
LTM Price Range (MXN)	(123.60 - 41.00)
Outstanding Shares (Millions)	224.12
Float (Bloomberg)	29.77%
Trading Volume	Very low
Market Capitalization (USD Million)	USD 1,213.5
P/E (TTM)	5.9
Price/Book Value	1.4

### 12M Return vs IPyC



	2017	2018	2019	2020f
<b>Valuation</b>				
P/E	2.9x	2.5x	2.1x	6.5x
P/BV	0.6x	0.6x	0.6x	1.4x
ROE	23.5%	25.7%	32.9%	27.1%
<b>Estimates (MXN million)</b>				
Gross Written Premiums	55,890	60,331	68,082	72,286
YoY%		+7.9%	+12.8%	+6.2%
Net Retained Premiums	53,313	57,296	65,092	68,939
YoY%		+7.5%	+13.6%	+5.9%
Underwriting Income	96	631	2,043	2,818
YoY%		+558.6%	+223.7%	+38.0%
Net Income	2,669	3,234	4,435	3,964
YoY%		+21.2%	+37.2%	-10.6%
EPS	11.9	14.4	19.8	17.7
YoY%		+21.2%	+37.2%	-10.6%
<b>Profitability</b>				
Combined Ratio	108.2%	106.4%	103.0%	103.3%
Aquisition Ratio	27.8%	28.1%	27.4%	24.8%
Claims Ratio	72.0%	70.6%	69.0%	70.7%
Operation Ratio	8.4%	7.7%	6.6%	7.8%

Source: GNP and Prognosis estimates

Combined ratio is calculated over retained premiums

- **3Q20 results.** Written premiums grew +7.4% YoY, while the net cost of claims increased +15%. The operating loss grew to -638 million pesos (mp).
- **Financial gains rose +7%**, due to a greater investment base, underpinned by the devaluation of the peso against the dollar.
- **Net income** reached 3,394 mp in 3Q20, a -0.9% decrease. EPS 12m of 19.65 pesos, so that the P/E ratio is of 6.2X.
- **2020 forecast and preliminary estimates for 2021.** Given a difficult basis for comparison, since 2019 was a very good year, and in light of the results for 3Q20, we are estimating a growth in written premium of +6%, combined ratio of 103.3% and portfolio gains similar to that of 2019. Thus, we reached a net profit of 3,964 mp in 2020, an annual drop of -10.6%.

For 2021, we are considering, **on a preliminary basis**, a 3% growth in premiums, a combined ratio of 106.0% and an advanced in portfolio gains of 6%. We will introduce our final assumptions until we see the 4Q20 results.

- **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 not impossible that, because of the current crisis, GNP could grow inorganically, in the face of potential opportunities.
- **Valuation.** We used peer valuation and a dividend discount model to obtain our current 2020 target price. We reached a theoretical value of 124.0 pesos for the shares of GNP and a 12-month target price of 87.0 pesos, using a discount of 30% due to the low illiquidity of GNP\* shares.
- **Marketability.** The shares of GNP\* have a very low trading volume, as they remain held in firm hands. For this reason, the participation of minority investors in the company is limited.



## 1. 3Q20 report

### 1.1 Consolidated and accumulated results in 3Q20.

#### Summary of the Income Statement (MXN millions)

	Accumulated data		
	3Q20	3Q19	YoY Change
<b>Gross Written Premiums</b>	<b>52,637</b>	<b>49,006</b>	<b>+7.4%</b>
<b>Net Retained Premiums</b>	<b>49,880</b>	<b>46,502</b>	<b>+7.3%</b>
<b>Retention Premiums Accrued</b>	<b>45,489</b>	<b>40,023</b>	<b>+13.7%</b>
Acquisition Costs	11,227	10,837	+3.6%
Insurance Claims Incurred	31,787	27,616	+15.1%
<b>Underwriting (Technical) Income (Loss)</b>	<b>2,475</b>	<b>1,570</b>	<b>+57.6%</b>
Net Operating Expenses	3,546	2,548	+39.2%
<b>Operating Income (Loss)</b>	<b>-1,161</b>	<b>-638</b>	<b>+81.9%</b>
Comprehensive Financing Result	5,933	5,560	+6.7%
<b>Net Profit (Loss)</b>	<b>3,394</b>	<b>3,427</b>	<b>-0.9%</b>
<i>Aquisition Ratio</i>	24.7%	27.1%	-240 bp
<i>Claims Ratio</i>	69.9%	69.0%	+88 bp
<i>Operating Ratio</i>	7.8%	6.4%	+143 bp
<b>Combined Ratio</b>	<b>102.4%</b>	<b>102.5%</b>	<b>-14 bp</b>

Source: Prognosis and GNP

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

**Written premiums rose +7.4% YoY in 3Q20 vs 3Q19.** Written premiums totaled 52.6 billion pesos (bp) in 3Q20, a nominal growth rate of +7.4% YoY, against the 49 bp in 3Q19.

- The Life segment gained +10% YoY.
- The "Medical Expenses" grew +9% YoY.
- The "Automobile" segment slightly advanced +0.1% YoY.
- The "Property Casualty" segment rose +12% YoY.

The **net acquisition cost** totaled 11.2 bp, (+3.6% YoY). The **acquisition ratio** settled at 24.7% (as a percentage of retention premiums accrued).

The amount of the **insurance claims incurred** increased +15.1% YoY. The **claims ratio** rose to 69.9% (as percentage of retention premiums accrued) from 69.0% in 3Q19.

The **underwriting technical result** reached 2.5 mp in 3Q20, which contrasts favorably against the profit of 1.5 mp in 3Q19.

**Net operating expenses** increased +39%YoY. The **operating ratio** reached 7.8% (as a percentage of retention premiums accrued).

The **combined ratio** reached 102.4% as if 3Q20, no changed compared to what was observed in 3Q19.

The **comprehensive financing result** increased +6.7% YoY, totaling 5.9 bp. This is the result of a "14% increase in the investment base and is mainly caused by the weakness of the MXN against the USD by 17%".

Thus, the accumulated **net profit** reached 3.4 bp, a decrease of -1% compared to 3Q19.

## 1.2 Financial situation

**Investments** amounted 157.2 bp at the end of September 2020, +14.5% higher than the total of 3Q19. The increase in investments is attributed to "the growth observed in written premiums and FX depreciation".

**Technical reserves** totaled 158.3 bp vs 136.6 bp, a jump of +15.9% YoY.

The **stockholders' equity** amounted 18.9 bp by September 2020, which represented a +18.6% increase against the equity recorded in September 2019, consequence of the aforementioned results.

### Summary of the Balance Sheet (MXN millions)

	3Q20	%	3Q19	%	YoY Change
Investments	157,168	80.1%	137,323	80.8%	+14.5%
Receivables	28,929	14.7%	23,790	14.0%	+21.6%
Reinsurers	2,998	1.5%	3,169	1.9%	-5.4%
Other Assets	3,594	1.8%	3,408	2.0%	+5.5%
<b>Total Assets</b>	<b>196,198</b>	<b>100.0%</b>	<b>170,058</b>	<b>100.0%</b>	<b>+15.4%</b>
Technical Reserves	158,327	80.7%	136,604	88.6%	+15.9%
Reinsurers	884	0.5%	779	0.5%	+13.5%
Other Liabilities	8,843	4.5%	8,440	5.5%	+4.8%
<b>Total Liabilities</b>	<b>177,279</b>	<b>90.4%</b>	<b>154,108</b>	<b>90.6%</b>	<b>+15.0%</b>
<b>Stockholder's Equity</b>	<b>18,919</b>	<b>9.6%</b>	<b>15,949</b>	<b>9.4%</b>	<b>+18.6%</b>
Total Liabilities + Equity	196,198	100.0%	170,058	100.0%	+15.4%

Source: Prognosis based on GNP

## 2. 2020 estimates amid Covid-19 emergency

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 the case of GNP, we believe that its scale and leadership in the Mexican insurance market, positions it to take advantage of crisis like the current one. Its strong 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 increased, consolidating its leading role in Mexico.

Given a difficult basis for comparison, since 2019 was a particularly good year, and in light of the 3Q20 results, we are estimating a growth in written premiums of 6%, a combined ratio of 103.3% and a portfolio return similar to that of 2019. As a result, we reached a net profit of 3.8 bp in 2020, and annual drop of -10.6%.

**For 2021**, we are considering, on a **preliminary basis**, a 3% growth in premiums, a combined ratio of 106.0% and an advanced in portfolio gains of 6%.

### 2016-2019 Annual Income Statement of GNP and 2020 Forecasts (MXN millions)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020f
<b>Gross Written Premiums</b>	<b>46,631</b>	<b>54,701</b>	<b>55,890</b>	<b>60,331</b>	<b>68,082</b>	<b>72,286</b>
(-) Ceded Premiums	3,583	3,858	2,577	3,035	2,990	3,347
<b>Net Retained Premiums</b>	<b>43,047</b>	<b>50,843</b>	<b>53,313</b>	<b>57,296</b>	<b>65,092</b>	<b>68,939</b>
<i>Retention rate</i>	92.3%	92.9%	95.4%	95.0%	95.6%	95%
(-) Net Increase in Provision for Unaccrued Premiums	5,607	7,708	7,595	7,944	9,174	6,279
<b>Retention Premiums Accrued</b>	<b>37,441</b>	<b>43,135</b>	<b>45,718</b>	<b>49,351</b>	<b>55,918</b>	<b>62,660</b>
<b>(-) Acquisition Costs</b>	<b>10,725</b>	<b>12,056</b>	<b>12,705</b>	<b>13,863</b>	<b>15,306</b>	<b>15,520</b>
<i>Acquisition ratio</i>	28.6%	27.9%	27.8%	28.1%	27.4%	25%
<b>(-) Insurance claims incurred</b>	<b>27,737</b>	<b>30,195</b>	<b>32,917</b>	<b>34,857</b>	<b>38,570</b>	<b>44,322</b>
<i>Claims ratio</i>	74.1%	70.0%	72.0%	70.6%	69.0%	71%
<b>Underwriting (technical) income (loss)</b>	<b>-1,021</b>	<b>884</b>	<b>96</b>	<b>631</b>	<b>2,043</b>	<b>2,818</b>
(-) Net Increase in Other Technical Reserves	39	20	41	25	64	81
<b>Gross Income</b>	<b>-887</b>	<b>1,254</b>	<b>524</b>	<b>1,053</b>	<b>2,404</b>	<b>2,711</b>
(-) Net Operating Expenses	2,447	3,017	3,862	3,782	3,711	4,885
<i>Operating ratio</i>	6.5%	7.0%	8.4%	7.7%	6.6%	8%
<b>Operating income (loss)</b>	<b>-3,335</b>	<b>-1,764</b>	<b>-3,338</b>	<b>-2,729</b>	<b>-1,307</b>	<b>-2,174</b>
<b>Comprehensive Financing Result</b>	<b>3,746</b>	<b>4,972</b>	<b>6,995</b>	<b>7,277</b>	<b>7,756</b>	<b>7,760</b>
Earnings before income tax	409	3,214	3,644	4,544	6,397	5,585
(-) Income tax payment provision	241	1,090	975	1,310	1,962	1,637
<i>Income tax rate</i>	58.9%	33.9%	26.8%	28.8%	30.7%	29%
<b>Net profit (loss)</b>	<b>168</b>	<b>2,124</b>	<b>2,669</b>	<b>3,234</b>	<b>4,435</b>	<b>3,964</b>
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Majority Net Profit	168	2,124	2,669	3,233	4,435	3,964
<b>EPS (TTM)</b>	<b>0.7</b>	<b>9.5</b>	<b>11.9</b>	<b>14.4</b>	<b>19.8</b>	<b>17.7</b>
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%	+6.2%
<i>Net retained premiums growth</i>		+18.1%	+4.9%	+7.5%	+13.6%	+5.9%
<i>Retention premiums accrued growth</i>		+15.2%	+6.0%	+7.9%	+13.3%	+12.1%
<i>Net profit growth</i>		+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-10.6%
<i>EPS growth</i>		+1,164.3%	+25.6%	+21.2%	+37.2%	-10.6%

### Other Indicators

	2015	2016	2017	2018	2019	2020f
ROE	2.6%	34.4%	23.5%	25.7%	32.9%	27.1%
P/E	46.0	3.5	2.9	2.5	2.1	6.5
P/BV	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6	1.4
Book Value Per Share	27.5	50.6	56.2	60.2	65.3	79.6

### Balance Sheet Summary of GNP (MXN millions)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020f
<b>Assets</b>	<b>108,622</b>	<b>142,257</b>	<b>152,717</b>	<b>151,216</b>	<b>172,051</b>	<b>197,899</b>
Investments	86,951	108,893	118,142	120,816	136,961	152,208
<b>Liabilities</b>	<b>102,455</b>	<b>130,922</b>	<b>140,122</b>	<b>137,733</b>	<b>157,406</b>	<b>180,067</b>
Technical Reserves	93,003	116,557	124,875	121,291	137,877	162,060
<b>Total Equity</b>	<b>6,167</b>	<b>11,335</b>	<b>12,595</b>	<b>13,483</b>	<b>14,645</b>	<b>17,833</b>

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](mailto:cfritsch@prognosismex.com)

Ana Albo

[apalbo@prognosismex.com](mailto:apalbo@prognosismex.com)

Rubí Grajales

[rjgrajales@prognosismex.com](mailto:rjgrajales@prognosismex.com)



+52 (55) 5202 9964

+52 (55) 5202 95 71

Av. Paseo de las Palmas 755 - 901  
Col. Lomas de Chapultepec 11000  
México D.F.

### 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 Ana Albo 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 person 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.