



**“VALORIZACIÓN DE INSUR COMPAÑÍA DE SEGUROS S.A.”**

**Trabajo de Investigación presentado  
para optar al Grado Académico de  
Magíster en Finanzas**

**Presentado por**

**Sr. Jorge Luis Frisancho Aldave  
Sr. Aarón Guido Israel Mendoza Bernardo Cabrera  
Sr. Fernando Iván Valdez Solís**

**Asesor: Profesor Alfredo Aguilar Córdova**

**2017**

Dedicamos el presente trabajo a nuestros padres,  
por su apoyo incondicional.

Agradecemos a todos nuestros profesores y en especial al profesor Alfredo Aguilar, por su orientación, asesoramiento y dedicación.

## **Resumen ejecutivo**

Insur Compañía de Seguros S.A. inició operaciones en el Perú en agosto de 2009, actualmente se dedica a la venta de pólizas de seguros de crédito interno, crédito a la exportación y cauciones. En los primeros dos casos es la empresa líder del mercado, mientras que en las cauciones, a pesar de ocupar el cuarto lugar en participación, presenta la mayor rentabilidad técnica (resultado técnico sobre primas retenidas). Asimismo, es la segunda empresa más rentable en inversiones a nivel sistema por debajo de Secrex, uno de sus competidores directos.

Actualmente, Insur se encuentra en una fase de crecimiento, los mercados en los que opera son incipientes y han ingresado Avla Perú y Coface al país en 2016. De esta manera, además de Secrex, estas dos nuevas compañías también representan una amenaza para el desempeño de Insur dado que están comercializando los mismos productos. Es importante precisar que Secrex se dedica a la venta de pólizas de los mismos seguros que comercializa Insur y que opera en el país desde 1980, siendo tomada como marco de referencia para la comparación de indicadores financieros y operativos.

Dentro de las principales fortalezas de Insur se identifican sus adecuados niveles de gestión y de solvencia los cuales, debido a la holgura que presenta en ambos indicadores, le permite afrontar sus actuales obligaciones así como posibles contingencias que pudieran surgir en el transcurso de sus operaciones. Asimismo, se observa que la empresa gestiona de manera adecuada su circulante pues ha generado exceso de caja en los últimos cinco años y tiene una de las mayores rentabilidades en depósitos, renta fija y renta variable, lo cual demuestra, además, que sus políticas de inversión son adecuadas pues se sostienen con la creación de caja y han rendido por encima del promedio del mercado de seguros.

El riesgo de seguros es uno de los más importantes a los que está expuesta la empresa, no obstante, se busca mitigar este riesgo mediante contratos de reaseguro automático. Por su parte, el riesgo de reaseguros se mitiga a través de la contratación de empresas con alta calificación crediticia y que siguen los estándares establecidos por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Los riesgos de mercado y de crédito son contrarrestados mediante un permanente análisis de sensibilidad para identificar escenarios adversos y la colocación de las inversiones en instrumentos con alto grado de inversión. Por otro lado, el ingreso de nuevas empresas al mercado peruano representa una amenaza significativa, por lo cual se espera que Insur diseñe

estrategias ofensivas en los productos en los que es líder para evitar perder su participación de mercado.

Debido a este contexto, la propuesta de valor de Insur en el mercado de seguros de crédito interno y a la exportación es brindar una asesoría al asegurado en cuanto a su selección de riesgos a través de la evaluación de la cartera crediticia, con un posterior seguimiento para advertir situaciones de incumplimiento de pago; mientras que en el producto de cauciones, la empresa propone ofrecer pólizas ajustadas a los requerimientos de los clientes, menores costos para ellos y mayor rapidez en la obtención de la cobertura requerida. De esta manera, la empresa busca afianzar su liderazgo mediante el incremento de pólizas en el mercado de seguros de crédito, además de mantener sus niveles de ventas en las cauciones.

En el presente trabajo se realizó una valorización a Insur a través del método de flujos de caja descontados y de múltiplos comparables. Respecto del primer método, se obtuvo un valor por acción de S/ 5,32; además, se realizó un análisis de sensibilidad utilizando el modelo de Montecarlo cuyos resultados no distan del escenario base. Respecto del segundo método, se seleccionaron las siguientes empresas “comparables”: Rímac, La Positiva y Mapfre Perú. El valor por acción obtenido por este método considerando el indicador enterprise value/utilidad operativa es de S/ 4,09 y, considerando el indicador enterprise value/ventas, es de S/ 1,70. Es importante resaltar que existen empresas comparables similares a Insur (es decir, que solo venden pólizas de crédito y cauciones), pero que no cotizan en sus bolsas respectivas.

Debido a que las acciones de Insur están listadas pero no cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), no es posible realizar operaciones de compra/venta de acciones de esta compañía. Sin embargo, su atractivo para los actuales accionistas y potenciales private equity que deseen adquirir una participación o cualquier otro inversionista se fundamenta en lo siguiente:

- Los resultados obtenidos en la valorización por el método de flujo de caja descontado indican un enterprise value/utilidad operativa de 8,8x, mientras que el enterprise value/utilidad operativa promedio del sector es de 6,2x. Adicionalmente, el valor por acción por el método de flujos de caja descontados representa 5,32 veces el valor en libros (ver el capítulo V y el anexo 19).
- Se encuentra en una etapa de crecimiento en el ciclo de vida de la empresa, en un nicho de mercado con pocos jugadores y con alta rentabilidad. La penetración del mercado de

seguros peruano es baja con respecto a otros países de la región; todo esto indica un potencial de crecimiento para el sector y para la compañía (ver el capítulo I y el anexo 5).

- Presenta una atractiva rentabilidad técnica de los productos que comercializa, así como una atractiva rentabilidad de inversiones superior al promedio del mercado (ver los capítulos III y IV, y los anexos 8 y 12).

## Índice

<b>Índice de tablas.....</b>	<b>ix</b>
<b>Índice de gráficos .....</b>	<b>x</b>
<b>Índice de anexos .....</b>	<b>xi</b>
<b>Resumen ejecutivo.....</b>	<b>iii</b>
<b>Capítulo I. Idea del negocio.....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II. Descripción de la empresa .....</b>	<b>2</b>
1. Composición accionaria.....	2
2. Productos comercializados por Insur .....	2
2.1 Mercado de seguros de cauciones y fianzas.....	3
2.2 Mercado de seguros de crédito .....	3
3. Fase actual de Insur dentro del mercado de seguros .....	4
4. Determinantes del precio de las pólizas de Insur .....	4
5. Modelo de Canvas.....	5
6. Estrategia .....	6
6.1 Cauciones.....	6
6.2 Crédito interno y crédito a la exportación.....	6
7. Propuesta de valor.....	7
<b>Capítulo III. Análisis del sector .....</b>	<b>8</b>
1. Empresas comparables y evolución de los mercados en los que opera Insur .....	8
1.1 Empresas que conforman el mercado de seguros en el Perú .....	8
1.2 Participación de mercado y rentabilidad de Insur y sus competidores directos .....	8
1.2.1 Cauciones.....	8
1.2.2 Crédito interno .....	9
1.2.3 Crédito a la exportación .....	10
2. Análisis FODA .....	10
2.1 Fortalezas .....	10
2.2 Oportunidades.....	11
2.3 Debilidades .....	11
2.4 Amenazas .....	11

3. Análisis de las fuerzas de Porter .....	11
<b>Capítulo IV. Análisis financiero de la empresa .....</b>	<b>13</b>
1. Finanzas operativas .....	13
1.1 Ratios de rentabilidad .....	13
1.2 Ratios de liquidez.....	13
1.3 Ratios de gestión.....	14
1.4 Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra.....	14
2. Finanzas estructurales .....	15
2.1 Resultado de inversiones.....	15
2.2 Política de endeudamiento y de fondos propios.....	16
2.3 Política de dividendos .....	16
2.4 Análisis de Dupont.....	17
<b>Capítulo V. Valorización .....</b>	<b>18</b>
1. Cálculo de la tasa de descuento del accionista ( $k_e$ ) y WACC .....	18
2. Supuestos de las principales variables de los productos comercializados por Insur.....	18
2.1 Ingresos por Primas de Seguros Netas (PSN).....	19
2.2 Resto de variables .....	19
3. Valorización a través del método de flujo de caja descontado .....	20
4. Análisis de sensibilidad.....	21
5. Método de múltiplos comparables .....	22
<b>Conclusiones y recomendaciones .....</b>	<b>23</b>
1. Conclusiones.....	23
2. Recomendaciones .....	24
<b>Bibliografía .....</b>	<b>26</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>32</b>
<b>Nota biográfica .....</b>	<b>81</b>

## Índice de tablas

Tabla 1.	Evolución de las PSN de Insur (en millones de soles) .....	3
Tabla 2.	Modelo de Canvas para Insur - seguro de cauciones.....	5
Tabla 3.	Empresas del mercado asegurador al cierre de 2016.....	8
Tabla 4.	Nivel de participación en el mercado de cauciones (en porcentaje).....	9
Tabla 5.	Rentabilidad técnica en el mercado de cauciones (en porcentaje).....	9
Tabla 6.	Nivel de participación en el mercado de crédito interno (en porcentaje) .....	9
Tabla 7.	Rentabilidad técnica en el mercado de crédito interno (en porcentaje) .....	10
Tabla 8.	Nivel de participación en el mercado de crédito a la exportación (en porcentaje) .....	10
Tabla 9.	Rentabilidad técnica en el mercado de crédito a la exportación (en porcentaje) .....	10
Tabla 10.	Ratios de rentabilidad (en porcentaje) .....	13
Tabla 11.	Ratios de liquidez (en número de veces) .....	14
Tabla 12.	Ratios de gestión (en porcentaje) .....	14
Tabla 13.	Resultado de inversiones anualizado de Insur (en millones de soles) y rentabilidad de inversiones de Insur (en porcentaje) .....	15
Tabla 14.	Repartición de las utilidades de Insur (en millones de soles) .....	16
Tabla 15.	Análisis de Dupont .....	17
Tabla 16.	Tasa de descuento de los accionistas (ke) .....	18
Tabla 17.	Tasas de crecimiento de las PSN de los productos comercializados por Insur (en porcentaje) .....	19
Tabla 18.	Flujos de caja descontados en un horizonte de cinco años y para la perpetuidad (en soles).....	20
Tabla 19.	Resultado de la valorización por método de flujo de caja descontado (en miles de soles) .....	21
Tabla 20.	Método de múltiplos comparables (montos en miles de soles) .....	22

## Índice de gráficos

Gráfico 1.	Fase actual de Insur dentro del mercado de seguros .....	4
Gráfico 2.	Análisis de las fuerzas de Porter para los productos de Insur.....	12
Gráfico 3.	Evolución del fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos (NOF) (en millones de soles) .....	15
Gráfico 4.	Evolución de las adiciones en inversiones en activo fijo e ingresos (en millones de soles) .....	16
Gráfico 5.	Distribución del equity value de Insur a través del análisis de sensibilidad....	22
Gráfico 6.	Comparación de resultados de la valorización por acción (en soles) .....	24

## Índice de anexos

Anexo 1.	Glosario de indicadores de seguros .....	33
Anexo 2.	Grupo económico de Insur .....	35
Anexo 3.	Gobierno corporativo y estructura orgánica de Insur .....	38
Anexo 4.	Hechos de importancia de Insur .....	40
Anexo 5.	Penetración del mercado de seguros respecto del producto bruto interno (PBI) .....	41
Anexo 6.	Modelo de Canvas para los seguros de crédito.....	42
Anexo 7.	Matriz de negocios desarrollada por Boston Consulting Group.....	43
Anexo 8.	Rentabilidad del resultado técnico de cada producto comercializado por Insur.....	44
Anexo 9.	Análisis PEST.....	46
Anexo 10.	Cartera de proyectos de Proinversión e indicadores macroeconómicos.....	48
Anexo 11.	Análisis de las fuerzas de Porter.....	50
Anexo 12.	Inversiones elegibles por las empresas de seguros .....	52
Anexo 13.	Indicadores de solvencia de una empresa de seguros.....	54
Anexo 14.	Metodología para el cálculo de la tasa de descuento.....	56
Anexo 15.	Reservas técnicas de primas y reservas técnicas de siniestros .....	59
Anexo 16.	Análisis de riesgos asociados al negocio de Insur .....	60
Anexo 17.	Análisis de los principales supuestos de la valorización de Insur .....	63
Anexo 18.	Supuestos para la proyección de las cuentas del estado de situación financiera .....	69
Anexo 19.	Metodología de cálculo de la valorización de Insur .....	72
Anexo 20.	Análisis de sensibilidad a través de la simulación de Montecarlo.....	74
Anexo 21.	Situación financiera, estado de resultados y flujo de efectivo.....	78

## Capítulo I. Idea del negocio

Al cierre de 2016, el mercado de seguros peruano está conformado por 21 empresas, de las cuales ocho se dedican a vender seguros generales, ocho comercializan seguros de vida y cinco venden ambos productos. Además, en dicho año ingresaron dos compañías: Avla Perú en abril y Coface en junio, mientras que Liberty Seguros empezará a operar en 2017. Por otro lado, en el último año, las Primas de Seguros Netas (PSN), es decir, el monto total recaudado por venta de pólizas, se redujeron en 4,2% debido -principalmente- a la caída observada en las rentas de jubilados. Con ello, la penetración de este mercado respecto del Producto Bruto Interno (PBI) pasó de 1,92% a 1,71%. Dicho nivel es bajo a comparación de otros países de América Latina tales como Chile (4,74%), Brasil (3,90%) y Colombia (2,6%).

Insur Compañía de Seguros S.A. inició sus operaciones en el Perú en agosto de 2009 con la autorización de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) mediante la Resolución SBS N° 8201-2009. Esta empresa se dedica a la venta de seguros de crédito interno, crédito a la exportación y cauciones, y cuenta con el respaldo de la Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A. de Chile -su principal accionista- y de Atradius -grupo económico al que pertenece-, los cuales le han proporcionado conocimiento y experiencia para brindar el mejor servicio en dichos productos.

Al cierre de 2016, las PSN de Insur ascendieron a S/ 43,8 millones, con un aumento de 26,9% en el último año: es líder en los seguros de crédito interno y a la exportación, mientras que en cauciones ocupó el cuarto lugar. Si bien su participación de 0,39% a nivel sistema<sup>1</sup> es baja con respecto a otras empresas y sus productos no son los más importantes dentro del ramo de seguros generales, es relevante analizar a Insur pues se encuentra en mercados con un amplio potencial. Además, es la empresa con la segunda mayor rentabilidad de inversiones -actividad complementaria a la venta de pólizas- en todo el sistema.

El presente trabajo está estructurado de la siguiente manera: en el segundo capítulo se describirá la situación actual y la estrategia de la empresa, mientras que en el tercer capítulo se analizará al sector en el que opera. En el cuarto capítulo se desarrollará el análisis financiero de Insur y en el quinto capítulo se describirán los pasos a seguir para realizar la valorización, con sus respectivos resultados. Finalmente, se presentarán las conclusiones y recomendaciones del estudio.

---

<sup>1</sup> Se entiende por sistema a todo el mercado de seguros peruano.

## **Capítulo II. Descripción de la empresa**

Insur inició operaciones en el Perú en 2009 y comercializa los seguros de crédito interno, crédito a la exportación y cauciones. Actualmente, el rating crediticio<sup>2</sup> de la compañía es A según la clasificadora de riesgo Pacific Credit Rating S.A.C. (PCR) (2016) y Class & Asociados S.A. (2016) debido al buen desempeño en los mercados en los que se encuentra dado que es líder en los seguros de crédito y, además, ha incrementado su producción en el mercado de cauciones. Sin embargo, en el último año, debido al aumento de su siniestralidad, su resultado técnico se redujo en 4,9%, mientras que la rentabilidad de sus inversiones disminuyó en 7,3 puntos porcentuales (p.p.). Con ello, su utilidad neta disminuyó en 1,5%.

### **1. Composición accionaria<sup>3</sup>**

Insur pertenece al grupo económico Atradius que registra una participación de 23,0% del mercado global y ventas de seguros por S/ 6,0 billones y, a su vez, es uno de los principales accionistas de la Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A. de Chile, empresa matriz de Insur. Respecto de la composición accionaria de esta empresa, Continental Chile posee el 99,99% de sus acciones a través de CSCC Perú S.A.C., mientras que el señor Jorge Enrique Lazo Navarro -quien fue director de la empresa hasta marzo de 2013- posee el 0,01% restante.

### **2. Productos comercializados por Insur**

Dentro del ramo de seguros generales, Insur se dedica a la venta de seguros de crédito interno, crédito a la exportación y cauciones. Al cierre de 2016, sus PSN ascendieron a S/ 43,8 millones, lo cual significó un aumento de 26,9% con respecto a 2015 y de 34,2% promedio anual con respecto a 2012. Con ello, su nivel de participación dentro del mercado es de 0,39% dado que solo comercializa tres riesgos en particular. Como se observa en la tabla 1, en 2016, el producto de cauciones representa el 66,0% de los ingresos de la empresa; el de crédito interno, el 25,1%; y el de crédito a la exportación, el 8,9%.

---

<sup>2</sup> Según el manual de clasificación de riesgo de PCR, el grado A corresponde a una empresa solvente que tiene una buena posición dentro de su mercado y que puede administrar de manera eficaz sus riesgos presentes y futuros.

<sup>3</sup> En el anexo 2 se describe la actividad comercial de Atradius y de Crédito Continental Chile, mientras que en el anexo 3 se describen las políticas de gobierno corporativo y la estructura orgánica de Insur.

**Tabla 1. Evolución de las PSN de Insur (en millones de soles)**

	<b>Dic-12</b>	<b>Dic-13</b>	<b>Dic-14</b>	<b>Dic-15</b>	<b>Dic-16</b>
Cauciones	10,0	14,7	19,6	26,2	28,9
Crédito interno	2,9	4,4	6,4	6,1	11,0
Crédito a la exportación	0,6	1,6	1,9	2,2	3,9
<b>Total</b>	<b>13,5</b>	<b>20,7</b>	<b>27,8</b>	<b>34,5</b>	<b>43,8</b>

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), 2017.

Al cierre de 2016, Insur es líder en los mercados de crédito interno y crédito a la exportación con niveles de participación de 74,4% y 54,3%, respectivamente. Asimismo, se ubica en el cuarto lugar en el mercado de cauciones con una participación de 15,3%.

### **2.1 Mercado de seguros de cauciones y fianzas**

El seguro de caución es aquel en el cual una compañía de seguros actúa como aval o garante de una persona natural o jurídica en procesos públicos de licitación. De esta manera, de acuerdo con el artículo 113 de la Ley de Seguros, la aseguradora se compromete a indemnizar al asegurado en aquellos casos en el que el contratante o tomador del seguro no cumpla con las obligaciones contractuales legales, de acuerdo con los límites y condiciones establecidas.

Por su parte, una fianza se distingue de una caución en la medida en que se debe realizar el pago de una deuda monetaria en lugar del tomador del seguro, en caso de incumplimiento de este último. Por ello, según la Resolución SBS N° 1124-2006, Reglamento de Requerimientos Patrimoniales de las empresas de seguros y reaseguros, las empresas de seguros deben garantizar un superávit patrimonial y contar con la autorización de la SBS para emitir fianzas.

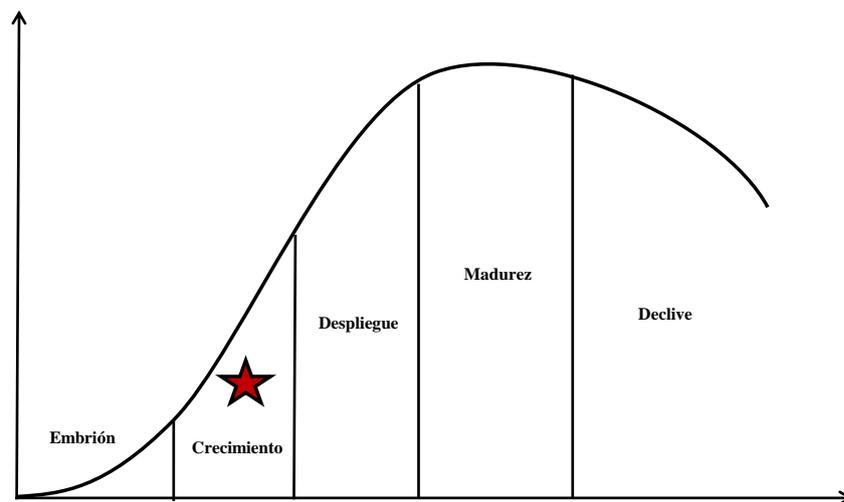
### **2.2 Mercado de seguros de crédito**

Los seguros de crédito tienen como objetivo proteger a las empresas ante eventos de incumplimiento de pago de las cuentas por cobrar por más de seis meses o por insolvencias declaradas. Según las definiciones obtenidas de la SBS, el crédito interno tiene como finalidad garantizar a un agente el pago de los créditos a su favor cuando suceda un evento de incumplimiento; mientras que el crédito a la exportación protege los créditos otorgados por entidades bancarias y financieras para financiar las exportaciones y, además, brinda cobertura por riesgos políticos y comerciales (SBS 2016a).

### 3. Fase actual de Insur dentro del mercado de seguros

Según el CFA Institute (2011), el ciclo de vida de una empresa dentro de su industria se compone de cinco etapas, las cuales poseen sus propias características. En el caso de Insur, en el gráfico 1 se ubica en la segunda fase, pues los mercados en los que comercializa sus pólizas se encuentran en una etapa incipiente dado que aún no han alcanzado su grado de madurez. Las empresas que se ubican en dicha fase se distinguen por un rápido crecimiento de sus ventas, precios reducidos debido a economías de escala, aumento del número de canales de distribución -corredores de seguros, en el caso del mercado asegurador- y el incremento de su rentabilidad. Se observa que dicha premisa se cumple en Insur, pues sus PSN recaudadas se han incrementado en 34,2% promedio anual en los últimos cuatro años y, además, su resultado técnico y el de inversiones son positivos y existe rentabilidad.

**Gráfico 1. Fase actual de Insur dentro del mercado de seguros**



Fuente: CFA Institute, 2011.  
Elaboración: Propia, 2017.

### 4. Determinantes del precio de las pólizas de Insur

Respecto de los determinantes del precio que se fija en una póliza de seguros de caución y de crédito, Hoyos (2012) distingue tres conceptos: la prima pura que considera la probabilidad de ocurrencia de un siniestro; la prima comercial que adiciona los pagos a corredores de seguros, a reaseguradoras, el recargo comercial y el derecho de emisión (que en el Perú es igual al 3%), y la prima total que incorpora el pago de impuestos. De esta manera, se obtiene lo siguiente:

$$\text{Prima total} = f(\text{prima pura, prima comercial, } t, \text{ capital asegurado, duración del seguro})$$

De manera adicional, en la mayoría de productos, las variables macroeconómicas como el PBI, inflación y el tipo de cambio también influyen en el precio a fijar en la póliza<sup>4</sup>.

## 5. Modelo de Canvas<sup>5</sup>

Este modelo, desarrollado por Osterwalder y Pigneur (2010), muestra la manera cómo una empresa puede generar valor a partir de las actividades que desarrolla y que va creando en el transcurso del tiempo. De esta manera, el modelo de Canvas para Insur aplicado al producto de cauciones sería el siguiente:

**Tabla 2. Modelo de Canvas para Insur - seguro de cauciones**

<b>Socios clave</b> 1. Crédito Continental Chile 2. Atradius	<b>Actividades clave</b> 1. Negociación con brokers de seguros. 2. Atención rápida a potenciales clientes que se contactan de manera directa. 3. Proveer pólizas flexibles para los requerimientos de cada cliente. 4. Ofrecer costos más bajos y mayor rapidez en las coberturas.	<b>Propuesta de valor</b> Ofrecer una póliza que se ajuste a los requerimientos particulares de cada cliente. Menores costos para el cliente y una mayor rapidez de cobertura para que disponga de la garantía en el momento que lo requiera.	<b>Relaciones con clientes</b> 1. De manera directa. 2. A través de un corredor de seguros	<b>Segmentos de clientes</b> 1. Clientes corporativos. 2. Pequeñas y medianas empresas.
	<b>Recursos clave</b> 1. Relaciones con brokers. 2. Tecnología. 3. Experiencia de clientes actuales.		<b>Canales</b> 1. Brokers o intermediarios de seguros. 2. Central telefónica y correo electrónico.	
<b>Estructura de costos</b> 1. Siniestros de PSN. 2. Comisiones sobre PSN. 3. Gastos técnicos diversos. 4. Gastos de inversiones. 5. Gastos de administración.			<b>Fuentes de ingresos</b> 1. Primas de Seguros Netas (PSN). 2. Ingresos técnicos. 3. Ingresos de inversiones.	

Fuente: Osterwalder y Pigneur, 2010.

Elaboración: Propia, 2017.

De manera adicional, a través de un análisis de portafolio desarrollado por la Boston Consulting Group (BCG) en la década de 1960<sup>6</sup> (Professional Academy 2016), se identifica que, si bien tiene una participación baja de mercado a nivel sistema, Insur destaca en los tres productos que comercializa, principalmente en los seguros de crédito. Estos mercados se encuentran en una fase incipiente, es decir, cuando la demanda continúa creciendo de manera significativa a partir

<sup>4</sup> Condiciones adversas en la economía nacional podrían provocar un incremento de los precios de las pólizas.

<sup>5</sup> En el anexo 6 se desarrolla el modelo de Canvas para los seguros de crédito (Müller, 2015).

<sup>6</sup> En el anexo 7 se describe en mayor detalle este modelo.

del ingreso de nuevas empresas al mercado y de algunas ya existentes que identifican oportunidades de negocio. Con ello, se considera que dichos productos podrían ser catalogados como “estrellas” dado que son altamente rentables -desde el punto de vista técnico- y tienen una baja inversión<sup>7</sup>.

## **6. Estrategia**

### **6.1 Cauciones**

Strickland y Thompson (1994) señalan que una estrategia defensiva tiene como objetivo la mitigación del riesgo de un ataque de cualquier competidor para evitar impactos negativos o para promover que el mismo enfoque sus esfuerzos en otros mercados. Entre dichas estrategias se pueden identificar la protección del nivel de participación del mercado, la fidelización de los clientes, y la reducción de costos. Respecto del mercado de cauciones, en Insur se asume que ha diseñado una estrategia defensiva<sup>8</sup>, manteniendo su cuota de mercado, conservando su cartera de clientes y aprovechando oportunidades de captar a nuevos asegurados en la medida que se liciten nuevas obras públicas o privadas. Para ello, Insur ofrece un servicio especializado que permite a sus clientes obtener pólizas flexibles de acuerdo con sus necesidades particulares. Además, se proponen costos más bajos y una mayor rapidez en la obtención de coberturas.

### **6.2 Crédito interno y crédito a la exportación**

De acuerdo con Guerras y Navas (1996), una estrategia ofensiva es aquella que busca la obtención de una ventaja competitiva a través de actividades agresivas contra competidores directos para aprovechar una circunstancia favorable, de manera previa a que dichos competidores empleen una estrategia defensiva. Dentro de las estrategias ofensivas más comunes se identifican lanzar productos similares a menores precios, obtener una mayor penetración en segmentos de mercado con poca participación y explorar mercados no atendidos.

Respecto del mercado de seguros de crédito, se asume que Insur ha diseñado una estrategia ofensiva dado que ha crecido significativamente en ventas; no obstante, la calidad de su cartera ha disminuido debido al incremento de su siniestralidad, vale decir, aparenta haber crecido con clientes más riesgosos. Asimismo, conserva un margen para emplear dicha estrategia dado que

---

<sup>7</sup> En el anexo 7 se describe la metodología de construcción de la matriz BCG.

<sup>8</sup> Se debe contemplar el ingreso de Avla Perú en abril de 2016. En consecuencia, la competencia de dicho producto es intensa entre ocho empresas.

su condición de líder de mercado le permite expandirse de manera significativa debido al buen desempeño con sus clientes actuales, además de impedir el crecimiento de la participación de empresas como Secrex, Avla Perú y Coface.

## **7. Propuesta de valor<sup>9</sup>**

En el seguro de cauciones, Insur ofrece pólizas que se ajustan a los requerimientos de sus clientes con un precio de póliza similar al de su competencia. De esta manera, la empresa permite a los potenciales usuarios obtener un producto que satisfaga sus requerimientos puntuales y, además, a diferencia de sus rivales, le ofrece al cliente menores costos asociados al producto y una mayor rapidez en la obtención de la cobertura solicitada para que dicho tomador disponga de la carta de garantía en el momento que lo requiera.

En los seguros de crédito interno y a la exportación, Insur ofrece un servicio adicional de estudio de mercado para analizar a los clientes y se compromete a realizar un seguimiento de dicha cartera para advertir posibles situaciones de no pago. En otras palabras, los clientes de Insur pueden confiar en el servicio que les provee pues no solo indemnizará los montos estipulados en la póliza, sino que también protegerá sus cuentas por cobrar al realizar el seguimiento de la cartera y advertir sobre escenarios adversos.

---

<sup>9</sup> La propuesta de valor de Insur fue construida a partir de las características de sus productos presentadas en su página *web*. Allí se señala que las pólizas de cauciones son de rápida disponibilidad y que en los seguros de crédito se realizan un seguimiento a la cartera asegurada.

### Capítulo III. Análisis del sector

#### 1. Empresas comparables y evolución de los mercados en los que opera Insur

##### 1.1 Empresas que conforman el mercado de seguros en el Perú

Al cierre de 2016, el mercado de seguros peruano está conformado por 21 empresas, de las cuales ocho comercializan seguros generales, ocho venden seguros de vida y cinco son mixtas (ambos productos). Es importante mencionar que en dicho año ingresaron dos empresas al mercado: Avla Perú, en abril y Coface, en junio; mientras que en 2017 Liberty Seguros empezará a operar en el país y será competencia de Insur en el riesgo de cauciones. Si bien entre 2011 y 2016 la PSN del mercado de seguros ha presentado una tasa de crecimiento promedio anual de 9,3%, se redujeron en 4,2% en el último año. De esta manera, la penetración de este mercado respecto del PBI pasó de 1,92% a 1,71%<sup>10</sup>.

**Tabla 3. Empresas del mercado asegurador al cierre de 2016**

Generales	Vida	Mixtas
Avla Perú	Crece Seguros	Cardif
Coface	El Pacífico Vida	Chubb Seguros
HDI Seguros	La Positiva Vida	Interseguro
Insur	Mapfre Perú Vida	Protecta
La Positiva	Ohio National	Rímac
Mapfre Perú	Rigel	
Pacífico	Sura	
Secrex	Vida Cámara	

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

##### 1.2 Participación de mercado y rentabilidad de Insur y sus competidores directos

###### 1.2.1 Cauciones

A 2016, ocho empresas venden pólizas del seguro de cauciones, con lo cual se identifica un monto total de PSN de S/ 188,1 millones y un crecimiento promedio anual de 33,3% en los últimos cinco años. En el último año, Secrex y La Positiva ganaron 0,9 puntos porcentuales (p.p.) y 3,2 p.p. de participación en este mercado, mientras que Rímac e Insur -que mantuvo el cuarto lugar- cedieron 2,9 p.p. y 0,8 p.p., respectivamente. Sin embargo, si se analiza la rentabilidad técnica del producto<sup>11</sup>, Insur fue la empresa más rentable con un 101,4%, mientras

<sup>10</sup> En el anexo 5 se muestra el nivel de penetración del mercado asegurador en el Perú y una comparación con respecto a otros países de la región.

<sup>11</sup> En el anexo 8 se describe la dinámica para obtener el ratio de rentabilidad técnica (resultado técnico sobre primas retenidas).

que Secrex descendió al quinto lugar con solo 58,1%. Este resultado se debió a que Insur presenta un mayor nivel de cesión y un menor índice de siniestralidad con respecto a Secrex, tal como se observa en el anexo 8.

**Tabla 4. Nivel de participación en el mercado de cauciones (en porcentaje)**

Ranking 2016		Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
1°	Secrex	38,0	29,5	26,6	19,2	20,2
2°	La Positiva	8,9	11,5	13,1	16,2	19,4
3°	Rímac	0,4	8,8	15,4	18,6	15,7
4°	Insur	18,0	16,9	16,0	16,1	15,3
5°	Chubb Perú	8,3	10,8	13,3	16,1	12,5
6°	Mapfre Perú	25,0	21,2	14,9	13,5	10,0
7°	Avla Perú	-	-	-	-	6,7
8°	Pacífico	1,5	1,4	0,5	0,3	0,2
<b>Sistema</b>		<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

**Tabla 5. Rentabilidad técnica en el mercado de cauciones (en porcentaje)**

Ranking 2016		Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
1°	Insur	113,1	115,2	122,7	133,1	101,4
2°	La Positiva	93,5	93,2	81,3	81,7	92,9
3°	Rímac	65,1	84,7	60,6	77,7	79,0
4°	Chubb	41,7	95,0	64,9	77,6	75,4
5°	Secrex	33,7	18,9	25,6	37,5	58,1
6°	Avla Perú	-	-	-	-	56,9
7°	Mapfre Perú	93,8	98,3	94,1	84,8	21,0
8°	Pacífico	65,8	40,1	76,6	26,3	-64,5
<b>Total</b>		<b>82,4</b>	<b>91,8</b>	<b>78,1</b>	<b>84,6</b>	<b>67,4</b>

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

### 1.2.2 Crédito interno

Al cierre de 2016, Insur mantuvo el liderazgo del mercado con una participación de 74,4% con un monto total de PSN de S/ 11,0 millones. Además, presentó la mayor rentabilidad del producto en este mercado. Es importante destacar que Coface registró un nivel de 12,3%.

**Tabla 6. Nivel de participación en el mercado de crédito interno (en porcentaje)**

Ranking 2016		Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
1°	Insur	84,8	87,3	92,3	91,6	74,4
2°	Coface	-	-	-	-	12,3
3°	Secrex	11,7	4,3	7,6	8,3	9,2
4°	Resto 1/	3,5	8,3	0,1	0,1	4,0
<b>Sistema</b>		<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

1/ Incluye a Mapfre Perú, Avla Perú, La Positiva y Chubb Seguros.

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

**Tabla 7. Rentabilidad técnica en el mercado de crédito interno (en porcentaje)**

Ranking 2016		Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
1°	Insur	138,5	128,6	117,1	151,6	97,5
2°	Secrex	43,1	-16,2	70,2	66,4	90,7
3°	Coface	-	-	-	-	28,8
4°	Resto 1/	33,9	18,1	44,2	12,3	69,5
<b>Sistema</b>		<b>126,0</b>	<b>98,0</b>	<b>119,6</b>	<b>143,7</b>	<b>86,4</b>

1/ Incluye a Mapfre Perú, Avla Perú, La Positiva y Chubb Seguros.

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

### 1.2.3 Crédito a la exportación

A partir de 2013 Insur desplazó del primer lugar a Secrex y, al cierre de 2016, registra una participación de 54,3%. En este producto, Secrex ha presentado una rentabilidad de 106,1%, superior en 3,8 p.p. a la de Insur. En el último año, Coface presentó una participación de 23,7%.

**Tabla 8. Nivel de participación en el mercado de crédito a la exportación (en porcentaje)**

Ranking 2016		Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
1°	Insur	21,3	54,8	57,7	68,4	54,3
2°	Coface	-	-	-	-	23,7
3°	Secrex	78,7	45,2	42,3	31,6	21,9
<b>Sistema</b>		<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

1/ Incluye a Mapfre Perú, Avla Perú, La Positiva y Chubb Seguros.

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

**Tabla 9. Rentabilidad técnica en el mercado de crédito a la exportación (en porcentaje)**

Ranking 2016		Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
1°	Secrex	84,1	67,2	73,4	114,3	106,1
2°	Insur	124,9	108,5	106,7	113,5	102,3
3°	Coface	-	-	-	-	1,3
<b>Sistema</b>		<b>94,3</b>	<b>91,2</b>	<b>94,8</b>	<b>113,7</b>	<b>73,8</b>

1/ Incluye a Mapfre Perú, Avla Perú, La Positiva y Chubb Seguros.

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

## 2. Análisis FODA<sup>12</sup>

### 2.1 Fortalezas

- Empresa con la segunda mayor rentabilidad de sus inversiones en todo el mercado de seguros con un 15,7%, lo cual le permite generar más utilidades.
- Apropriados índices de solvencia y de gestión le permiten cubrir sus obligaciones regulatorias y financieras.

<sup>12</sup> Se tomó como referencia a Downey, 2007.

- Adecuada gestión de cartera: bajo nivel de siniestralidad retenida en el seguro de cauciones y correcta gestión de riesgos (reaseguros, liquidez, crédito).
- Pertenencia a un grupo económico con amplia experiencia en los productos comercializados en el mercado peruano.

## **2.2 Oportunidades**

- Crecimiento del mercado de cauciones a través de un mayor número de licitaciones públicas y privadas. Se ha observado que en épocas de contracción de la inversión pública el mercado de cauciones ha crecido, por lo que en periodos de auge se esperaría que el incremento de PSN sea mayor.
- Crecimiento del mercado de seguros de crédito. Búsqueda de nuevos clientes e incremento de las exportaciones.

## **2.3 Debilidades**

- La participación de mercado de Insur permanece muy baja. Si bien es una empresa que se focaliza en tres productos, debería incrementar su nivel de penetración a nivel sistema.
- La siniestralidad retenida de la empresa creció en 2,3 p.p. en el último año, lo cual se debió al aumento de dicho índice en el seguro de cauciones de 2,8 p.p. Este resultado afectaría su nivel de utilidades en la medida que su resultado técnico se vea disminuido.

## **2.4 Amenazas<sup>13</sup>**

- Entrada de nuevos competidores al mercado peruano de seguros de cauciones y de crédito: Avla Perú, Coface y Liberty Seguros.
- Estrategias ofensivas de sus competidores en el mercado de cauciones.
- Ingreso al mercado de seguros de crédito de Mapfre Perú, una de las empresas consolidadas en el país.

## **3. Análisis de las fuerzas de Porter**

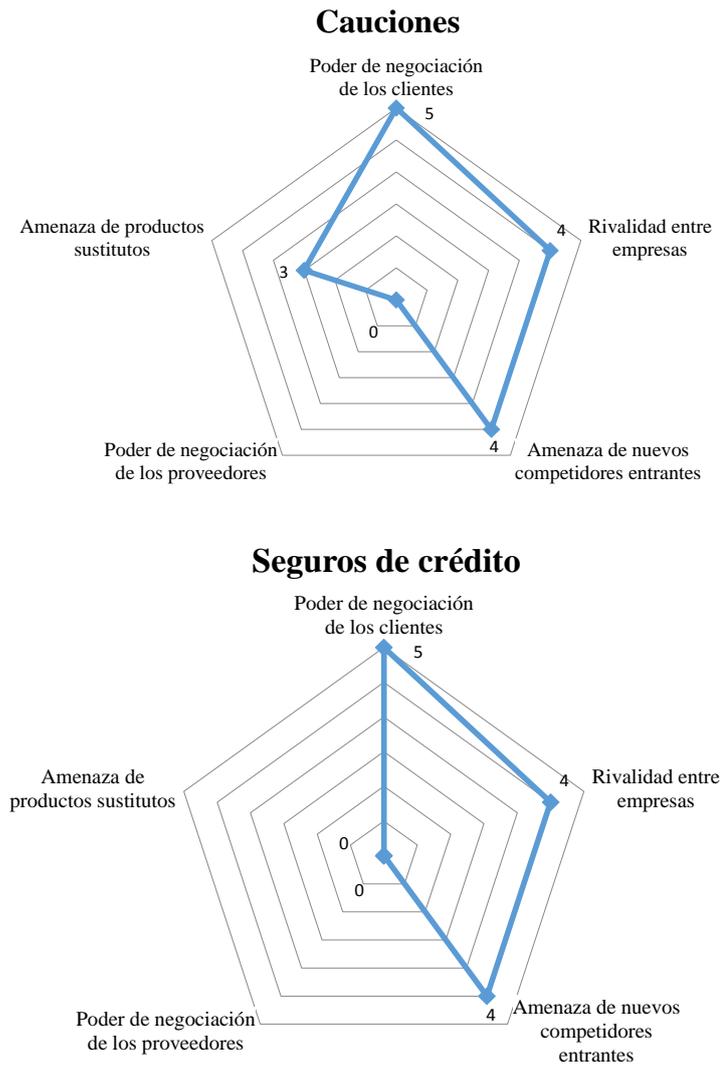
Desde su ingreso al mercado de seguros peruano en 2009 hasta la actualidad, Insur se ha consolidado como la empresa líder en ventas de seguros de crédito y registra cerca del 16% de

---

<sup>13</sup> Ver el anexo 16.

las PSN del seguro de cauciones. Debido a la intensa competencia en el sector en el que opera la compañía, así como las bajas barreras a la entrada, se identificó el siguiente esquema de análisis de las fuerzas de Porter para los productos comercializados, donde 5 representa mayor poder y 1 menor poder. Es importante precisar que la sustentación de la puntuación de cada fuerza se encuentra en el anexo 11.

**Gráfico 2. Análisis de las fuerzas de Porter para los productos de Insur**



Fuente: Elaboración propia, 2017.

## Capítulo IV. Análisis financiero de la empresa<sup>14</sup>

A continuación, se presentan los principales indicadores financieros de Insur que permitirán observar en qué situación se encuentra la empresa. Además, se analizarán las principales políticas que forman parte de las finanzas estructurales.

### 1. Finanzas operativas

#### 1.1 Ratios de rentabilidad

A partir de 2013, la rentabilidad técnica y el ratio resultado de inversiones/primas retenidas presentaron una tendencia creciente que culminó en 2016. Respecto del primer ratio, se observa que en 2015 el crédito interno registró la mayor rentabilidad debido al aumento de 15,3% del resultado técnico con respecto a 2014. Sin embargo, en 2016, la rentabilidad en este producto se redujo en 54,1 p.p. debido a que las primas retenidas crecieron en el último año en 47,2%. Por otro lado, si bien la rentabilidad financiera (o ROE por sus iniciales en inglés, Return on Equity) de Insur se redujo en 11,1 p.p. al cierre de 2016, aún es más alto que el de Secrex. Este resultado se debió principalmente a la caída de la utilidad neta de 1,5%.

**Tabla 10. Ratios de rentabilidad (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Secrex 2016
Resultado técnico / Primas retenidas	120,1	117,5	120,2	135,4	100,4	60,5
Cauciones	113,1	115,2	122,7	133,1	101,4	58,1
Crédito interno	138,5	128,6	117,1	151,6	97,5	90,7
Crédito a la exportación	124,9	108,5	106,7	113,5	102,3	106,1
Resultado de inversiones / Primas retenidas	29,8	30,7	33,0	48,4	29,8	35,3
ROE	35,8	37,9	40,5	37,6	26,5	19,0
ROA	20,4	18,3	21,2	21,6	17,2	8,5

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

#### 1.2 Ratios de liquidez

La liquidez corriente ha mantenido una tendencia decreciente desde 2013, con excepción de 2016 cuando duplicó su valor. De manera similar, el aumento de la liquidez efectiva se debió al crecimiento del rubro caja y bancos en 41,6%, el cual también influyó en la liquidez corriente. Con respecto a Secrex, Insur muestra mejores resultados.

<sup>14</sup> La definición de los ratios descritos en el presente capítulo se encuentra en el anexo 1, en el cual se comentan los resultados obtenidos en la tabla 10.

**Tabla 11. Ratios de liquidez (en número de veces)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Secrex 2016
Liquidez corriente	3,0	4,1	3,9	3,5	7,1	2,1
Liquidez efectiva	1,1	0,6	0,5	0,9	1,7	0,6

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

**1.3 Ratios de gestión**

En primer lugar, la retención de riesgos creció en 6,5 p.p. en el último año, lo que explica la caída en la rentabilidad técnica de sus productos. Por su parte, el índice de manejo administrativo se ha reducido en el último año en 13,1 p.p., lo que indicaría que la empresa ha sido más eficiente respecto de los gastos de personal y tercerización de servicios, pues ha destinado una parte menor de sus primas retenidas anualizadas para cubrir dichos egresos.

**Tabla 12. Ratios de gestión (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Secrex 2016
Índice de retención de riesgos	46,0	43,9	47,8	40,5	47,0	51,4
Índice combinado	91,8	84,1	79,1	99,4	85,2	85,8
Índice de manejo administrativo	63,5	57,8	54,0	62,0	48,9	59,2
Periodo promedio de cobro de primas (en número de días)	97,8	111,3	133,0	90,7	59,3	62,3
Periodo promedio de pago de siniestros (en número de días)	52,0	118,5	91,8	119,3	127,6	350,3

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

Finalmente, el ratio de periodo promedio de cobro de primas se ha reducido en 31,4 días en el último año, lo cual indicaría sus buenas políticas de cuentas por cobrar, dado que demora menos tiempo en hacer efectivo esos cobros. Por su parte, el periodo promedio de pago de siniestros se ha incrementado en el mismo lapso. Con respecto a Secrex, en el último año, Insur ha mostrado una mayor eficiencia en el manejo administrativo, así como un número promedio de días para cobrar primas ligeramente inferior.

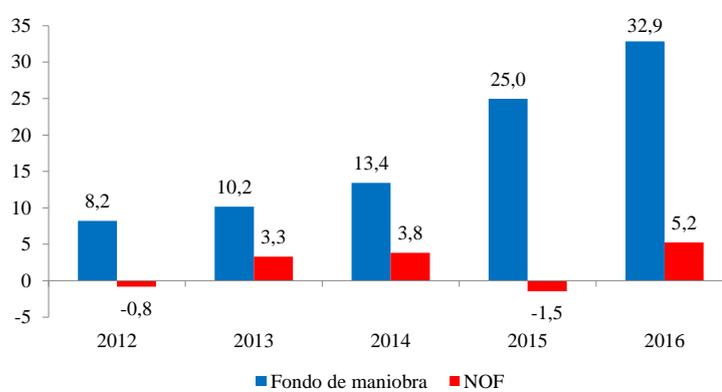
**1.4 Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra**

En los últimos cinco años, Insur ha presentado una tendencia creciente del fondo de maniobra (patrimonio de la empresa más la deuda financiera menos activo no corriente), lo que ha cubierto de manera holgada sus necesidades operativas de fondos (activos corrientes operativos menos pasivos corrientes operativos). Es por ello que, durante todos estos años, la empresa ha

podido generar excedentes de caja por lo que no ha sido necesario incurrir en deuda financiera de corto plazo en ninguno de los años analizados.

Se puede concluir que Insur es una empresa que gestiona bien su circulante dado que ha generado excedentes de caja en los últimos cinco años lo que, además, le ha permitido obtener una de las mayores rentabilidades de inversiones a nivel sistema a través de depósitos a plazo, fondos mutuos y renta fija.

**Gráfico 3. Evolución del fondo de maniobra y las necesidades operativas de fondos (NOF) (en millones de soles)**



Fuente: SBS, 2017.  
Elaboración: Propia, 2017.

## 2. Finanzas estructurales

### 2.1 Resultado de inversiones<sup>15</sup>

En los últimos cinco años, el resultado de inversiones de Insur creció a una tasa promedio anual de 11,8%, con lo cual -al cierre de 2016- registró una rentabilidad<sup>16</sup> de 15,7%, que es la más segunda más alta de todo el sistema pues fue superada por la empresa Secrex.

**Tabla 13. Resultado de inversiones anualizado de Insur (en millones de soles) y rentabilidad de inversiones de Insur (en porcentaje)**

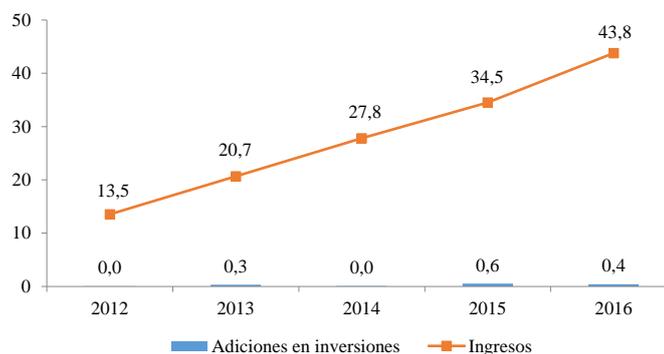
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Secrex 2016
Resultado de inversiones	1,9	2,8	4,4	6,8	6,1	7,4
Resultado de inversiones / Inversiones promedio	15,1	16,6	19,5	23,0	15,7	20,6

Fuente: SBS, 2017.  
Elaboración: Propia, 2017.

<sup>15</sup> En el anexo 12 se muestra la definición de resultado de inversiones y los límites de inversión respectivos.

<sup>16</sup> La definición de este ratio se encuentra en el anexo 1.

**Gráfico 4. Evolución de las adiciones en inversiones en activo fijo e ingresos (en millones de soles)**



Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

## 2.2 Política de endeudamiento y de fondos propios<sup>17</sup>

Tal como se observa en el anexo 13, desde el inicio de sus funciones Insur no ha registrado deuda financiera y se sostiene con la capitalización de un porcentaje de sus utilidades anuales<sup>18</sup> por lo que el endeudamiento, el cual es sin intereses, proviene básicamente de los rubros cuentas por pagar diversas e intermediarios y auxiliares, lo cual fue analizado en la sección 1.4 del presente capítulo, así como por pagos de beneficios sociales y otras provisiones.

## 2.3 Política de dividendos

Insur empezó a generar utilidades desde diciembre de 2010. Respecto de ello, ha decidido capitalizarlas, compensar las pérdidas acumuladas de la sociedad y destinar lo correspondiente a la reserva legal según lo establecido en el artículo 37 de la Ley N° 26702, Ley general del sistema financiero y del sistema de seguros y orgánica de la SBS (1996). En la tabla 14 se observa que, hasta la fecha, la empresa no ha repartido dividendos.

**Tabla 14. Repartición de las utilidades de Insur (en millones de soles)**

	Ejercicio 2010	Ejercicio 2011	Ejercicio 2012	Ejercicio 2013	Ejercicio 2014	Ejercicio 2015
Reserva legal	-	-	0,4	0,6	0,9	1,3
Capitalización	0,3	1,3	3,9	5,2	8,3	11,3
Compensación de pérdidas	-	-	0,1	0,1	0,1	-
Dividendos	-	-	-	-	-	-

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016b.

Elaboración: Propia, 2017.

<sup>17</sup> En el anexo 13 se describe con mayor detalle la definición y la composición del endeudamiento de Insur.

<sup>18</sup> De las utilidades netas de cierre de año, se deduce el 10% que va a la reserva legal y el resto es destinado a la compensación de pérdidas y a la capitalización.

## 2.4 Análisis de Dupont

Finalmente, el ROE se descompuso en tres ratios: utilidades sobre ventas, ventas sobre activo promedio y activo promedio sobre patrimonio promedio. En la tabla 15 se observa que la caída del ROE en 2016 se debió básicamente a las disminuciones observadas en el margen neto y en el apalancamiento. Es importante destacar que este último componente presenta una tendencia decreciente desde 2014, mientras que el margen neto cayó recién en el último año.

**Tabla 15. Análisis de Dupont**

	<b>Dic-12</b>	<b>Dic-13</b>	<b>Dic-14</b>	<b>Dic-15</b>	<b>Dic-16</b>
Utilidades / Ventas	27,7%	28,3%	33,3%	36,3%	28,2%
Ventas / Activo promedio	73,7%	64,6%	63,6%	59,5%	61,0%
Activo promedio / Patrimonio promedio	1,8	2,1	1,9	1,7	1,5
<b>ROE</b>	<b>35,8%</b>	<b>37,9%</b>	<b>40,5%</b>	<b>37,6%</b>	<b>26,5%</b>

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

## Capítulo V. Valorización<sup>19</sup>

El presente apartado tratará la valorización de Insur a través de la determinación de la tasa de descuento del accionista ( $k_e$ ) y del costo promedio ponderado del capital (Weighted Average Cost of Capital [WACC]), de la descripción de los supuestos respecto de las principales variables del negocio y de los resultados obtenidos por los métodos de flujos de caja descontados y de múltiplos comparables.

### 1. Cálculo de la tasa de descuento del accionista ( $k_e$ ) y WACC

La tasa de descuento es una variable para la valorización a través del método de flujos de caja descontados. En el anexo 14 se explica de manera detallada el cálculo de cada uno de los componentes de la tasa correspondiente al costo de oportunidad de los accionistas ( $k_e$ ), la cual será igual al WACC debido a que la empresa no registra deuda financiera. Como resultado se obtuvo la siguiente estructura para dicha tasa.

**Tabla 16. Tasa de descuento de los accionistas ( $k_e$ )**

Insumo	Valor
Tasa libre de riesgo (Rf)	2,45%
Beta	1,45
Prima de riesgo de mercado	7,35%
Riesgo país	1,70%
<b>Ke en dólares</b>	<b>14,80%</b>
Inflación Perú dic. 2016	3,23%
Inflación Estados Unidos dic. 2016	2,08%
<b>Ke en soles</b>	<b>16,10%</b>

Fuente: Bloomberg, 2017a, 2017b, 2017c; Damodaran, 2017a.  
Elaboración: Propia, 2017.

### 2. Supuestos de las principales variables de los productos comercializados por Insur<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Es importante destacar que se intentó concertar una entrevista con ejecutivos de Insur (chief executive officer [CEO] y chief financial officer [CFO]) para contrastar los supuestos de la presente valorización. Sin embargo, ello no se pudo concretar debido a que la empresa señaló que no es parte de su política brindar este tipo de entrevistas y que consideraba que la información publicada en la SBS y la SMV era suficiente para realizar una valorización.

<sup>20</sup> En el anexo 17 se sustentan las proyecciones planteadas con mayor detalle.

## 2.1 Ingresos por Primas de Seguros Netas (PSN)<sup>21</sup>

Para proyectar las PSN, se analizaron las tasas de crecimiento anual y promedio anual de cada producto de la empresa; es decir, las variaciones que se dieron año a año y las que se dieron a comparación de 2016, respectivamente. De esta manera, en la tabla 17 se presentan las tasas de crecimiento propuestas para cada producto comercializado por Insur.

**Tabla 17. Tasas de crecimiento de las PSN de los productos comercializados por Insur (en porcentaje)**

	<b>Año 1</b>	<b>Año 2</b>	<b>Año 3</b>	<b>Año 4</b>	<b>Año 5</b>
Cauciones	20,0	20,0	15,0	15,0	10,0
Crédito interno	30,0	30,0	20,0	15,0	15,0
Crédito a la exportación	30,0	30,0	20,0	15,0	15,0

Fuente: Elaboración propia, 2017.

## 2.2 Resto de variables

A continuación, se mencionarán las tasas asumidas para el resto de variables que influyen en la comercialización de las pólizas de seguros de Insur. En el anexo 17 se describe cada una de ellas.

- **Cesión de PSN.** 55% en cauciones y 50% en crédito interno y a la exportación.
- **Índice de siniestralidad de PSN.** 17% en el riesgo de cauciones, 90% en el seguro de crédito interno y 60% en el seguro de crédito a la exportación.
- **Comisiones de PSN.** 9% en el seguro de cauciones, 3% en el riesgo de crédito interno y 4% en el seguro de crédito a la exportación.
- **Ingresos técnicos.** 17% de las PSN en el riesgo de cauciones y 30% de las PSN en los seguros de crédito interno y a la exportación.
- **Gastos técnicos.** 5% de las PSN en los riesgos de cauciones y crédito interno, y 20% de las PSN en el seguro de crédito a la exportación.
- **Gastos administrativos.** 23% de las PSN.

Finalmente, en el anexo 12 se describe la estructura y rentabilidad de los instrumentos de inversión de Insur, a partir de los cuales se proponen los valores para la proyección. Es importante destacar que se realizó un análisis de sensibilidad respecto de la rentabilidad de los

---

<sup>21</sup> Como se observa en el anexo 17, no se identifica ninguna correlación positiva entre las tasas de crecimiento de las PSN de los productos vendidos por Insur y las tasas de crecimiento de las principales variables macroeconómicas.

instrumentos señalados. Por su parte, en el anexo 15 se describe la metodología para calcular las reservas de primas y de siniestros; mientras que en el anexo 18 se presentan los supuestos de las variables que se encuentran en el estado de situación financiera<sup>22</sup>.

### 3. Valorización a través del método de flujo de caja descontado

Tomando en consideración los supuestos planteados en la segunda sección del presente capítulo -los cuales serán desarrollados en mayor medida en el anexo 17- y el marco teórico de este método desarrollado en el anexo 18, se obtuvieron los flujos de caja proyectados para el horizonte de cinco años, así como el flujo para la perpetuidad. Además, al valor de la empresa obtenido se le añadió los montos correspondientes a la caja y a las inversiones financieras de corto y largo plazo correspondientes a 2016 para obtener el equity value de la empresa.

**Tabla 18. Flujos de caja descontados en un horizonte de cinco años y para la perpetuidad (en soles)**

	2017	2018	2019	2020	2021	Flujo para perpetuidad
EBIT * (1-t)	13.132.977	16.986.265	20.273.136	23.523.526	26.569.519	26.569.519
Depreciación y amortización	52.500	105.000	157.500	210.000	225.000	225.000
Variación en NOF	-1.755.033	-927.474	-1.439.888	-1.531.467	-1.236.835	-1.236.835
CAPEX	-300.000	-300.000	-300.000	-300.000	-300.000	-300.000
FCFF = FCFE	11.130.445	15.863.791	18.690.748	21.902.059	25.257.684	198.552.669

Leyenda: NOF: Necesidades Operativas de Fondos; FCFF: Free Cash Flow to Firm (en español, Flujo de caja libre para la firma); FCFE: Free Cash Flow to Equity (en español, Flujo de caja libre para el accionista).

Fuente: Elaboración propia, 2017.

Finalmente, respecto de la perpetuidad, tal como se señala en el anexo 19, se considera la réplica del flujo proyectado en el quinto año, que se divide entre la diferencia del WACC y el crecimiento perpetuo (g). En relación con este último componente, Calderón y Sanz (2008) señalan que un crecimiento a perpetuidad razonable es aquel menor o similar al crecimiento a largo plazo del PBI que, por lo general, es igual a 3%. Por ello, se consideró dicho porcentaje en el escenario base y fue una de las variables sensibilizadas en los escenarios de estrés.

<sup>22</sup> En el anexo 18 se explican, además, las evoluciones de las NOF y del CAPEX durante el periodo proyectado.

**Tabla 19. Resultado de la valorización por método de flujo de caja descontado (en miles de soles)**

<b>Valor presente flujos de caja 2017-2021</b>	<b>57.324</b>
<b>Valor presente de la perpetuidad</b>	<b>94.117</b>
<b>Valor de la empresa</b>	<b>151.441</b>
Caja 2016	11.653
Inversiones financieras de CP 2016	22.388
Inversiones financieras de LP 2016	10.500
Deuda financiera 2016	0
<b>Equity value</b>	<b>195.982</b>
Tasa de descuento	16,10%
Crecimiento perpetuo	3%
Número de acciones (en miles)	36.812
<b>Valor por acción</b>	<b>5,32</b>

Leyenda: CP: corto plazo; LP: largo plazo.

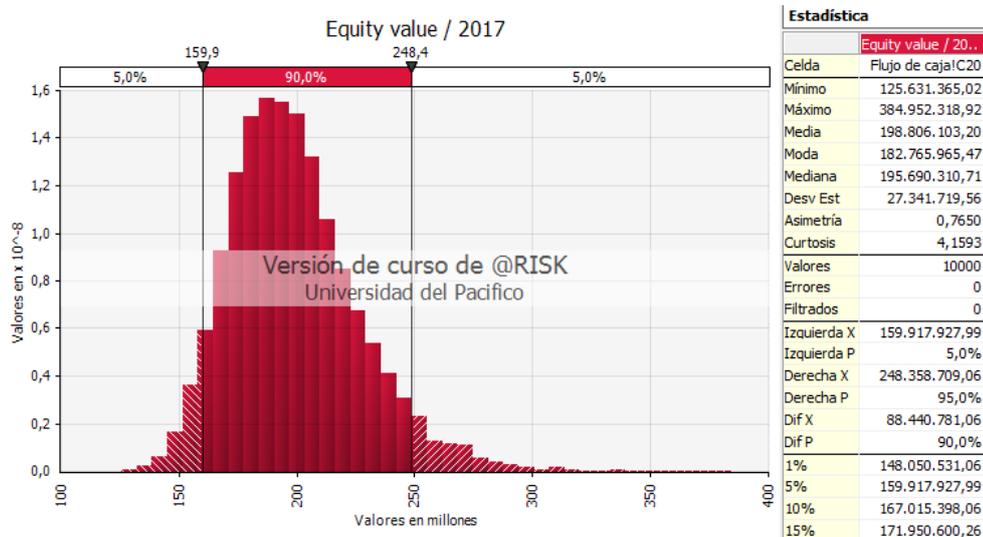
Fuente: Elaboración propia, 2017.

Estos resultados permiten sugerir que la empresa es muy atractiva, debido a que el valor por acción obtenido es 5,32 veces mayor que el valor en libros de S/ 1,00. Además, tal como se observa en el anexo 19, cumpliría con los requerimientos regulatorios establecidos por la SBS.

#### **4. Análisis de sensibilidad**

Finalmente, se realizó un análisis de sensibilidad del equity value a través de la simulación de Montecarlo respecto de las variables críticas del negocio, las cuales son las tasas de crecimiento y los índices de siniestralidad de los tres productos comercializados, así como los rendimientos de las inversiones elegibles, la tasa de descuento y la tasa de crecimiento a perpetuidad. Con ello, los valores del equity value oscilarían entre S/ 159,9 millones y S/ 248,4 millones, a un 90% de confianza. Con ello, el valor por acción estaría entre S/ 4,34 y S/ 6,75. En el anexo 20, se presentan todos los resultados obtenidos a través de la simulación de Montecarlo.

**Gráfico 5. Distribución del equity value de Insur a través del análisis de sensibilidad**



Fuente: Elaboración propia, 2017.

## 5. Método de múltiplos comparables<sup>23</sup>

Tal como se explica en el anexo 19, si bien las empresas comparables con Insur no cotizan en bolsa, se identificaron tres compañías peruanas con características parecidas para poder emplear este método. De esta manera, se obtuvieron los múltiplos de Rímac, La Positiva y Mapfre Perú.

**Tabla 20. Método de múltiplos comparables (montos en miles de soles)**

	Enterprise value (EV)	Utilidad operativa	EV / Utilidad operativa	Ventas	EV / Ventas
Rímac	1.522,8	224,2	6,8	3.543,7	0,4
La Positiva	432,7	52,8	8,2	771,1	0,6
Mapfre Perú	276,2	84,2	3,3	1.092,6	0,3
<b>Promedio</b>	<b>2.231,7</b>	<b>361,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5.407,4</b>	<b>0,4</b>
<b>Insur</b>	<b>151,4</b>	<b>17,1</b>	<b>8,8</b>	<b>43,8</b>	<b>3,5</b>

Fuente: Bloomberg, 2017d.

Elaboración: Propia, 2017.

Con los múltiplos presentados en la tabla 20, se calcularon los valores por acción de Insur respectivos. Tomando en cuenta el múltiplo promedio de enterprise value/utilidad operativa, se obtiene un valor por acción de S/ 4,09, y tomando en cuenta el múltiplo promedio de enterprise value/ventas se obtiene un valor por acción de S/ 1,70.

<sup>23</sup> En el anexo 19 se explica de manera detallada la limitación que existe al aplicar este método a Insur.

## **Conclusiones y recomendaciones**

### **1. Conclusiones**

Insur es una empresa con una antigüedad de siete años en el país, es decir, es relativamente joven, y se encuentra en una fase de crecimiento pues los mercados en los que opera están actualmente en una fase incipiente. En este sentido, es la empresa líder en los seguros de crédito interno y a la exportación y, a pesar de ocupar el cuarto lugar en cauciones, es la empresa con la mayor rentabilidad técnica. Además de ello, presenta la segunda mayor rentabilidad de inversiones a nivel sistema, siendo superada por Secrex, uno de sus rivales directos.

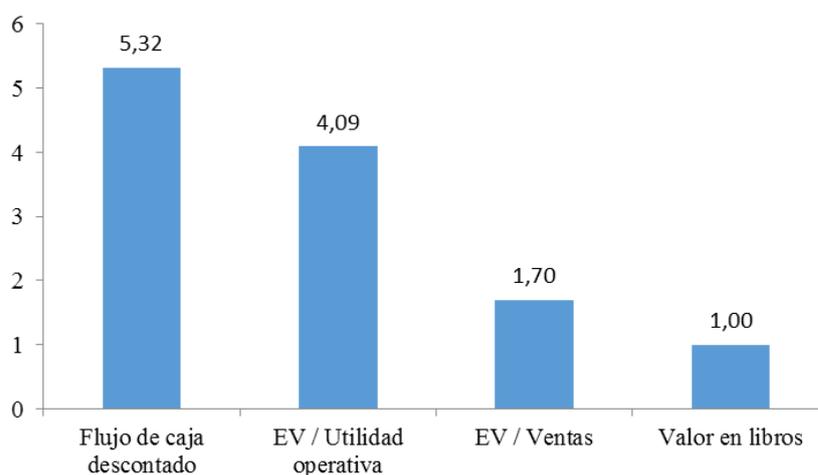
Dentro de las principales fortalezas identificadas en esta empresa se identifican los adecuados índices de gestión y de solvencia, los cuales le permiten tener holgura para hacer frente a sus obligaciones actuales y a contingencias que pudieran ocurrir en cualquier momento. Asimismo, al estar enfocada en solo tres productos, brinda un servicio más especializado, si se considera además que la compañía está respaldada por el grupo Atradius (su casa matriz) y por Compañía de Seguros Crédito Continental S.A. de Chile (su principal accionista). Precisamente, el sector en el que opera se encuentra en una fase de crecimiento por lo que el universo de potenciales clientes se ha expandido considerablemente y es una gran oportunidad para colocar un mayor número de pólizas de seguros. Sin embargo, esta expectativa también puede convertirse en una amenaza ya que han ingresado nuevas empresas al mercado peruano, las cuales podrían quitarle participación de mercado, tal como ha ocurrido con Coface en 2016, o se lleven a sus clientes ofreciéndoles mejores productos.

Respecto de los riesgos que afronta la empresa, se observa una adecuada gestión de los mismos, pues en el caso del riesgo de seguros se cubre con contratos de reaseguro automático; es decir, se mitiga la probabilidad de realizar pagos de siniestros por encima del valor en libros mediante la suscripción de contratos con empresas de alta calificación crediticia, con lo cual también se cubre del riesgo de reaseguro. Por su parte, el riesgo de mercado es mitigado mediante la constante realización de análisis de sensibilidad para identificar posibles escenarios de pérdidas y los mecanismos para aminorarlas, mientras que el riesgo de crédito es contrarrestado con la colocación de sus inversiones en instrumentos con alto grado de inversión, con lo cual cumple con los estándares requeridos por la SBS. Como se observa, la empresa tiene identificados sus principales riesgos, así como las posibles herramientas que ayuden a mitigar sus ocurrencias.

Dado el incremento de la competencia en los mercados en los que opera, Insur tiene como propuesta de valor en los seguros de crédito interno y a la exportación brindar un servicio adicional de estudio de mercado de los potenciales clientes, así como un seguimiento de la cartera gestionada para advertir posibles escenarios de incumplimiento de pago. En el caso de las cauciones, la empresa ofrece pólizas que se ajustan a los requerimientos puntuales de sus clientes, así como menores costos para ellos y una mayor rapidez para disponer de la cobertura solicitada.

Finalmente, respecto de la valorización realizada a Insur a través del método de flujos de caja descontados, el equity value al cierre de 2016 obtenido con un horizonte de proyección de cinco años es S/ 196,0 millones. Con ello, considerando el número de acciones a dicho periodo, el valor por acción sería igual a S/ 5,32. Además, se realizó un análisis de sensibilidad con el que los resultados no distan mucho del escenario base significativamente. Por su parte, a través del método de múltiplos comparables, se seleccionaron como empresas comparables a Rímac, La Positiva y Mapfre Perú dado que las compañías que tienen las mismas características de Insur (se dedican sólo a cauciones y créditos) no cotizan en sus respectivas bolsas. Se obtuvieron los siguientes valores por acción: S/ 4,09 a través del indicador enterprise value/utilidad operativa y S/ 1,70 a través del indicador enterprise value/ventas.

**Gráfico 6. Comparación de resultados de la valorización por acción (en soles)**



Fuente: Elaboración propia, 2017.

## 2. Recomendaciones

A pesar que no es posible realizar operaciones de compra y venta de acciones de Insur dado que están listadas en la BVL pero no cotizan, éstas son atractivas para los actuales accionistas, para

potenciales private equity que deseen adquirir una participación en esta empresa o cualquier otro inversionista debido a los resultados obtenidos a través de los métodos mencionados anteriormente. Otras razones es que la empresa se encuentra en una fase de crecimiento con alta rentabilidad de sus productos, y a la rentabilidad de sus inversiones, superior a la promedio del mercado.

## Bibliografía

Atradius. (2016). *Genuinely interacting with customers Annual Report 2015 Atradius N.V.* Amsterdam: Atradius. [En línea]. Fecha de consulta: 30/06/2016. Disponible en: <<https://group.atradius.com/about-us/annual-reports.html>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2016). *Reporte de Inflación Diciembre 2016. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2016-2018*. Lima: BCRP. [En línea]. Fecha de consulta: 15/01/2017. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2016/diciembre/reporte-de-inflacion-diciembre-2016.pdf>>.

Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2017). “Cuadros estadísticos de la nota semanal”. En: *bcrp.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 07/02/2016. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas/cuadros-de-la-nota-semanal.html>>.

Bloomberg. (2017a). “World Bond Markets”. [Base de datos].

Bloomberg. (2017b). “US CPI Urban Consumers YoY”. [Base de datos].

Bloomberg. (2017c). “Peru Consumer Price Index (Annual YoY%)”. [Base de datos].

Bloomberg. (2017d). “Análisis financiero de las acciones de las empresas de seguros”. [Base de datos].

Calderón, Carlos y Javier Sáenz. (2008). *Un enfoque práctico a la valoración de empresas*. España: Editorial Centro de Estudios Ramón Areces.

CFA Institute. (2011). *Schwesernotes Book 4: Corporate finance, portfolio management and equity investments*. Estados Unidos: Kaplan, Inc.

Class & Asociados S.A. (2016). “Clasificación de riesgo”. En: *classrating.com*. [PDF]. Fecha de consulta: 15/12/2016. Disponible en: <<http://www.classrating.com/Aviso.pdf>>.

Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A. (2013). *Memoria Anual 2012*. Santiago de Chile: Continental. [En línea]. Fecha de consulta: 30/06/2016. Disponible en: <[http://sc.continental.cl/MEMO\\_CONTI\\_2013/index.html#](http://sc.continental.cl/MEMO_CONTI_2013/index.html#)>.

Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A. (2016). *Memoria Anual 2015*. Santiago de Chile: Continental. [En línea]. Fecha de consulta: 02/01/2017. Disponible en: <[http://sc.continental.cl/MEMO\\_CONTI\\_2015/index.html#](http://sc.continental.cl/MEMO_CONTI_2015/index.html#)>.

Court, Eduardo. (2012). *Finanzas corporativas*. Segunda edición. Buenos Aires: Cengage Learning.

- Damodaran, A. (2017a). “Country Default Spreads and Risk Premiums”. En: *pages.stern.nyu.edu*. [En línea]. Fecha de consulta: 05/02/2017. Disponible en: <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)>.
- Downey, Jim. (2007). “Strategic analysis tools”. En: *Topic Gateway Series*. N°34, octubre 2017. Fecha de consulta: 02/01/2017. Disponible en: <[http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid\\_tg\\_strategic\\_analysis\\_tools\\_nov07.pdf.pdf](http://www.cimaglobal.com/Documents/ImportedDocuments/cid_tg_strategic_analysis_tools_nov07.pdf.pdf)>.
- Federación de Aseguradores Colombianos (Fasecolda). (s.f.). “Directorio”. En: *Compañías de seguros*. [En línea]. Fecha de consulta: 03/02/2017. Disponible en: <<http://www.fasecolda.com/index.php/servicios/directorio/companias-de-seguros/>>.
- Fernández, Pablo y Carabias, José. (2013). “La prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita”. En: *Universia Business Review*. [En línea]. Primer trimestre 2009. España: Universidad de Navarra - IESE Business School.
- Fernández, Pablo y Carabias, José. (2015). “El peligro de utilizar betas calculadas”. En: *ssrn.com*. [En línea]. España: Universidad de Navarra - IESE Business School. Fecha de consulta: 15/11/2016. Disponible en: <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id897700.pdf>.
- Fernández, Pablo. (2002). “Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories”. Working paper N°451. España: Universidad de Navarra - IESE Business School. Fecha de consulta: 02/01/2017. Disponible en: <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0451-e.pdf>>.
- Fernández, Pablo. (2016). “162 errores en valoraciones de empresas”. España: Universidad de Navarra - IESE Business School.
- Fitch Ratings. (2016). “Compañía de Seguros de Crédito Continental”. En: *www.fitchratings.com*. [En línea]. 07 de marzo de 2016. Fecha de consulta: 20/07/2016. Disponible en: <<https://www.fitchratings.com/site/pr/1000572>>.
- Guerras, Luis y Navas, José. (1996). *La dirección estratégica de las empresas, teorías y aplicaciones*. España: Editorial Civitas.
- Hoyos, Carlos. (2012). *El seguro de caución*. España: Fundación Mapfre.
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (2017). *Nota de prensa*. [En línea]. Fecha de consulta: 27/02/2017. Disponible en: <<https://www.inei.gob.pe/media/MenuRecursivo/noticias/nota-de-prensa-n030-2017-inei.pdf>>.

Insur S.A. Compañía de Seguros (2016). “Memoria 2015”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 19/08/2016. Disponible en:

<<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Memoria%202015%20SMV%2004-03-2016.pdf>>.

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). (2016). “Marco Macroeconómico Multianual 2016-2018 revisado”. En: *bcrp.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 15/09/2016. Disponible en: <<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Programa-Economico/mmm-2016-2018-agosto.pdf>>.

Mongrut, Samuel. (2006). *Tasas de descuento en Latinoamérica: Hechos y desafíos*. Lima: Departamento de Contabilidad y Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

Moody’s Investors Service. (2016). “Credit Opinion: Atradius N.V. Global Credit Research”. En: *group.atradius.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 28/07/2016. Disponible en: <<https://group.atradius.com/about-us/financial-strength-ratings.html>>.

Müller, Sune. (2015). “The effects of information technology on Business Model Innovation”. En: *Scandinavian Journal of Information Systems*. 2015. Fecha de consulta: 15/01/2017. Disponible en: <[http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/79314222/The\\_Effects\\_of\\_Information\\_Technology\\_on\\_Business\\_Model\\_Innovation\\_HICSS.pdf](http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/79314222/The_Effects_of_Information_Technology_on_Business_Model_Innovation_HICSS.pdf)>.

Osterwalder, Alexander y Pigneur, Yves. (2010). *Business Model Generation*. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.

Pacific Credit Rating (PCR). (2016). “Insur S.A. Compañía de Seguros”. En: *www.ratingspcr.com*. [En línea]. Fecha de consulta: 07/07/2016. Disponible en: <<http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/insur-201512.pdf>>.

Professional Academy. (s.f.). “Marketing Theories – Boston Consulting Group Matrix”. En: *professionalacademy.com*. [En línea] Fecha de consulta: 02/01/2017. Disponible en: <<http://www.professionalacademy.com/blogs-and-advice/marketing-theories---boston-consulting-group-matrix>>.

Proinversión. (2017). “Cartera de proyectos de Proinversión”. En: *proyectosapp.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 06/01/2017. Disponible en: <<http://www.proyectosapp.pe/modulos/JER/PlantillaProyectoEstadoSector.aspx?are=0&prf=2&jer=5351&sec=22>>.

Strickland, Alonzo y Thompson, Arthur. (1994). *Dirección y administración estratégica: conceptos, casos y lecturas*. Wilmington: Addison Wesley Iberoamericana.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (1996). “Ley general del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros”. En: *congreso.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/07/2016. Disponible en: <[http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4\\_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/\\$FILE/26702.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/$FILE/26702.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2006). “Reglamento de requerimientos patrimoniales de las empresas de seguros y reaseguros. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 11/07/2016. Disponible en: <[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/1094/v6.0/Adjuntos/1124-2006.r.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1094/v6.0/Adjuntos/1124-2006.r.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2008). “Reglamento para la constitución, reorganización y establecimiento de empresas y representantes de los sistemas financiero y de seguros. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 18/07/2016. Disponible en: <[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/1206/v1.0/Adjuntos/10440-2008.r.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1206/v1.0/Adjuntos/10440-2008.r.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2010). “Normas para la contratación y gestión de reaseguros. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 15/11/2016. Disponible en: <[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/872/v1.0/Adjuntos/2982-2010.r.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/872/v1.0/Adjuntos/2982-2010.r.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2013). “Reglamento de la reserva de siniestros. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 06/12/2016. Disponible en: <[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/776/v2.0/Adjuntos/4095-2013.r.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/776/v2.0/Adjuntos/4095-2013.r.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2016a). “Capítulo II. Riesgos”. En: *sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 30/06/2016. Disponible en: <[http://www.sbs.gob.pe/repositorioaps/0/0/jer/regul\\_sisfin\\_ems/20161201\\_CapituloII.pdf](http://www.sbs.gob.pe/repositorioaps/0/0/jer/regul_sisfin_ems/20161201_CapituloII.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2016b). “Glosario de términos e indicadores del Sistema Asegurador”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 10/07/2016. Disponible en: <<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2016/Junio/SS-0002-jn2016.PDF>>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2016c).” Reglamento de la reserva de riesgos en curso. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 02/01/2017. Disponible en:

<[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/1699/v1.0/Adjuntos/6394-2016.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1699/v1.0/Adjuntos/6394-2016.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2016d). “Actualización del capital social mínimo correspondiente al trimestre octubre-diciembre 2016. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 02/01/2017. Disponible en:

<[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/1671/v1.0/Adjuntos/G-189-2016.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1671/v1.0/Adjuntos/G-189-2016.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2016e). “Reglamento de las inversiones de las empresas de seguros. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe* [En línea]. Fecha de consulta: 11/07/2016. Disponible en:

<[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/1631/v1.0/Adjuntos/1041-2016.R.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1631/v1.0/Adjuntos/1041-2016.R.pdf)>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017a). “Boletín estadístico de seguros”. En: *sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 05/02/2017. Disponible en:

<<http://sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=25>>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017b). “Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos. Compendio de normas”. En: *intranet2.sbs.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 27/01/2017. Disponible en:

<[https://intranet2.sbs.gob.pe/dv\\_int\\_cn/1708/v1.0/Adjuntos/272-2017.R.pdf](https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1708/v1.0/Adjuntos/272-2017.R.pdf)>.

Superintendencia de Seguros Privados (SUSEP). (s.f.). “Relação de seguradoras DPVAT”. En: *susep.gov.br*. [En línea]. Fecha de consulta: 07/02/2016. Disponible en:

<<http://www.susep.gov.br/setores-susep/cgpro/seguradoras-dpvat>>.

Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2016). “06. Compañías de Seguros Generales: Endeudamiento total trimestral”. En: *www.svs.cl. Estadísticas. Gráficos*. [En línea]. Diciembre de 2016. Fecha de consulta: 30/06/2016. Disponible en:

<<http://www.svs.cl/portal/estadisticas/606/w3-article-9689.html>>.

Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). (2017). Cías de Seguros Crédito. En: *svs.cl*. [En línea]. Fecha de consulta: 07/02/2016. Disponible en:

<<http://www.svs.cl/portal/principal/605/w3-propertyvalue-18549.html>>

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2011). “Hechos de importancia de Insur”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 31/10/2016. Disponible en:

<[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150\\_4\\_20110314222910.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150_4_20110314222910.pdf)>.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2012). “Hechos de importancia de Insur”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 31/10/2016. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150\\_4\\_20120309192122.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150_4_20120309192122.pdf)>.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2013). “Hechos de importancia de Insur”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 31/10/2016. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150\\_4\\_20130325132228.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150_4_20130325132228.pdf)>.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2014). “Hechos de importancia de Insur”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 31/10/2016. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150\\_4\\_20140324164140.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150_4_20140324164140.pdf)>.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2015). “Hechos de importancia de Insur”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 31/10/2016. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150\\_4\\_20150320165138.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150_4_20150320165138.pdf)>.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2016a). “Reporte sobre el cumplimiento del código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 19/08/2016. Disponible en: <<http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/PBGC%202015%20SMV%20A%20y%20D.pdf>>.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2016b). “Hechos de importancia de Insur”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 31/10/2016. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150\\_4\\_20160321122140.pdf](http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/CartaOE4150_4_20160321122140.pdf)>.

Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2017). “Reporte mensual”. En: *smv.gob.pe*. [En línea]. Fecha de consulta: 07/02/2016. Disponible en: <[http://www.smv.gob.pe/Frm\\_RptMensual.aspx?data=2BCE27555D2CC9E798E7AB5F0DD3507E22252404EF](http://www.smv.gob.pe/Frm_RptMensual.aspx?data=2BCE27555D2CC9E798E7AB5F0DD3507E22252404EF)>.

Swiss Re. (2016). “World Insurance in 2015: steady growth and regional disparities”. En: *Sigma*. N°3, 2016. Zurich: Swiss Re Ltd. [En línea]. Fecha de consulta: 02/08/2016. Disponible en: <[http://media.swissre.com/documents/sigma\\_3\\_2016\\_en.pdf](http://media.swissre.com/documents/sigma_3_2016_en.pdf)>.

Walker, Eduardo. (2003). “Costo de capital para empresas reguladas en Chile”. Monografía. Santiago de Chile: Pontificia Universidad Católica de Chile.

## **Anexos**

## Anexo 1. Glosario de indicadores de seguros<sup>24</sup>

### 1. Principales conceptos

- **Primas de seguros netas anualizadas (PSN).** Monto de dinero recibido por las empresas de seguros por la venta de pólizas al público, netas de anulaciones.
- **Primas de reaseguro aceptado netas.** Monto de dinero recibido de otra empresa de seguros por motivo de la venta de pólizas. Con ello, ambas empresas comparten el riesgo asegurado dependiendo del porcentaje de cesión.
- **Primas cedidas.** Montos cobrados de las pólizas que son transferidas a otras empresas de seguros con el objetivo de compartir el riesgo asegurado.
- **Primas retenidas.** Montos cobrados de las pólizas que se mantienen en la empresa.
- **Primas totales.** Suma de las PSN más las primas de reaseguro aceptado netas o la suma de las primas cedidas y las primas retenidas.
- **Índice de cesión.** Ratio de primas cedidas sobre primas totales.
- **Índice de retención.** Ratio de primas retenidas sobre primas totales.
- **Índice de penetración del sistema de seguros.** Primas de seguros netas anualizadas (PSN) / Producto bruto interno (PBI) de los últimos doce meses.
- **Reservas técnicas de primas.** Dependiendo de la naturaleza del negocio pueden ser reserva de riesgos en curso o reservas matemáticas de vida.
- **Reservas de riesgos en curso.** Reserva técnica por primas no devengadas e insuficiencia de primas correspondiente a los seguros generales.
- **Reserva matemática de vida.** Reservas técnicas por primas correspondientes a los seguros de vida y, en especial, de rentas vitalicias. Se determinan a través de métodos actuariales.
- **Reserva de siniestros.** Está compuesto por la reserva de siniestros reportados y los ocurridos pero no reportados. En el primer caso, se realiza una estimación para poder cubrir los siniestros pagados, los gastos de ajuste y los que son responsabilidad de la compañía.
- **Ingresos técnicos diversos.** Comprenden los ingresos adicionales relacionados a las actividades de seguros distintos a las PSN, ajuste de reservas técnicas de primas cedidas, siniestros de primas cedidas y comisiones sobre primas cedidas.
- **Gastos técnicos diversos.** Comprende los egresos adicionales relacionados a las actividades de seguros distintos a las primas cedidas, ajuste de reservas técnicas de PSN y pagos de siniestros de PSN y comisiones.
- **Resultado técnico anualizado bruto.** Diferencia entre las primas ganadas netas y los siniestros incurridos netos.
- **Resultado técnico anualizado.** Resultado técnico bruto anualizado menos comisiones netas más ingresos diversos netos.
- **Resultado de inversiones anualizado.** Ingresos financieros y por inversiones menos los gastos por inversiones y financieros.
- **Activo de reservas técnicas a cargo de reaseguradores.** A partir de 2014, en el activo corriente se registran los siniestros reportados y no reportados de las primas cedidas (pendientes de liquidación e IBNR); mientras que en el activo corriente, se registra la reserva de riesgos en curso de primas cedidas.

### 2. Indicadores de siniestralidad

- **Índice de siniestralidad directa anualizada.** Porcentaje de las PSN destinadas a cubrir los pagos de siniestros del periodo.

---

<sup>24</sup> Información provista por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS, 2016a).

- **Índice de siniestralidad retenida anualizada.** Porcentaje de las primas retenidas destinadas a cubrir los pagos de siniestros que son responsabilidad de la empresa (siniestros retenidos) del periodo.

### 3. Indicadores de gestión

- **Índice de manejo administrativo.** Es el ratio de gastos administrativos anualizados sobre primas retenidas. Este ratio muestra la proporción de primas que se mantienen en la empresa que son destinadas a cubrir los gastos de administración.
- **Índice combinado.** Es el ratio cuyo numerador es la suma de los gastos administrativos anualizados, las comisiones netas anualizadas y los siniestros retenidos anualizados, mientras que el denominador es las primas retenidas.
- **Índice de retención de riesgos.** Es el ratio de primas retenidas anualizadas sobre primas totales anualizadas, lo cual indica la capacidad para asumir riesgos de la compañía.

### 4. Indicadores de rentabilidad<sup>25</sup>

- **Resultado técnico/primas retenidas.** Este ratio mide la rentabilidad de cada producto vendido. De esta manera, se mide la porción de las primas retenidas<sup>26</sup> que deviene en resultado técnico. En los últimos tres años, este indicador ha presentado una tendencia creciente, principalmente en el riesgo de cauciones. En el último año, el crédito interno registró una caída de la rentabilidad de resultado técnico de 54,1 p.p.
- **Resultado de inversiones/primas retenidas.** Este ratio la porción de primas retenidas que devienen en resultado de inversiones. En el último año, este indicador disminuyó en 18,6 p.p. debido al aumento de 33,0% del resultado de inversiones.
- **Resultado de inversiones / inversiones promedio.** Mide la rentabilidad de las inversiones de la empresa, las cuales consisten en caja y bancos, valores negociables e inversiones de corto plazo y largo plazo.
- **ROE (utilidad neta/patrimonio promedio).** Con excepción de los dos últimos años, este ratio también presentó una tendencia creciente, producto de los buenos rendimientos tanto del resultado de inversiones como del resultado técnico. En el último año, la utilidad neta se redujo en 1,5%, mientras que el patrimonio promedio creció en 39,9%.
- **ROA (utilidad neta/activo promedio).** Desde 2013, este indicador ha presentado una tendencia creciente debido a los aumentos progresivos de la utilidad neta. Sin embargo, en 2016, este ratio disminuyó debido al crecimiento del activo promedio de 23,7% y la reducción de la utilidad neta de 1,5%.

---

<sup>25</sup> En esta sección también se comentan los resultados observados en Insur.

<sup>26</sup> Las primas retenidas se calculan a través de la suma de las primas de seguros netas y las primas de reaseguro aceptado netas menos las primas cedidas.

## Anexo 2. Grupo económico de Insur

### 1. Compañía de Seguros Crédito Continental S.A. (Chile)

Esta empresa también tiene como matriz al grupo económico Atradius -el cual posee el 50% del accionariado- y vende seguros de crédito con el objetivo de cubrir al cliente del riesgo de incumplimiento de las cuentas por cobrar que podría ser causada por créditos impagos superiores a un periodo de seis meses o a una insolvencia. Si bien Crédito Continental opera de manera individual<sup>27</sup>, se beneficia del prestigio de marca, asesoramiento, reaseguro, y análisis crediticio del grupo Atradius.

Al cierre de 2015, según las cifras presentadas en su memoria anual, Continental es la empresa líder en el mercado chileno de seguros de crédito pues cuenta con una participación de 57,0% en crédito doméstico, 37,0% en crédito a la exportación y 15,0% en cauciones. Por ello, su rating crediticio es AA-<sup>28</sup>.

**Tabla A. Principales ingresos de Continental Chile (millones de dólares)**

	2011	2012	2013	2014	2015
Primas totales	45,9	42,6	42,7	39,4	44,3
Primas de seguros de crédito	41,2	36,6	36,7	33,8	37,8
Primas de seguros de crédito doméstico	30,7	27,3	28,4	26,4	29,3
Siniestros pagados y provisionales (menos recuperos)	25,4	33,2	41,6	38,4	34,5
Patrimonio	42,8	46,8	39,4	44,5	44,3
Utilidad neta	7,9	8,7	5,6	12,6	9,7

Fuente: Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., 2016.

**Tabla B. Principales ratios financieros de Continental Chile (en porcentaje)**

	2011	2012	2013	2014	Set-14	Set-15
Endeudamiento normativo	0,50x	1,00x	0,68x	0,84x	0,65x	1,49x
Prima retenida / Patrimonio	0,20x	0,20x	0,24x	0,21x	0,21x	0,22x
Patrimonio / Activos	66,5%	47,5%	47,5%	47,3%	47,6%	33,5%
Rentabilidad de las inversiones	3,1%	5,5%	8,9%	18,8%	21,0%	15,7%
Reserva de primas / Reservas	18,0%	39,9%	42,3%	36,2%	32,4%	18,1%
Reserva de siniestros / Reservas	10,0%	60,1%	57,7%	63,8%	67,6%	81,9%

Fuente: Fitch Ratings, 2016.

En la tabla A se observa que más del 80% de las ventas de primas totales corresponden a seguros de crédito. Asimismo, dentro de estos seguros, el producto más importante es el seguro de crédito doméstico. Respecto de 2011, los montos de primas se han reducido ligeramente.

Por su parte, los siniestros pagados y provisionales (es decir, aquellos que se conocen pero están pendientes de liquidación) han registrado una tendencia creciente hasta 2013, pues al año siguiente se redujeron en 7,5%. Finalmente, la utilidad neta se incrementó en 125% en 2014, aunque registró una disminución de 23,3% al año siguiente.

Respecto de los ratios financieros provistos por Fitch Ratings, en primer lugar, el endeudamiento normativo, definido por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) (2016) de Chile como el número de veces que está comprometido el patrimonio con terceros, asegurados y otros, muestra holgura si se considera que el límite máximo fijado por el regulador es cinco veces (5x). Por su parte, el ratio de prima retenida sobre patrimonio se mantuvo estable

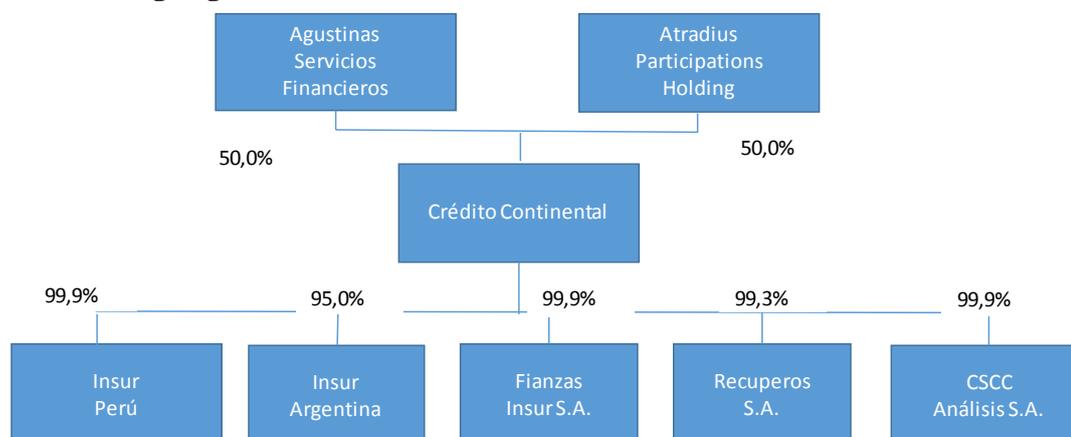
<sup>27</sup> Según el reporte de Fitch Ratings (2016), Crédito Continental opera individualmente.

<sup>28</sup> Según la metodología de clasificación de riesgo de Fitch Ratings, una empresa con grado AA es aquella que cuenta con alta capacidad de pago de sus obligaciones, la cual no se afectaría aun cuando la empresa, su industria o la economía del país en la que opera presente cambios.

alrededor de 0.2x. Finalmente, la compañía muestra un buen nivel de liquidez, el cual ha mostrado una tendencia creciente y un incremento de 14,8 p.p. de la rentabilidad de inversiones entre los años 2011 y 2014. Sin embargo, entre setiembre de 2014 y setiembre de 2015, dicha rentabilidad se redujo en 5,3 p.p.

Dentro de Latinoamérica, Crédito Continental en sociedad estratégica con Atradius tiene empresas filiales<sup>29</sup> en Argentina (Compañía de Seguros Insur S.A.) y en el Perú (Insur Compañía de Seguros S.A.) a las cuales les transmite toda la experiencia y liderazgo en el mercado de seguros de crédito y caución desde la matriz. En otras palabras, Insur es una filial o subsidiaria de Crédito Continental pues cuenta con autonomía. Es importante destacar que, en el mercado chileno, Crédito Continental tiene una empresa relacionada Continental Generales que vende productos de seguros diseñados para empresas.

### Gráfico A. Organigrama de Crédito Continental S.A.



Fuente: SVS, 2016.

## 2. Atradius

Atradius, una de las compañías de seguro más grandes del mundo, posee una calificación A3 en 2016 según la clasificadora Moody's, lo cual refleja su fortaleza financiera. El Grupo Atradius nace de la adquisición de la aseguradora NCM por la aseguradora Gerling en 2001. Actualmente el grupo es la suma de varias aseguradoras presentes en todo el mundo (por ejemplo, Holanda, Alemania, Francia, México, Estados Unidos, etcétera). Asimismo, el Grupo Cataluña Occidente controla el grupo Atradius (con acciones directas y a través del grupo Crédito y Caución).

**Tabla C. Ingresos (millones de euros) y principales indicadores de Atradius**

	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos por primas	1.403,4	1.439,8	1.412,1	1.458,2	1.537,0
Ingresos por otros servicios	150,5	161,8	166,4	169,0	180,8
Ingresos totales	1.553,8	1.601,6	1.578,4	1.627,2	1.717,8
Total patrimonio de los accionistas	1.129,8	1.196,3	1.286,9	1.393,0	1.500,2
Tasa de siniestralidad directa	49,7%	51,2%	45,6%	40,7%	43,5%
Ratio combinado	84,9%	86,2%	81,5%	77,3%	80,6%
ROE	12,0%	9,8%	10,8%	12,0%	12,3%

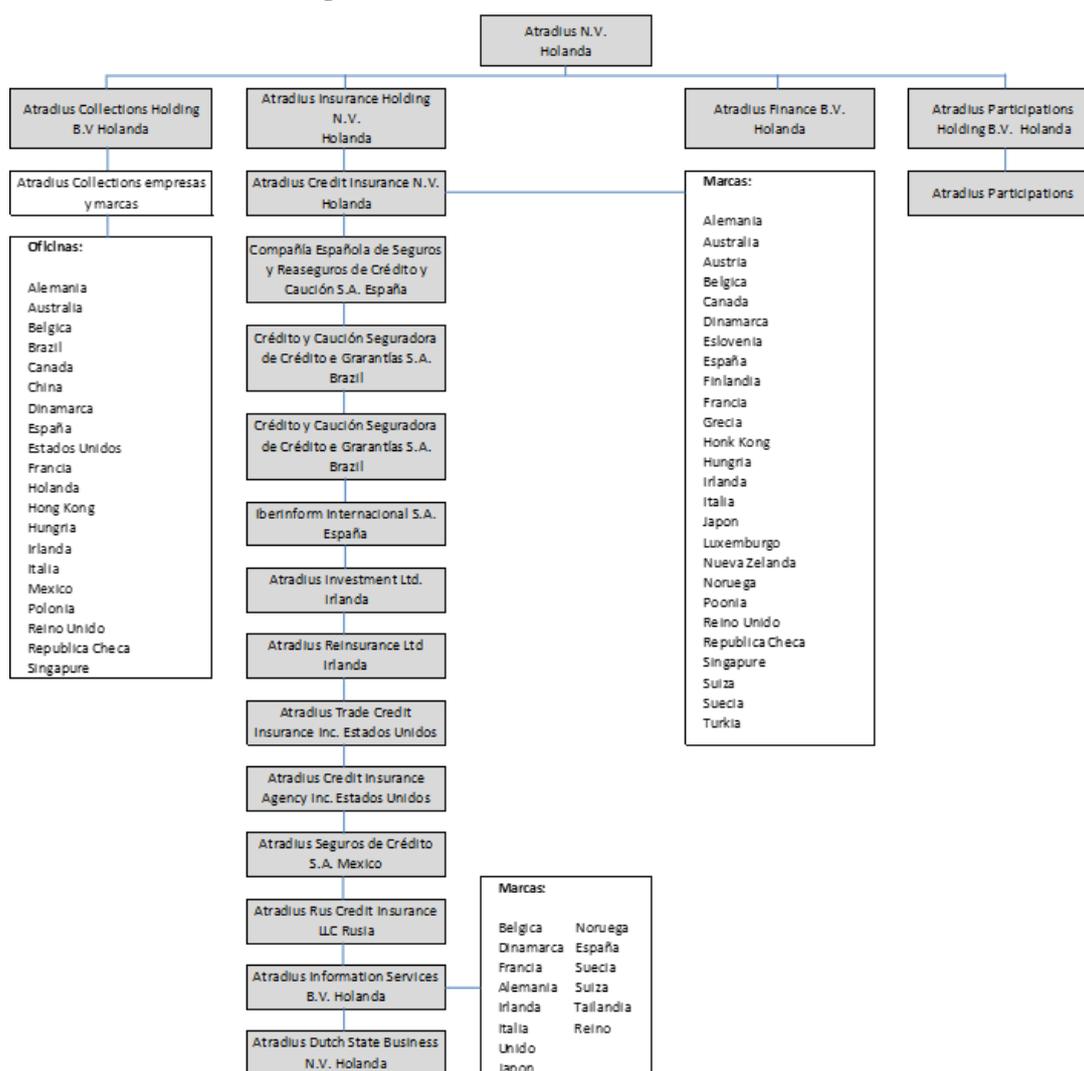
Fuente: Atradius, 2016.

Respecto de los criterios por los cuales se le asigna un rating crediticio de A3, la empresa clasificadora Moody's (2016) señala que los activos de Atradius son de alta calidad y que el

<sup>29</sup> Según la memoria anual 2012 de Continental, se precisa que Crédito Continental tiene como filial a Insur Perú (Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., 2013).

nivel de participación de los activos de alto riesgo dentro del patrimonio de los accionistas, el cual oscila alrededor del 20% entre 2010 y 2014, es bajo y está compensado por los bajos niveles identificados de riesgo de inversión. Sin embargo, su exposición neta total es elevada, pues esta empresa mantiene una significativa participación en los mercados de seguros de España y Portugal (un nivel superior al 15%), países que han presentado problemas macroeconómicos en los últimos años. Asimismo, Moody's (2016) destaca la liquidez de sus instrumentos de inversión y su bajo nivel de apalancamiento financiero, el cual se mantuvo por debajo de 23,0%. Finalmente, se observa que la rentabilidad ajustada por riesgo medida a través del ratio de Sharpe muestra una tendencia creciente, lo cual implica que la empresa es conservadora al tomar riesgos.

**Gráfico B. Estructura organizacional de Atradius al cierre de 2015**



Fuente: Atradius, 2016.

### Anexo 3. Gobierno corporativo y estructura orgánica de Insur

Al cierre de 2016, el capital suscrito y pagado de Insur ascendió a 26.812.276 acciones comunes que tuvieron un valor nominal de S/ 1, las cuales no cotizan en bolsa. En este sentido, es importante señalar que el artículo 29 de la Ley N° 26702 exige a la empresas financieras y de seguros a inscribir las acciones representativas de su capital social antes de iniciar sus operaciones con el público. En comparación a lo observado en 2015, el aumento de acciones se debió a la capitalización de S/ 11,3 millones de la utilidad neta del ejercicio de 2015 que fue autorizada por la Junta General de Accionistas, celebrada el 21 de marzo de 2016.

#### 1. Gobierno corporativo

De acuerdo con el cumplimiento de los cinco pilares de los Principios de Buen Gobierno Corporativo<sup>30</sup> establecidos por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y según los lineamientos impuestos por la Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A., la empresa reporta la evaluación de sus prácticas corporativas a dicho regulador como parte de la entrega de información de su memoria anual. En el reporte a la SMV al cierre de 2015 (SMV 2016a), Fernando Jiménez Franco, gerente general de la empresa, señala que sus acciones se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Lima desde el 24 de setiembre de 2009 y no se ha registrado negociación en Rueda de Bolsa; la información de la compañía y la política de dividendos está a disposición de todos los accionistas; el Estatuto de la compañía contempla las funciones y competencias de la Junta General de Accionistas y el Directorio, mientras que las funciones de la Alta Gerencia y de los departamentos se encuentran descritas en los manuales respectivos; la Gestión Integral de Riesgos está acorde a lo exigido por la SBS y los estados financieros se encuentran a disposición del público en general.

#### 2. Estructura orgánica

Al cierre de 2015, según lo reportado en su memoria anual (Insur S.A. Compañía de Seguros 2016), Insur cuenta con un Directorio compuesto por un presidente y cuatro directores, de los cuales los dos últimos mencionados en la tabla A son independientes<sup>31</sup>. Por su parte, en 2016, Insur ha reportado un total de 46 trabajadores, siete más con respecto a 2015. En la tabla B se presentan a los trabajadores con los cargos más importantes dentro de la empresa.

**Tabla A. Miembros del directorio de Insur**

Nombre	Cargo	Permanencia
Vicente de la Fuente Fontané	Presidente	2009 a la fecha
Alfredo Stöhwing Leishner	Director	2008 a la fecha
Enrique Araos Marfil	Director	2008 a la fecha
José Jaramillo Finn	Director	2013 a la fecha
María de Romaña Miró Quesada	Director	2008 a la fecha

Fuente: Insur S.A. Compañía de Seguros, 2016.

<sup>30</sup> Los cinco pilares del Código de Buen Gobierno Corporativo son los siguientes: derechos de los accionistas, Junta General de Accionistas, Directorio y Alta Gerencia, riesgo y cumplimiento, y transparencia de la información.

<sup>31</sup> Es importante precisar que los directores se mantuvieron durante 2016.

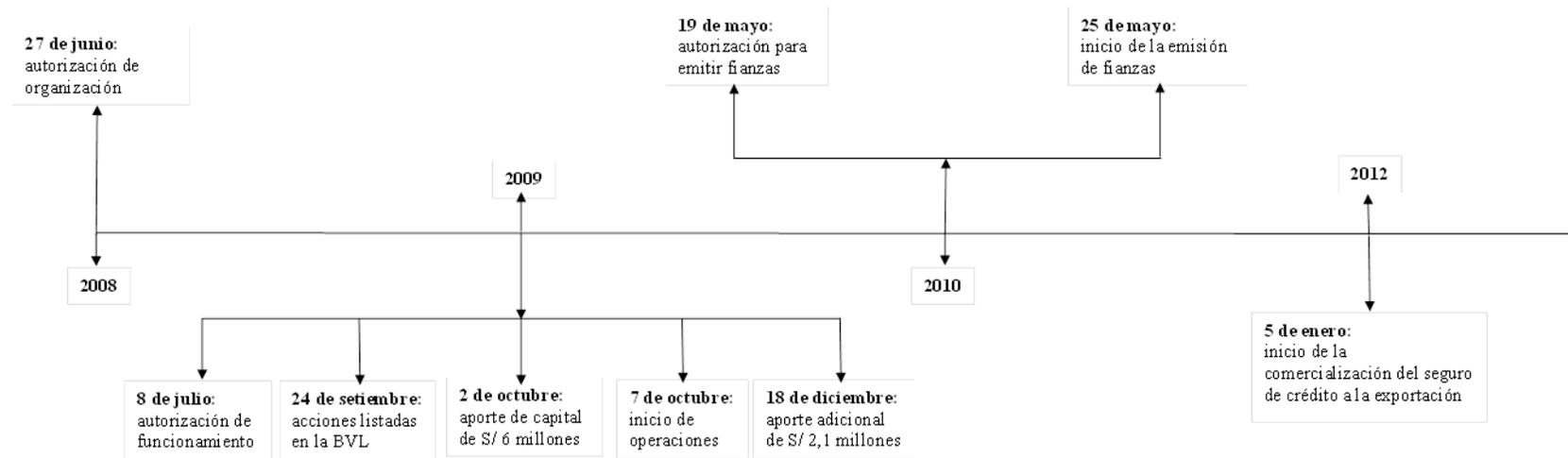
**Tabla B. Trabajadores con los cargos más importantes dentro de la empresa**

<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>	<b>Permanencia</b>
Fernando Jiménez Franco	Gerente General	2015 a la fecha
Juan Pablo Aris Zlatar	Gerente Corporativo	2012 a la fecha
Fabián Farfán Novoa	Gerente del departamento de cauciones	2010 a la fecha
Patricia Luna Gastelú	Gerente de ventas de seguros de crédito	2007 a la fecha
Nataly Díaz Sandoval	Auditor interno	2015 a la fecha
Carla Zumaeta Nava	Jefe de Unidad de Riesgo	2011 a la fecha
Silvia Cueto Lozada	Contador general	2011 a la fecha

Fuente: Insur S.A. Compañía de Seguros, 2016.

Si bien el actual gerente general se encuentra en la empresa desde 2015, el gerente corporativo en funciones desempeñó dicho cargo entre los años 2008 y 2011. Posteriormente, Sergio Muñoz -con una experiencia de 18 años en seguros de créditos y cauciones en la compañía de seguros Crédito Continental Chile- asumió como gerente general entre 2012 y 2015. Por ello, las políticas de comercialización de productos de Insur se han mantenido en el tiempo, a pesar de los cambios en la gerencia general. En el anexo 4 se muestran los hechos de importancia de la empresa.

#### Anexo 4. Hechos de importancia de Insur

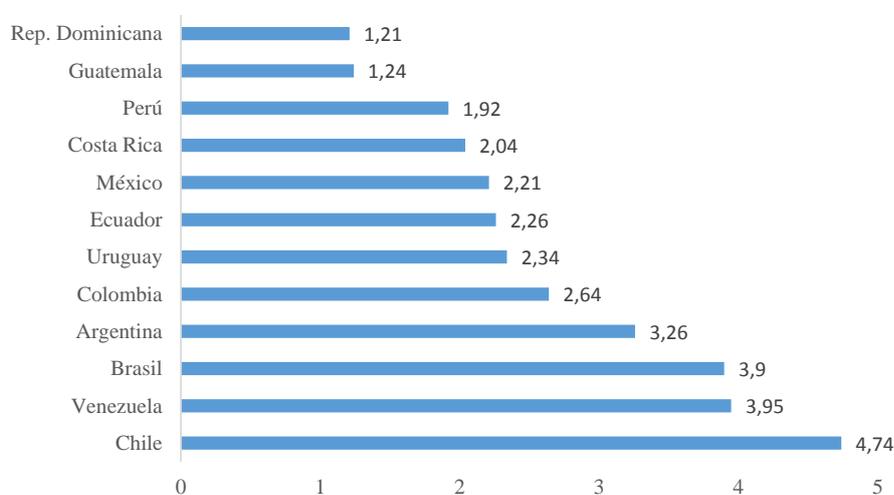


Fuente: Insur S.A. Compañía de Seguros, 2016  
Elaboración: Propia, 2017.

## Anexo 5. Penetración del mercado de seguros respecto del producto bruto interno (PBI)

Si se realiza una comparación con respecto a otros países de América Latina, la penetración del mercado de seguros respecto del PBI; es decir, cuánto representa el monto total de PSN respecto del producto bruto interno (PBI) nacional, es baja (1,92% al cierre de 2015). Sin embargo, se espera que con el ingreso de las nuevas empresas y el aumento de la competencia entre las que ya están establecidas en el mercado, el mercado de seguros siga creciendo; no obstante, en el 2016, las PSN a nivel sistema se redujeron en 4,2% debido principalmente a la caída de las PSN de las rentas de jubilados, la cual fue provocada por la promulgación de la Ley N° 30425 que permite el retiro de hasta el 95,5% de los fondos para las personas que están próximas a jubilarse.

**Gráfico A. Penetración de las primas de seguros netas (PSN) sobre PBI en 2015 (en porcentaje)**



Fuente: Swiss Re, 2016.

De manera adicional, se realizó una estimación sobre la penetración del mercado de seguros respecto del PBI del Perú dentro de los próximos diez años; es decir, se estimó el valor del ratio PSN/PBI. Para ello, se tomó como referencia la tasa de crecimiento promedio anual de las PSN -tanto a nivel sistema como por ramos- de los últimos cinco años para el numerador del ratio mencionado y las proyecciones del PBI según el Marco Macroeconómico Multianual (MMM) publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) (2016) para el denominador del ratio. De esta manera, tomando en cuenta la tasa de crecimiento del PBI propuesta en el MMM que sería 6,9% para los próximos años, la penetración del sistema de seguros sería 3,3% y en el caso de los seguros generales serían 1,7%. Como se observa, la penetración aún no alcanzaría los niveles observados en Chile o Brasil.

## Anexo 6. Modelo de Canvas para los seguros de crédito

En el caso de los seguros de crédito interno y crédito a la exportación, el modelo de Canvas propuesto en la tabla 2 varía en lo que respecta a actividades clave y a la propuesta de valor debido a la naturaleza del producto. De esta manera, dentro de las actividades clave de los seguros de crédito se identifican el estudio de mercado previo de los potenciales clientes y la evaluación continua de la cartera asegurada para prevenir situaciones de no pago.

**Tabla A. Modelo de Canvas para Insur en los seguros de crédito**

<b>Socios clave</b> 1. Crédito Continental Chile 2. Atradius	<b>Actividades clave</b> 1. Negociación con brokers de seguros 2. Atención rápida a potenciales clientes que se contactan de manera directa. 3. Estudio de mercado previo para analizar a los clientes. 4. Evaluación y seguimiento de la cartera asegurada para prevenir eventos de no pago.	<b>Propuesta de valor</b> Proteger las cuentas por cobrar de sus clientes a través de evaluaciones previas de la cartera a asegurar y el posterior seguimiento de la misma para advertir posibles escenarios de incumplimiento de pago.	<b>Relaciones con clientes</b> 1. De manera directa 2. A través de un corredor de seguros	<b>Segmentos de clientes</b> 1. Clientes corporativos 2. Pequeñas y medianas empresas
	<b>Recursos clave</b> 1. Relaciones con brokers 2. Tecnología 3. Experiencia de clientes actuales		<b>Canales</b> 1. Brokers o intermediarios de 2. Central telefónica y correo electrónico	
<b>Estructura de costos</b> 1. Siniestros de PSN 2. Comisiones sobre PSN 3. Gastos técnicos diversos 4. Gastos de inversiones 5. Gastos de Administración			<b>Fuentes de ingresos</b> 1. Primas de Seguros Netas (PSN) 2. Ingresos técnicos 3. Ingresos de inversiones	

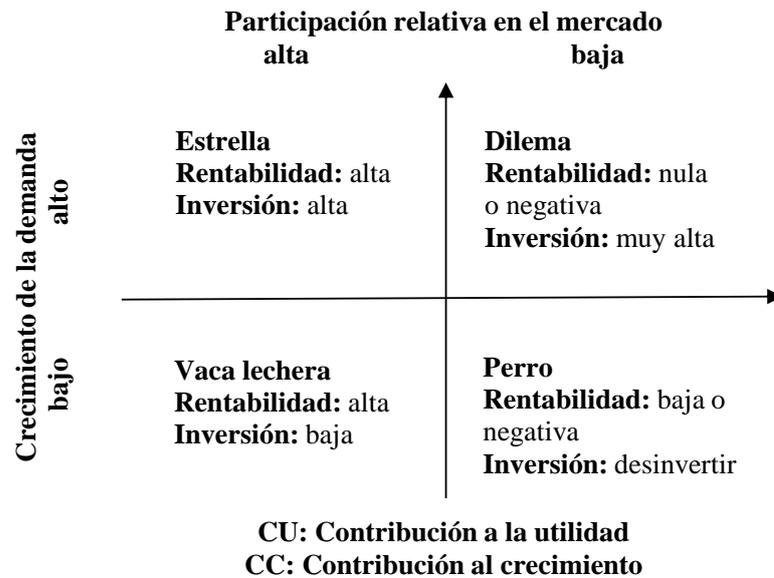
Fuente: Elaboración propia, 2017.

A pesar de mantenerse como la empresa líder de estos mercados, Insur ha cedido niveles de participación de 17,2 p.p. en el caso del seguro de crédito interno y de 14,1 p.p. en el caso del seguro de crédito a la exportación debido principalmente al ingreso de Avla Perú y Coface. Por ello, en la presente valorización se estima que en estos dos productos Insur aplicará una estrategia ofensiva dado que debe prevenir que ambas empresas le quiten una mayor participación de mercado.

## Anexo 7. Matriz de negocios desarrollada por Boston Consulting Group<sup>32</sup>

En la década de 1960, Boston Consulting Group desarrolló una matriz para identificar la relación entre la participación de mercado y el crecimiento de la demanda, con lo cual, cada empresa debía colocar los productos de su portafolio en uno de los cuatro cuadrantes que se describen a continuación:

**Gráfico A. Matriz de la Boston Consulting Group**



Fuente: Professional Academy, s.f.

‘Dilema’ (participación baja de mercado, crecimiento alto de la demanda) es el nombre del primer cuadrante. Aquí se hallan los productos que recién ingresan al mercado: no aportan una utilidad significativa al inicio debido a que generan costos de investigación y desarrollo.

‘Perro’ (participación baja del mercado, crecimiento bajo de la demanda) es el nombre del segundo cuadrante. Aquí se hallan productos que no han logrado ubicar a la empresa como líder de mercado, los cuales solo generan gastos que podrían asignarse a otros fines.

‘Vaca lechera’ (participación alta de mercado, crecimiento bajo de la demanda) es el nombre del tercer cuadrante. Aquí se hallan los productos que generan utilidad a la empresa, los cuales con una inversión mínima generan un margen de contribución elevado.

‘Estrella’ (participación alta de mercado, crecimiento alto de la demanda) es el nombre del cuarto cuadrante. Aquí se ubican productos que pueden autofinanciarse.

<sup>32</sup> Professional Academy, s.f.

## Anexo 8. Rentabilidad del resultado técnico de cada producto comercializado por Insur

El resultado técnico comprende la diferencia entre las primas ganadas netas y los siniestros incurridos netos, así como la suma de comisiones netas e ingresos técnicos diversos. De estos componentes, los más relevantes son las PSN, las primas cedidas y los siniestros de PSN. Tras presentar el nivel de participación de las empresas en cada uno de los mercados, se analizarán los índices de cesión y de siniestralidad, los cuales explican la rentabilidad del resultado técnico.

### 1. Cauciones

Respecto de la cesión en este negocio, en el caso de Insur, el índice oscila entre 53% y 60%, porcentaje muy cercano al observado a nivel sistema. En segundo lugar, Rímac, Pacífico y La Positiva han registrado los mayores índices de cesión dentro del periodo analizado. A pesar de la alta cesión observada en Rímac, su rentabilidad técnica es de solo 79,0%, pues su resultado técnico aún es inferior a sus primas retenidas.

**Tabla A. Índice de cesión en el riesgo de cauciones (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Secrex	47,9	48,4	48,5	50,6	47,9
Rímac	70,9	80,5	81,9	81,7	86,4
La Positiva	51,3	70,3	76,9	70,1	65,4
Insur	56,9	56,6	54,0	60,9	55,7
Chubb Perú	35,7	45,2	48,1	57,5	60,8
Mapfre Perú	34,7	38,4	30,4	25,7	30,5
Pacífico	85,2	79,4	74,9	80,0	80,0
Avla Perú	-	-	-	-	47,0
<b>Sistema</b>	<b>46,2</b>	<b>53,1</b>	<b>55,7</b>	<b>59,0</b>	<b>58,4</b>

Fuente: SBS, 2017.

A diciembre de 2016, si bien Secrex registra la mayor participación de mercado con un nivel de 20,2%, se observa que su índice de siniestralidad asciende a 31,8%, por lo cual la rentabilidad del resultado técnico es de solo 58,1% con lo que es la quinta empresa más rentable. En contraste, a pesar de ser la cuarta empresa en nivel de ventas de PSN, Insur es la empresa más rentable en el resultado técnico del negocio de cauciones debido a que la siniestralidad que registra es de solo 17,4%. Por otro lado, se destaca la reducción de la siniestralidad de 62,9 p.p. de La Positiva debido a la caída del pago de siniestros de 82,1%.

**Tabla B. Índice de siniestralidad en el riesgo de cauciones (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Secrex	35,7	29,0	34,0	54,5	31,8
Rímac	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8
La Positiva	0,0	-0,1	53,5	72,2	9,3
Insur	33,6	26,7	14,4	17,8	17,4
Chubb Perú	0,0	0,0	5,7	45,7	21,1
Mapfre Perú	20,1	16,2	30,9	67,9	164,6
Pacífico	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avla Perú	-	-	-	-	10,4
<b>Sistema</b>	<b>24,6</b>	<b>16,5</b>	<b>23,8</b>	<b>41,5</b>	<b>32,0</b>

Fuente: SBS, 2017.

### 2. Crédito interno

En este producto, Insur es la empresa líder y, además registra la más alta rentabilidad del resultado técnico, pues si bien presenta niveles de cesión muy similares a los de Secrex -la empresa competidora- y un nivel de siniestralidad mayor, Insur presenta un mayor ingreso técnico neto, lo cual influye considerablemente en el resultado técnico.

**Tabla C. Índice de cesión en el riesgo de crédito interno (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	46,5	56,2	47,0	55,0	47,4
Secrex	50,5	57,1	50,4	50,4	50,5
Coface	-	-	-	-	40,7
Resto <sup>1/</sup>	0,7	69,8	36,6	18,3	51,0
<b>Sistema</b>	<b>45,4</b>	<b>57,3</b>	<b>47,2</b>	<b>54,6</b>	<b>47,0</b>

1/ Incluye a Mapfre Perú, Avla Perú, La Positiva y Chubb Seguros.

Fuente: SBS, 2017.

**Tabla D. Índice de siniestralidad en el riesgo de crédito interno (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	11,1	35,0	56,2	90,9	95,1
Secrex	0,0	0,0	0,0	48,4	60,4
Coface	-	-	-	-	42,2
Resto <sup>1/</sup>	0,0	135,7	-4826,5	0,0	32,0
<b>Sistema</b>	<b>9,4</b>	<b>41,8</b>	<b>46,2</b>	<b>87,3</b>	<b>81,6</b>

1/ Incluye a Mapfre Perú, Avla Perú, La Positiva y Chubb Seguros.

Fuente: SBS, 2017.

### 3. Crédito a la exportación

A pesar de que Insur es la empresa líder del mercado, Secrex registró una rentabilidad del resultado técnico ligeramente superior debido a que, si bien presenta un índice de cesión superior, ha presentado la siniestralidad más baja de este mercado con un 11,3%.

**Tabla E. Índice de cesión en el riesgo de crédito a la exportación (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	41,7	51,0	51,5	55,6	48,9
Secrex	53,0	57,3	63,0	69,7	63,4
Coface	-	-	-	-	38,7
<b>Sistema</b>	<b>50,6</b>	<b>53,9</b>	<b>56,4</b>	<b>60,1</b>	<b>49,6</b>

Fuente: SBS, 2017.

**Tabla F. Índice de siniestralidad en el riesgo de crédito a la exportación (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-15
Insur	0,0	35,0	21,0	107,5	52,6
Secrex	0,7	55,7	22,3	0,2	11,3
Coface	-	-	-	-	47,3
<b>Sistema</b>	<b>0,5</b>	<b>44,4</b>	<b>21,6</b>	<b>73,6</b>	<b>42,3</b>

Fuente: SBS, 2017.

## Anexo 9. Análisis PEST<sup>33</sup>

Dentro del análisis estratégico que realiza una empresa, el CFA Institute (2011) señala que también deben considerarse los aspectos externos que pueden influir en el giro del negocio. De esta manera, se identifican cuatro factores: políticos, económicos, sociales y tecnológicos, los cuales tienen grados de influencia diferentes dependiendo de la actividad que tenga la empresa.

### 1. Factores políticos

- En el mes de diciembre de 2016, el gobierno peruano decidió incrementar el Impuesto a la Renta (IR) a las empresas a 29,5% y, por otro lado, redujo a 5% el IR a la distribución de dividendos. Si bien, hasta la fecha, Insur no ha repartido dividendos, esta reducción podría tomarse en cuenta para un hipotético cambio en dicha política.

### 2. Factores económicos

- Al cierre de 2016, el PBI peruano creció en 3,25%, según las cifras reportadas por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) (2017).
- En segundo lugar, al cierre de 2016, el tipo de cambio fue S/ 3,356 por dólar americano, el cual se estabilizó luego de la apreciación de la moneda extranjera debido al triunfo de Donald Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos<sup>34</sup>. Se estima que la moneda americana se fortalecerá durante el 2017 debido al contexto internacional, con lo que el tipo de cambio podría ser igual a S/ 3,52 por dólar al cierre de dicho año<sup>35</sup>.
- En tercer lugar, debido a las expectativas del incremento de la tasa de referencia del Sistema de Reserva Federal de Estados Unidos (en inglés, Federal Reserve System [FED]) durante 2017 es posible que los instrumentos de renta fija dejen de ser atractivos dado que sus precios se reducirían. Por ello, debido a que Insur invierte en este tipo de instrumentos, sobre todo de corto plazo, el aumento de esta tasa podría afectar a su resultado de inversiones, el cual es clave en la generación de sus utilidades.
- Finalmente, dadas las proyecciones del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (2016) respecto del crecimiento de la inversión privada fija, la inversión privada pública y las exportaciones de bienes y servicios, así como los proyectos en cartera de Proinversión se esperaría que las ventas de los productos comercializados por Insur crezcan en los próximos tres años<sup>36</sup>.

### 3. Factores sociales

- A diferencia de los factores políticos y económicos, no se identifican factores sociales que afecten de manera representativa a Insur debido a que sus clientes son corporativos, así como pequeñas y medianas empresas, y no personas naturales. De este modo, aspectos como el incremento de la capacidad adquisitiva de la Población Económicamente Activa (PEA) o del consumo de los agentes no tienen influencia en este negocio.

---

<sup>33</sup> Se tomó como referencia a Downey, 2007.

<sup>34</sup> El 24 de febrero se observó un nivel máximo en el tipo de cambio de S/ 3,537 por dólar.

<sup>35</sup> Pronósticos recogidos de Bloomberg, que realiza encuestas a los principales bancos del mundo. Sin embargo, en el transcurso de 2017, el tipo de cambio ha disminuido considerablemente.

<sup>36</sup> En el siguiente anexo se describen detalladamente los proyectos de Proinversión y las proyecciones macroeconómicas.

#### **4. Factores tecnológicos**

- Insur, así como el resto de empresas de seguros del mercado peruano, se benefician del mejor acceso a tecnología tanto en lo que respecta a telecomunicaciones, así como el uso de plataformas tecnológicas para incrementar su nivel de ventas y realizar un seguimiento eficiente de su cartera de clientes. Además, con un mejor sistema informático, las compañías de seguros pueden cumplir de mejor manera con el envío de información a la SBS y a la SMV, reguladores del mercado.

## Anexo 10. Cartera de proyectos de Proinversión e indicadores macroeconómicos

En el negocio de cauciones, la variable clave sería la inversión pública pues los clientes actuales y potenciales de este mercado son aquellas empresas que participan en procesos de licitación con el Estado o alguna entidad pública<sup>37</sup>. Por su parte, en el mercado de seguros de crédito, la demanda dependería básicamente de la situación actual y futura de la economía del país -la inversión privada, en el caso del crédito interno y las exportaciones, en el caso de los créditos a la exportación- dado que con este producto se busca asegurar las cuentas por cobrar de una empresa ante eventos de incumplimiento de pago. Sin embargo, como se observa en el anexo 14, no se ha identificado una correlación positiva entre las tasas de crecimiento de las PSN de los productos vendidos por Insur y el de las principales variables macroeconómicas<sup>38</sup>.

### 1. Cartera de proyectos de Proinversión

Las empresas que contratan una póliza de cauciones son aquellas que requieren el aval o garantía de una compañía de seguros para poder postular a la licitación pública realizada por el Estado o alguna entidad nacional a través de Proinversión. Al cierre de 2016, se han identificado 59 proyectos en licitación y, de manera adicional, esta entidad señala que en 2015 se presentaron 19 proyectos de Iniciativa Privada Cofinanciada (IPC)<sup>39</sup>, los cuales se encuentran en evaluación.

**Tabla A. Número de proyectos de Proinversión**

Sector		Sector	
Aeropuertos	1	Minería	5
Irrigación y tierras	1	Plataformas logísticas	1
Electricidad	5	Puertos	4
Penitenciarios	2	Salud	4
Ferrocarriles	3	Saneamiento	10
Hidrocarburos	3	Telecabinas	1
Inmuebles	7	Viales	6
Mercado de capitales	5	Turismo	1

Fuente: Proinversión, 2017.

### 2. Indicadores macroeconómicos

Por su parte, tras una contracción de 1,0% en la inversión bruta interna en 2015, en la que las inversiones privada y pública se redujeron en 4,5% y 7,5%, respectivamente, la inversión bruta pública mejoró considerablemente en 2016, en especial en el primer trimestre en el que presentó un incremento anualizado de 32,4%. Con ello, según el Reporte de Inflación de diciembre de 2016, el BCRP (2016) estima que este último componente crecerá a una tasa de 7,4% a diciembre de 2017 y de 4,5% a diciembre de 2018.

En segundo lugar, las exportaciones registraron un crecimiento de 3,5% a fines de 2015 y de 8,6% al cierre de 2016. De esta manera, el BCRP proyecta un crecimiento de 4,7% a diciembre de 2017 y de 4,6% a diciembre de 2018. Por ello, se consideraría que las pólizas del seguro de crédito a la exportación continuarán registrando las tasas de crecimiento observadas en los últimos años (BCRP 2016).

<sup>37</sup> En algunos casos, existen licitaciones privadas en las que también se requiere una póliza de caución.

<sup>38</sup> Los resultados de las correlaciones presentadas en el anexo 17 muestran que aún en escenarios pesimistas de la inversión pública o de las exportaciones, las PSN de los productos comercializados por Insur han crecido.

<sup>39</sup> Los proyectos de Iniciativa Privada Cofinanciada (IPC) son aquellos que requieren de un financiamiento parcial del Estado, es decir, la empresa ganadora de la licitación aporta un porcentaje del monto total de inversión y el Estado aporta el resto.

Finalmente, respecto del crédito interno, se observa que si bien la inversión privada ha registrado caídas en 2015 y en lo que va de 2016, el BCRP estima que se recuperará y crecerá a una tasa de 5,0% a diciembre de 2017 y a diciembre de 2018 (BCRP 2016).

**Tabla B. Proyecciones del PBI según el BCRP (variaciones porcentuales anuales en términos reales)**

	2015	2016		2017		2018	
		Setiembre	Diciembre	Setiembre	Diciembre	Setiembre	Diciembre
Producto Bruto Interno	3,3	4,0	4,0	4,5	4,3	4,2	4,2
Inversión privada fija	-4,5	-4,3	-5,5	5,0	5,0	5,0	5,0
Inversión pública	-7,5	10,3	0,1	4,5	7,4	6,2	4,5
Exportaciones de bienes y servicios	3,5	6,9	8,6	5,5	4,7	4,6	4,6

Fuente: BCRP, 2016.

De acuerdo con las perspectivas macroeconómicas peruanas (MEF 2016), el mercado de seguros de crédito tiene un amplio potencial de crecimiento, pues depende en cierta medida del nivel de exportaciones observado en la economía (crédito a la exportación) y de la inversión pública y del PBI en general (crédito interno), sobre todo si se toma en cuenta los resultados de la empresa en épocas recesivas.

## **Anexo 11. Análisis de las fuerzas de Porter**

En el mercado peruano, los precios de las PSN de los dos productos que comercializa Insur -cauciones y crédito- se determinan por la interacción entre la oferta y la demanda; es decir, no existen topes para la fijación de los mismos. Además, las empresas pueden ofrecer precios diferenciados dependiendo de los montos totales de la suma asegurada; es decir, el monto monetario por el cual se asegura al cliente. Por ello, dado que hay libre competencia en el mercado, una de las estrategias de Insur es expandir el mismo a través de la captación de nuevos clientes los cuales -en su mayoría- son empresas exportadoras (para seguros de crédito) y empresas que participan en licitaciones públicas (para el negocio de cauciones). A continuación, se analizarán las cinco fuerzas de Porter.

### **1. Rivalidad entre empresas (escala: 4)**

En 2016, dos empresas que compiten directamente con Insur ingresaron al mercado peruano: Avla Perú, que comercializa seguros de caución, y Coface, que vende seguros de crédito. Asimismo, seis empresas ya establecidas en el mercado -Chubb Seguros, La Positiva, Mapfre Perú, Pacífico, Rímac y Secrex- compiten en el negocio de cauciones, mientras que Mapfre Perú ha empezado a incursionar en el riesgo de crédito. Con ello, la competencia en el mercado nacional es intensa y el éxito de cada compañía depende de la estrategia que cada una diseñe, la cual puede ser expandir el mercado o llevarse clientes de otras empresas competidoras.

### **2. Poder de negociación de los clientes (escala: 5)**

Cada compañía fija los precios de sus pólizas de acuerdo con sus estimaciones acerca de los siniestros que puedan suceder y a los costos que se desprenden de la comercialización del producto (pago de brokers, costos por la provisión del servicio y gastos de agenciamiento). Además de fijar precios, las empresas deben mostrar una buena imagen de gestión y reputación debido a que aquellas con mejor percepción y con mayor participación de mercado pueden atraer a más clientes, a pesar de ofrecer precios más altos. De esta manera, los asegurados pueden optar por aquella que les ofrezca el mejor precio y/o el mejor servicio, por lo que el poder de los clientes radica en que pueden negociar la tarifa que les ofrece la empresa pues, en caso de disconformidad, pueden optar por contratar a otra compañía de seguros.

### **3. Amenaza de nuevos entrantes (escala: 4)<sup>40</sup>**

El mercado de seguros peruano se encuentra en constante crecimiento, lo que se ha intensificado con el ingreso de nuevas empresas a negocios específicos tales como los seguros de créditos, cauciones, vida y seguro previsional, aumentando la competencia en estos riesgos. Las empresas que desean ingresar al mercado deben sustentar un capital mínimo -el cual, según la Circular SBS N° G-189-2016, al trimestre octubre-diciembre de 2016 para empresas que desean incursionar en un solo ramo es igual a S/ 4,81 millones y para aquellas que desean operar en los ramos generales y de vida es igual a S/ 6,61 millones- y cumplir con los requisitos estipulados en la Resolución SBS N° 10440-2008, Reglamento para la constitución, reorganización y establecimiento de empresas y representantes de los sistemas financiero y de seguros. De esta manera, el regulador incentiva la participación de más empresas dado el objetivo de impulsar el crecimiento del mercado; siendo así, las empresas ya establecidas deben mejorar constantemente sus servicios para no perder a sus clientes.

---

<sup>40</sup> SBS, 2008.

#### **4. Poder de negociación de los proveedores (escala: 0)**

Dado que las empresas de seguros comercializan pólizas cuyos precios se fijan de acuerdo a sus estimaciones sobre la probabilidad de ocurrencia de los siniestros, esta fuerza de Porter no aplica en este negocio, al no tener insumos de producción. En otras palabras, el negocio de ventas de pólizas de seguro no presenta bienes intermedios, por lo que no se requiere ningún proveedor en el proceso de comercialización.

#### **5. Amenaza de productos sustitutos**

Los seguros no tienen un producto sustituto per sé pues cada uno de ellos tiene una característica particular, por lo que cada agente busca asegurarse de acuerdo con sus necesidades. De esta manera, se puede asegurar un bien inmueble (seguro de terremoto), un automóvil (seguro de vehículos), la propia vida (un seguro de vida individual o grupal de corto o largo plazo), etcétera, por lo que esta fuerza generalmente tampoco aplica en esta industria. Sin embargo, el riesgo de cauciones tiene un tratamiento especial ya que sí es posible encontrar un producto sustituto, el cual dependerá de las preferencias de los clientes.

##### **5.1 Cauciones (escala: 3)**

En el caso de este producto, las licitaciones públicas y privadas exigen una garantía que debe ser provista por una empresa de seguros o por una entidad bancaria. De manera general, en las licitaciones realizadas por Proinversión, las garantías de fiel cumplimiento de construcción de obras pueden ser provistas por cualquiera de los dos tipos de compañías mencionadas. Por un lado, la entidad financiera o bancaria que otorga la carta fianza tiene la potestad de congelar la cuenta del cliente por el monto total del contrato, mientras que en el caso de la caución, la empresa de seguros cobra una PSN pactada con el cliente y podría ejecutar una acción de embargo cuando el cliente incurra en una situación de no pago. Según Hoyos (2012), una desventaja de recurrir a una fianza a través del sistema bancario es la reducción de la capacidad crediticia del tomador del seguro pues esta garantía está incluida dentro del límite del crédito que puede tomar dicho cliente.

##### **5.2 Crédito (escala: 0)**

En actividades de exportación de productos y cuentas por cobrar de empresas, la contraparte requiere una garantía para protegerse en el caso de un evento de incumplimiento de pago, la cual es expedida solamente por una empresa de seguros. Este producto no puede ser provisto por ningún otro tipo de compañía.

## Anexo 12. Inversiones elegibles por las empresas de seguros<sup>41</sup>

Además del negocio propio de la comercialización de los seguros de caución y de créditos que se recoge en el resultado técnico, las empresas aseguradoras invierten parte de sus ingresos por venta de pólizas en instrumentos financieros, los cuales le generan ingresos por inversiones y le permiten cumplir con sus obligaciones sobre sus asegurados e incrementar sus utilidades.

La Resolución SBS N° 1041-2016, Reglamento de inversiones de las empresas de seguros, establece límites a las inversiones que realizan las empresas de seguros con el objetivo de salvaguardar los intereses de los asegurados al garantizar la solidez económica y financiera de las empresas que forman parte de este mercado<sup>42</sup>. De esta manera, en el artículo 36 de la resolución citada, se mencionan los límites de inversión de las empresas de seguros por clase de instrumento respecto de las obligaciones técnicas. Es importante señalar que las obligaciones técnicas incluyen las reservas técnicas de primas y siniestros, la práctica insegura (es decir, la cesión de PSN a empresas que no cumplen con los requisitos estipulados en el artículo 2 de la Resolución SBS N° 2982-2010<sup>43</sup>), el patrimonio de solvencia<sup>44</sup>, el fondo de garantía (que equivale al 35% del patrimonio de solvencia) y los requerimientos de patrimonio efectivo (SBS 2016e).

**Tabla A. Límite de inversiones elegibles por clase de activo respecto de las obligaciones técnicas**

Efectivo y depósitos	100%
Instrumentos representativos de deuda	100%
Instrumentos representativos de capital	40%
Inmuebles	30%
Operaciones de reporte	5%
Primas por cobrar no vencidas y no devengadas	100% de las reservas técnicas
Primas por cobrar no vencidas a empresas de seguros cedentes	100% de las reservas técnicas de reaseguro
<b>Otras inversiones elegibles, bajo proceso de autorización o notificación</b>	
Suma total de inversiones en este rubro	30%

Fuente: SBS, 2016e.

Además de ello, la Resolución SBS N° 1041-2016, señala límites de inversión respecto de las obligaciones técnicas, de acuerdo con los siguientes criterios: por emisor (7%), por grupo económico (15%)<sup>45</sup>, en el exterior (50%) y con el Estado peruano (50%).

En los últimos cinco años, las inversiones elegibles de Insur se han distribuido de acuerdo con lo presentado en la tabla B. Es importante mencionar que se ha tomado en cuenta dicha composición para realizar los supuestos respecto de las inversiones que se presentarán en el capítulo V. Por su parte, se observó la rentabilidad de los instrumentos del último año a través

<sup>41</sup> SBS, 2010.

<sup>42</sup> Según la Resolución SBS N° 1041-2016, una inversión es elegible cuando se protege y preserva su valor económico (seguridad), es altamente líquida, ayude a contribuir en la diversificación de riesgos, esté calzada con las obligaciones que respalda y genere rentabilidad. Además, no puede estar afectada por una medida cautelar, ni tener algún límite de libre disponibilidad.

<sup>43</sup> En el mencionado artículo se precisa que para la contratación de reaseguros, las empresas reaseguradoras deben cumplir con alguna de las siguientes condiciones: estar establecida en el país, estar hábil en el registro de la SBS, contar con clasificación de riesgo vigente de no vulnerabilidad otorgada por una empresa clasificadora de riesgo internacional, contar con una autorización excepcional de la SBS. De no cumplir con ninguna de las condiciones señaladas se considera práctica insegura.

<sup>44</sup> El patrimonio de solvencia se define como el valor máximo entre el margen de solvencia y el capital mínimo requerido para una empresa de seguros (según la Circular N° 189-2016). El margen de solvencia se calcula como el valor máximo entre el 24% del monto de PSN y el 46% del monto de siniestros pagados.

<sup>45</sup> Este límite se reduce a 7% en el caso de que la empresa de seguros pertenezca al mismo grupo económico.

de información provista por el BCRP (2017) y Bloomberg (2017a). Sin embargo, se realizará un análisis de sensibilidad de los rendimientos de los instrumentos.

Finalmente, la SBS exige la cobertura de obligaciones técnicas a cada empresa de seguros. Insur ha cumplido con dicho requerimiento en todo el periodo analizado y ha presentado una tendencia creciente, lo cual le permite tener holgura para realizar sus inversiones y obtener una mayor rentabilidad.

**Tabla B. Composición de las inversiones elegibles de Insur en los últimos cinco años (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Promedio
Caja	5,0	5,0	5,0	5,0	9,6	5,0
Depósitos e imposiciones sistema financiero	30,0	39,7	40,0	40,0	32,1	36,6
Valores emitidos por el Gobierno Central o BCRP	5,8	5,0	4,0	22,2	19,6	12,2
Títulos representativos de bonos emitidos por el sistema financiero	25,7	14,0	25,7	27,9	14,0	27,2
Letras, cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos empresariales calificados	13,7	18,5	32,7	39,7	26,7	30,9
Acciones cotizadas y fondos mutuos	30,0	30,0	30,0	30,0	39,8	30,0
Estados, bancos de primera categoría y otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmuebles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primas por cobrar a AFP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primas no vencidas y no devengadas	19,0	35,9	33,2	19,2	24,1	27,0
Prestamos asegurados vida	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primas por cobrar a cedentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras inversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: SBS, 2017.

**Tabla C. Rentabilidades de los instrumentos elegibles de Insur en el último año (en porcentaje)**

Instrumento	Rendimiento
Depósitos en bancos	2,8
Bonos de Gobierno Central	3,2
Renta variable	3,9
Bonos empresariales y del Sistema Financiero	4,5

Fuente: BCRP, 2017; SMV, 2017 y Bloomberg, 2017a.

**Tabla D. Cobertura de obligaciones técnicas de Insur en los últimos cinco años (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Secrex Dic-2016	Límite inferior
Inversiones elegibles / Obligaciones técnicas	1,3	1,5	1,7	1,8	1,7	1,5	1,0

Fuente: SBS, 2017.

## **Anexo 13. Indicadores de solvencia de una empresa de seguros**

### **1. Requerimientos patrimoniales<sup>46</sup>**

El capítulo I de la Resolución SBS N° 1124-2006, Reglamento de requerimientos patrimoniales de las empresas de seguros y reaseguros (SBS 2006), fija los componentes del patrimonio efectivo de una empresa de seguros, los cuales son el capital pagado, reserva legal, deuda subordinada (en caso aplique), utilidades de ejercicios anteriores y actual, y, por otro lado, se deducen las inversiones en deuda subordinada (en caso aplique), inversiones en acciones representativas de capital social, goodwill, pérdidas del ejercicio actual y anteriores y déficit de provisiones.

Luego de determinar el patrimonio efectivo, la SBS establece que este concepto debe -como mínimo- cubrir el patrimonio requerido, el cual está compuesto por el patrimonio de solvencia y el fondo de garantía (que es igual al 35% del patrimonio de solvencia). Es importante precisar que en la resolución citada anteriormente se define al patrimonio de solvencia como el monto máximo entre el margen de solvencia (que depende del ramo en el que se encuentra el producto comercializado) y el capital mínimo requerido.

Dado que los tres productos que vende Insur se encuentran en el ramo de seguros generales, el margen de solvencia se define a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Margen de solvencia} = \text{Max}(24\% \text{ de las PSN}, 46\% \text{ de los siniestros de seguros})$$

En el caso del primer componente, se obtiene el importe de las PSN de los últimos doce meses, mientras que en el segundo componente, se calcula el importe de los siniestros de seguros de los últimos 48 meses y se eliminan los seis meses de mayor siniestralidad y los seis meses de menor siniestralidad<sup>47</sup>, cuyo resultado se divide entre tres. A ambos componentes se les multiplica por un factor de retención que no puede ser inferior a 0,5.

### **2. Endeudamiento**

La resolución mencionada en el apartado anterior determina en su capítulo III las características principales del endeudamiento en las empresas de este mercado. De esta manera, el artículo 8 lo define como «[...] los créditos que las empresas obtienen de terceros, en el país o en el exterior, por operaciones que no se encuentren referidas a obligaciones con asegurados». Asimismo, en el artículo 9 se señala que el límite de endeudamiento está fijado por el patrimonio efectivo; es decir, este último rubro debe cubrir el endeudamiento de la empresa -como mínimo- para poder cumplir con los requerimientos de solvencia.

En el artículo 8 se mencionan los componentes del pasivo total que deben ser excluidos para obtener el monto de endeudamiento. Tomando en cuenta que éste debe contener aquellas obligaciones que no estén relacionadas con los asegurados, se deben deducir las reservas técnicas de primas y siniestros; las cuentas por pagar a reaseguradores y coaseguradores, y las ganancias diferidas -ingresos recibidos por anticipado-.

Como se observa en la tabla A, el endeudamiento de Insur ha crecido a una tasa promedio de 3,0% en los últimos cuatro años, con una disminución en 2013 y en 2016. Dado que no se

---

<sup>46</sup> SBS, 2016d.

<sup>47</sup> Otra manera de calcular el importe de siniestros es considerar los montos pagados en los últimos tres años. Dado que se asume que todos los meses se cobra el mismo importe de PSN y se pagan los mismos montos por siniestros, se asumirá un promedio simple de los últimos tres años.

considera ningún rubro del pasivo que tenga relación a obligaciones con los asegurados, el endeudamiento de las compañías de seguros está compuesto básicamente por obligaciones financieras, tributos y cuentas por pagar diversas, cuentas por pagar a intermediarios y auxiliares, y pago de beneficios y otras provisiones.

**Tabla A. Endeudamiento de Insur en los últimos cinco años (en millones de soles)**

		Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Secrex Dic-2016
A	Pasivo total	9,2	10,4	14,9	12,8	15,9	32,2
B	Cuentas por pagar a asegurados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2
C	Reservas técnicas por siniestros	0,1	0,2	0,6	1,8	3,5	12,1
D	Reservas técnicas por primas	1,6	2,4	3,9	3,2	7,7	7,6
E	Ganancias diferidas	1,8	1,6	2,3	1,0	0,9	0,0
F	Cuentas por pagar a reaseguradores y coaseguradores	2,7	3,9	4,5	2,7	0,4	7,7
	<b>Total endeudamiento (A-B-C-D-E-F)</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>

Fuente: SBS, 2017.

### 3. Cumplimiento de los indicadores de solvencia

La SBS establece en la resolución mencionada anteriormente que el límite de endeudamiento lo fija el patrimonio efectivo -que fue descrito en la sección anterior-, por lo que dicho ratio se incluye dentro de los requerimientos de solvencia junto con los requerimientos patrimoniales. En los últimos cinco años, Insur ha cumplido con ambos requisitos de solvencia de manera holgada, tal como se observa en la tabla B.

**Tabla B. Requerimientos patrimoniales y de endeudamiento de Insur (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Secrex dic-2016	Límite inferior
Patrimonio efectivo / patrimonio requerido	1,3	2,0	2,9	4,3	5,6	3,3	1,0
Patrimonio efectivo / endeudamiento	2,6	5,4	5,2	6,7	11,7	6,0	1,0

Nota: El límite inferior es establecido por la SBS.

Fuente: SBS, 2017.

El índice de requerimiento patrimonial ha presentado una tendencia creciente a lo largo de los últimos cinco años y, al cierre de 2016, dicho ratio ha sido superior al de Secrex. Por su parte, el patrimonio efectivo de Insur cubre más de once veces su endeudamiento. Estos resultados le brindan holgura a la empresa para realizar sus operaciones.

## Anexo 14. Metodología para el cálculo de la tasa de descuento

### 1. Tasa de descuento de los accionistas ( $k_e$ )

El Capital Asset Pricing Model (CAPM) es el más utilizado para calcular esta tasa de descuento. Este método sugiere el uso de variable como una tasa libre de riesgo, una prima de riesgo de mercado y un beta que recoge la sensibilidad de las ganancias extraordinarias de la empresa con respecto a las ganancias extraordinarias del mercado. La fórmula utilizada para calcular esta tasa es la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_p$$

Donde:

$R_f$ : tasa libre de riesgo

$\beta$ : beta de mercado

$R_m - R_f$ : prima de riesgo de mercado

$R_p$ : riesgo país

Respecto de la tasa libre de riesgo, el dato utilizado en la tasa  $k_e$  calculada es el retorno del bono de 10 años del Tesoro Americano, el cual al cierre de diciembre de 2016 fue 2,446%.

#### 1.1 Prima de riesgo de mercado

Fernández y Carabias (2013) señala que existen cuatro conceptos de prima de riesgo de mercado que son muy disímiles entre sí:

- **Prima de riesgo de mercado histórica (PRMH).** Diferencia entre la rentabilidad histórica de un índice de bolsa y la de un bono o instrumento de renta fija.
- **Prima de riesgo de mercado esperada (PRME).** Es el exceso del valor esperado de la rentabilidad futura de un índice de bolsa respecto de la rentabilidad de un instrumento de renta fija.
- **Prima de riesgo de mercado exigida (PRMX).** Rentabilidad adicional que un accionista exige al mercado de renta variable por encima del activo de renta fija sin riesgo. Es la llamada rentabilidad que se exige a las acciones.
- **Prima de riesgo de mercado implícita (PRMI).** Es aquella que está relacionada con el precio de mercado.

De esta manera, una de las principales críticas del autor señalado respecto de la PRME es que solo se cumple cuando todos los agentes de mercado presentan las mismas expectativas, lo cual no sucede en la actualidad. Por ello, la recomendación de Fernández es utilizar la PRMX del inversionista -la cual, según el propio autor, ha oscilado entre 3,8% y 4,3% en valorizaciones realizadas para empresas de Europa y Estados Unidos-, aunque no se podría hablar de una PRMX de mercado debido a que las distintas tasas obtenidas no necesariamente pueden agregarse. En la presente valorización, se evaluó considerar la prima de riesgo de mercado propuesta por Damodaran (2017a) para mercados emergentes de 7,35% y la asignada por Bloomberg (2017d) a la empresa Rímac de 4,318%. De este modo, se eligió la primera opción dado que es una tasa razonable.

#### 1.2 Beta de mercado

Fernández y Carabias (2015) señalan que utilizar un beta calculado con datos históricos es erróneo debido a que puede variar diariamente, depende del índice bursátil que se utilice como referencia, del periodo que se asuma en el cálculo y de la periodicidad de la rentabilidad, además que la correlación de las regresiones para calcular el beta es muy baja. Además de ello, en el caso particular de Insur, una restricción significativa para usar un beta calculado es que el Índice de la Bolsa de Valores de Lima está sesgado al sector minero, por lo cual no es un buen

marco referencial para una empresa de seguros. Debido a ello, estos autores sugieren utilizar un beta cualitativo a través de metodologías como la NODERFELASE que recoge los parámetros más importantes de un negocio para evaluar el riesgo respectivo.

En la valorización, se evaluó considerar el beta desapalancado para los productos de propiedad y cauciones del sector de seguros propuesto por Damodaran (2017b) para países emergentes que es igual a 0,33 y el beta cualitativo a través del método mencionado anteriormente. Dados los problemas con los betas calculados identificados en el párrafo anterior, se eligió al beta cualitativo como componente de la tasa de descuento de los accionistas ( $k_e$ ). De esta manera, el beta cualitativo obtenido para Insur que se observa en la tabla A fue 1,45. Dentro de los componentes del negocio de Insur, el más importante es el sector al que va dirigido el producto pues de ello depende el volumen de pólizas vendidas, por lo cual se le asigna un peso de 20%. En segundo lugar, los directivos son los que aprueban los lineamientos a seguir para la comercialización de productos pues podrían apoyar una estrategia ofensiva o defensiva dependiendo de la situación del mercado de cada producto, por lo cual tienen un peso de 15%. En la tabla A del presente anexo se muestra la composición del beta cualitativo siguiendo esta metodología.

**Tabla A. Beta cualitativo a través del método NODERFELASE**

			Riesgo					Riesgo ponderado
			Bajo	Normal	Notable	Alto	Muy alto	
20%	N	Negocio: sector				4		0,80
10%	O	Apalancamiento operativo			3			0,30
15%	D	Directivos		2				0,30
10%	E	Exposición a otros riesgos			3			0,30
10%	R	Riesgo país		2				0,20
5%	F	Flujos, estabilidad			3			0,15
5%	E	Endeudamiento	1					0,05
10%	L	Liquidez de la inversión			3			0,30
5%	A	Acceso a fuente de fondos			3			0,15
5%	S	Socios		2				0,10
5%	E	Estrategia					5	0,25
<b>Total</b>								<b>2,90</b>
<b>Total con factor de ajuste igual a 0,5</b>								<b>1,45</b>

Fuente: Fernández y Carabias, 2015.

Elaboración: Propia, 2017.

### 1.3 Riesgo país

Debido a que los mercados emergentes presentan un riesgo adicional al de los mercados desarrollados, el último componente de la fórmula de cálculo de la  $k_e$  es el riesgo país, el cual mide el diferencial de tasas de interés de los bonos peruanos denominados en dólares respecto de los bonos de gobierno de Estados Unidos. Actualmente, existe una discusión literaria respecto de multiplicar este componente por un factor  $\lambda$ , por lo cual Mongrut (2006) señala que existen ciertos problemas para poder emplearlo en países emergentes debido al origen privado de los ingresos y a las crisis bursátiles que han generado una volatilidad significativa en los mercados de renta fija y renta variable. Por ello, el autor menciona dos alternativas que no son adecuadas pero que son prácticas: asumir que el factor es igual a la unidad -que significa que todas las empresas poseen la misma sensibilidad con respecto al riesgo país- o que es proporcional al riesgo sistémico. De manera adicional, este autor propone otra alternativa: considerar la “conjetura de Damodaran” propuesta por Walker (2003) y asumir que dicho factor es igual a 1,5. Sin embargo, dado que estas opciones no tienen fundamentos sólidos, en la presente valorización se decidió no ajustar a la tasa de riesgo país por el factor  $\lambda$ .

#### 1.4 Inflación

Dado que los estados financieros de Insur están expresados en soles y la tasa de descuento se encuentra en dólares, Court (2012) señala que dicha tasa se puede expresar en la misma moneda de los flujos de caja al incluir el efecto de la inflación de los países implicados. Por ello, se aplica la siguiente fórmula:

$$K_e \text{ en soles} = \left( (1 + k_e \text{ en dólares}) * \frac{(1 + \pi \text{ Perú})}{(1 + \pi \text{ EEUU})} \right) - 1$$

Finalmente, el WACC es la tasa de descuento que se aplica a los flujos obtenidos a través de la valorización por el método de flujo de caja descontado, el cual se define de la siguiente manera:

$$WACC = k_d * w_d * (1 - t) + k_e * w_e$$

Por ello, dado que Insur no presenta deuda financiera a la fecha, el WACC es igual a la tasa de descuento de los accionistas ( $k_e$ ).

## **Anexo 15. Reservas técnicas de primas y reservas técnicas de siniestros**

### **1. Reservas técnicas de primas de seguros netas de seguros generales<sup>48</sup>**

Según la Resolución SBS N° 6394-2016, las empresas que comercializan en el ramo de seguros generales deben registrar la reserva de riesgo en curso, la cual busca cubrir las obligaciones que se generan dentro de la vigencia que falta por cumplirse a la fecha de inicio de dicha reserva. En otras palabras, la reserva que se forma por la parte de la prima que no ha devengado (por ejemplo, en el caso de una prima de vigencia anual, los meses que aún no han transcurrido dentro de dicho año) se obtiene a través del cálculo por póliza de la porción no corrida del riesgo total en número de días (es decir, de los días que aún no han transcurrido dentro del periodo de vigencia de la póliza) sobre la base de cálculo que corresponda. A este monto se le debe sumar la parte de reaseguro -si es que aplica- y se le debe deducir la porción cedida. Es importante precisar que el reaseguro se refiere a los ingresos por concepto de PSN recibidas de otras empresas, es decir, por asegurar a otras empresas de seguros, mientras que la porción cedida corresponde a las primas otorgadas a otras compañías (es decir, egresos) por motivo de diversificar los riesgos del negocio.

### **2. Reservas técnicas de siniestros<sup>49</sup>**

La Resolución SBS N° 4095-2013, Reglamento de la Reserva de Siniestros, señala que dicha reserva consiste en el monto total de las obligaciones pendientes que se originan por los siniestros ocurridos de manera previa a la fecha de cierre de la información financiera; es decir, a todos los pagos que aún no se han efectuado dentro del periodo considerado en la elaboración de los estados financieros. De esta manera, los principales componentes de esta reserva son los siguientes:

**2.1 Reserva de siniestros pendientes de liquidación o de siniestros pendientes de pago.** Los siniestros pendientes de liquidación son aquellos siniestros ocurridos y reportados que están en proceso de liquidación cuyo informe no ha terminado o cuyo proceso no ha empezado, mientras que los siniestros pendientes de pago son aquellos que han sido liquidados por completo y que aún no han sido pagados.

**2.2 Reserva de siniestros ocurridos y no reportados (IBNR).** Reserva de siniestros que se producen durante la vigencia de la póliza pero que se reportan luego del cierre de la información financiera.

**2.3 Reserva de gastos de liquidación de siniestros.** Importe suficiente para afrontar gastos de la empresa necesarios para la liquidación total y el pago de los siniestros.

---

<sup>48</sup> SBS, 2016c.

<sup>49</sup> SBS, 2013.

## **Anexo 16. Análisis de riesgos asociados al negocio de Insur<sup>50</sup>**

El artículo 5 de la Resolución SBS N° 272-2017, Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos, considera que las empresas del sector financiero y de seguros están expuestas a los siguientes riesgos: técnico, crédito, mercado, operacional, liquidez, estratégico y reputacional.

Respecto de Insur, los riesgos financieros a los que está expuesta la empresa son evaluados y monitoreados de manera continua por el Directorio y la Gerencia, con la finalidad de mitigarlos. Es importante precisar que los artículos 9, 10, 11 y 12 de la Resolución SBS N° 1041-2016, Reglamento de las inversiones de las empresas de seguros, establece las funciones de los comités de inversiones y riesgos, las cuales deben estar alineadas a la gestión de los riesgos mencionada anteriormente. De esta manera, la empresa ha identificado los siguientes riesgos en su negocio.

### **1. Riesgo de seguros o técnico**

La Resolución SBS N° 272-2017 define a este riesgo como la posibilidad de afrontar pérdidas en el valor de los compromisos asumidos (términos fijados en las pólizas vendidas) en el negocio debido a fluctuaciones relacionadas con la severidad, la frecuencia y el pago de los siniestros. En otras palabras, es la probabilidad de que el evento que se está asegurando ocurra y no se tenga certeza del monto a pagar por dicho siniestro.

De esta manera, en sus notas a los estados financieros, Insur señala que el principal riesgo de este tipo es que el pago de los siniestros incurridos exceda el valor en libros de los pasivos de la empresa. Esto podría ocurrir cuando los reclamos sean superiores a los montos estimados. Por ello, Insur ha contratado coberturas de reaseguro automático que mitigan los efectos de las pérdidas por frecuencia y severidad de los siniestros, con lo cual buscan proteger el patrimonio y liquidez de la compañía en todo momento. A través de una estrategia de suscripción, se busca garantizar que el riesgo esté diversificado en términos de tipo y monto del producto. Por su parte, para protegerse del riesgo de reaseguros, el cual consiste en la probabilidad de pérdida debido a un incumplimiento de la empresa de seguros que se contrata para diversificar el riesgo del producto vendido, Insur suscribe contratos con empresas de alta calificación crediticia, con lo cual tampoco registra montos por práctica insegura, la cual fue definida en el anexo 12.

En conclusión, Insur administra este riesgo a través del trabajo definido de la Unidad de Riesgos, la contratación de coberturas de reaseguro automático que mitigan el efecto de frecuencia y severidad de los siniestros, y la contratación de empresas de seguro de alta clasificación crediticia para evitar el riesgo de reaseguro y la correspondiente práctica insegura.

### **2. Riesgo de mercado y de precios de inversiones**

La Resolución SBS N° 272-2017 define a este riesgo como la probabilidad de afrontar pérdidas dentro y fuera del estado de situación financiera debido a eventos tales como fluctuaciones de los precios de los instrumentos transados en el mercado. Al respecto, Insur mitiga este riesgo siguiendo los lineamientos estipulados en la Resolución N° 1041-2016 respecto de la composición del portafolio de inversiones, dentro del cual se alienta la diversificación a través de la fijación de diversos tipos de límite: emisor, grupo económico, sector, etcétera.

Respecto del riesgo de precio; es decir, fluctuación de los valores de sus inversiones a valor razonable o inversiones disponibles para la venta en el mercado, la empresa realiza

---

<sup>50</sup> SBS, 2017b.

constantemente análisis de sensibilidad para identificar las potenciales pérdidas en escenarios adversos, además de establecer los mecanismos respectivos para aminorarlas.

### **3. Riesgo de tipo de cambio**

Este riesgo sucede cuando la empresa presenta activos y pasivos en distinta moneda, por lo cual está expuesta a variaciones en el tipo de cambio. Al respecto, Insur señala que no realiza coberturas ante este riesgo debido a que realiza un calce oportuno entre sus activos y pasivos.

### **4. Riesgo de tasa de interés**

Este riesgo surge de las fluctuaciones de la tasa de interés en el mercado, el cual conlleva un riesgo de reinversión; es decir, rescatar de manera anticipada un instrumento. En este sentido, Insur mantiene inversiones de corto y mediano plazo con estructuras de amortización definidas con el objetivo de mantenerlas calzadas.

### **5. Riesgo operativo**

La Resolución SBS N° 272-2017 define a este riesgo como la probabilidad de afrontar pérdidas debido a procesos inadecuados, fallas del personal o de la tecnología de información. Al respecto, la compañía establece lineamientos para evaluar todos los procesos involucrados en la realización de su negocio a través de la implementación de controles.

### **6. Riesgo de liquidez**

La Resolución SBS N° 272-2017 define a este riesgo como la probabilidad de afrontar pérdidas por no poder cumplir con las obligaciones de financiamiento a corto plazo o por presentar descalces en flujos de efectivo. En el caso de Insur, el principal riesgo de liquidez que afronta es el incumplimiento del pago de siniestros o de sus pasivos en general por no tener el efectivo para realizar dichos desembolsos. Por ello, la empresa mantiene instrumentos de inversión líquidos con vencimientos menores o iguales a un año debido a que comercializa seguros con el mismo periodo de vigencia.

### **7. Riesgo de crédito**

La Resolución SBS N° 272-2017 define a este riesgo como la probabilidad de afrontar pérdidas por el incumplimiento de pago de sus deudores o contrapartes. En el caso de Insur, respecto de la caja y equivalentes de efectivo están colocados en empresas financieras de reconocido prestigio (con calificación crediticia A+) por lo que la probabilidad de perder dichos montos es mínima o nula. Por su parte, sus inversiones disponibles para la venta, a valor razonable y a vencimiento presentan calificaciones crediticias superiores al grado A-.

Por otro lado, respecto del incumplimiento de pago de primas por parte de los tomadores de seguros, la empresa realiza evaluaciones a sus potenciales clientes con el objetivo de reducir al mínimo la probabilidad de incumplimiento (exige que tengan un reducido riesgo crediticio) por lo que no registra una concentración de sus cuentas por cobrar. Respecto del riesgo de reaseguros, como se comentó en la sección 1 del presente anexo, Insur realiza contratos con empresas de seguros de comprobada calidad crediticia de acuerdo con los lineamientos de la SBS, con el objetivo adicional de no incurrir en práctica insegura.

Además de los riesgos descritos anteriormente, una potencial amenaza al negocio de Insur es la entrada de nuevos competidores a los mercados en los que opera, los cuales pueden ser

compañías ya establecidas en el país como Mapfre Perú o aquellas que han ingresado al mercado peruano como Avla Perú y Coface.

De esta manera, el gráfico A muestra la matriz de riesgos propuesta para Insur.

**Gráfico A. Matriz de riesgos propuesta para Insur**

FRECUENCIA	MUY PROBABLE	Riesgo de tipo de cambio	Ingreso de nuevas empresas	Riesgo de seguros
	PROBABLE	Riesgo de liquidez	Riesgo de tasa de interés	Riesgo de mercado
	POCO PROBABLE	Riesgo operacional	Riesgo de crédito	Riesgo de reaseguros
		MENOR	MODERADO	MAYOR
		CONSECUENCIAS		

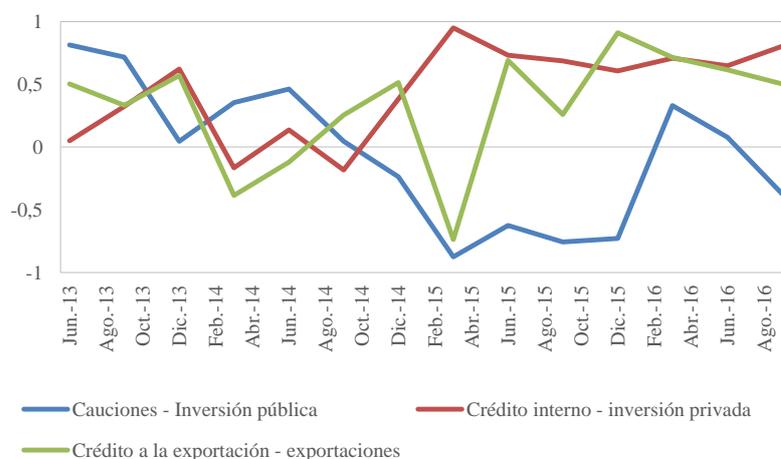
Fuente: Elaboración propia, 2017.

## Anexo 17. Análisis de los principales supuestos de la valorización de Insur

### 1. Primas de Seguros Netas (PSN)

Además de revisar las tasas de crecimiento anual y promedio anual de las PSN recaudadas en los productos de cauciones, crédito interno y crédito a la exportación de Insur, se realizó un análisis de correlación entre las tasas de crecimiento anual de dichos productos y la tasa de crecimiento anual del PBI, en especial, de la inversión pública, la inversión privada y las exportaciones, respectivamente<sup>51</sup>. En este último aspecto, no se observa una relación ni directa ni inversa entre estas variables, tal como se muestra en el gráfico A.

**Gráfico A. Correlación entre las tasas de crecimiento anual de los productos de Insur y las variables macroeconómicas**



Fuente: SBS, 2017a, y BCRP, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

En ninguno de los tres casos se observa una tendencia definida, especialmente en el seguro de cauciones, pues si bien la inversión pública a nivel macroeconómico disminuyó en el último año, las ventas de pólizas de este producto se incrementaron en 15,8% en dicho periodo. De esta manera, aún en periodos de recesión en el país, las PSN de Insur han crecido. Por ello, en las proyecciones se tomaron en cuenta las tasas de crecimiento observadas en los últimos años.

#### 1.1 Cauciones

En el negocio de cauciones se aprecia una tendencia decreciente de la tasa promedio anual de Insur, la cual fue 10,4% en el último año, tal como se puede observar en la tabla B. Asimismo, la tasa de crecimiento promedio anual de esta empresa fue inferior a la del mercado desde 2013. De esta manera, si bien según las proyecciones del Reporte de Inflación del BCRP (2016) las inversiones públicas aumentarían, dados los últimos acontecimientos relacionados a la empresa Odebrecht, se estima que el mercado de cauciones podría desacelerarse en los siguientes dos años.

Dada la alta competencia en este mercado, Insur aplicará una estrategia defensiva, con lo que buscará replicar lo que se observa a nivel sistema. De esta manera, buscará crecer a una tasa de 20% en los siguientes dos años, crecimiento que se espera que suceda en este seguro.

<sup>51</sup> Para analizar las correlaciones, se tomaron las tasas de crecimiento de los productos comercializados por Insur y las tasas de crecimiento de las variables macroeconómicas señaladas de los últimos cuatro trimestres móviles a partir de junio de 2013.

**Tabla A. Tasa de crecimiento promedio anual de las PSN de cauciones (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Chubb	-	50,1	35,9	20,2	-10,2
Pacífico	-12,1	-18,0	-31,2	-23,3	-22,9
Insur	35,0	30,3	25,3	21,5	10,4
La Positiva	57,7	64,4	54,0	50,8	38,7
Mapfre Perú	8,8	8,0	0,9	1,9	-13,9
Rímac	-	244,3	56,9	25,5	-2,4
Secrex	13,5	15,7	14,1	8,1	21,5
<b>Sistema</b>	<b>33,3</b>	<b>35,5</b>	<b>29,4</b>	<b>24,2</b>	<b>15,8</b>

Fuente: SBS, 2017a.

Elaboración: Propia, 2017.

Por su parte, si se realiza un análisis de las tasas de crecimiento anuales, se observa una desaceleración de las PSN de este producto. Por ello, es razonable utilizar como supuesto un crecimiento como el propuesto en el capítulo V.

**Tabla B. Tasa de crecimiento anual de las PSN de cauciones (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Chubb	787,9	102,2	74,0	60,7	-10,2
Pacífico	16,1	38,9	-44,7	-23,6	-22,9
Insur	55,8	46,2	33,4	33,8	10,4
La Positiva	33,5	100,2	60,5	64,0	38,7
Mapfre Perú	12,2	32,3	-1,1	20,6	-13,9
Rímac	-68,8	3537,3	145,3	61,2	-2,4
Secrex	5,1	20,7	26,9	-3,7	21,5
<b>Sistema</b>	<b>24,9</b>	<b>55,6</b>	<b>40,5</b>	<b>33,3</b>	<b>15,8</b>

Fuente: SBS, 2017a.

Elaboración: Propia, 2017.

### 1.2 Crédito interno

Si bien se ha observado una caída de las PSN al cierre de 2015, en 2016 la empresa se recuperó. Por ello, se podría asumir una tasa de crecimiento de 30% que recogería este incremento, el cual mejoró la tasa promedio anual y, además, estaría acorde con la estrategia ofensiva en este producto. Es importante precisar que el resultado de Insur repercute de manera significativa a nivel de sistema al ser la empresa líder del mercado.

**Tabla C. Tasa de crecimiento promedio anual de las PSN de crédito interno (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	80,0	39,5	35,4	31,3	80,3
Secrex	31,7	35,8	83,7	61,0	147,9
<b>Sistema</b>	<b>59,5</b>	<b>44,1</b>	<b>42,8</b>	<b>46,2</b>	<b>122,0</b>

Fuente: SBS, 2017a.

Elaboración: Propia, 2017.

**Tabla D. Tasa de crecimiento anual de las PSN de crédito interno (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	398,7	52,5	43,9	-4,3	80,3
Secrex	16,2	-45,1	139,2	4,5	147,9
<b>Sistema</b>	<b>139,2</b>	<b>48,0</b>	<b>36,3</b>	<b>-3,7</b>	<b>122,0</b>

Fuente: SBS, 2017a.

Elaboración: Propia, 2017.

### 1.3 Crédito a la exportación

En este riesgo, Insur ha consolidado su liderazgo con respecto a Secrex, no obstante, se enfrenta a un nuevo competidor como Coface que representa una amenaza para el negocio. De esta

manera, se asume un crecimiento de 30,0% tal como se ha observado en 2014, lo cual también recoge la estrategia ofensiva de Insur en este producto. Es importante observar que Secrex ha empezado a comercializar nuevos productos de crédito, los cuales podrían provocar una recuperación de sus PSN en los próximos años tal como sucedió en 2016.

**Tabla E. Tasa de crecimiento promedio anual de las PSN de crédito a la exportación (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	75,8	60,7	35,0	44,1	75,1
Secrex	-11,5	-7,6	6,3	6,9	52,9
<b>Sistema</b>	<b>18,0</b>	<b>27,2</b>	<b>35,4</b>	<b>48,6</b>	<b>120,5</b>

Fuente: SBS, 2017.

Elaboración: Propia, 2017.

**Tabla F. Tasa de crecimiento anual de las PSN de crédito a la exportación (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	-	171,4	18,4	18,7	75,1
Secrex	-25,7	-39,4	5,2	-25,2	52,9
<b>Sistema</b>	<b>-12,5</b>	<b>5,5</b>	<b>12,4</b>	<b>0,1</b>	<b>120,5</b>

Fuente: SBS, 2017a.

Elaboración: Propia, 2017.

## 2. Cesión de Primas de Seguros Netas (PSN)<sup>52</sup>

El porcentaje de cesión de PSN es discrecional, es decir, el monto de primas que la empresa de seguros transfiere a otra compañía depende de su propia política de diversificación de riesgos. Dado que Insur participa en un libre mercado, no existe ningún tope máximo ni mínimo obligatorio para fijar dicho porcentaje.

### 2.1 Caucciones

En el caso del riesgo de cauciones, se asumirá que la cesión de PSN será cercana a 55% dado lo registrado a lo largo del periodo analizado. Dicha tasa se observó en los últimos cuatro años, con excepción de 2015.

**Tabla G. Índice de cesión en el riesgo de cauciones (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Chubb	35,7	45,2	48,1	57,5	60,8
Pacífico	85,2	79,4	74,9	80,0	80,0
Insur	56,9	56,6	54,0	60,9	55,7
La Positiva	51,3	70,3	76,9	70,1	65,4
Mapfre Perú	34,7	38,4	30,4	25,7	30,5
Rímac	70,9	80,5	81,9	81,7	86,4
Secrex	47,9	48,4	48,5	50,6	47,9
<b>Sistema</b>	<b>46,2</b>	<b>53,1</b>	<b>55,7</b>	<b>59,0</b>	<b>58,4</b>

Fuente: SBS, 2017a.

### 2.2 Crédito interno y crédito a la exportación

Entre 2013 y 2015, la cesión en estos productos se incrementó a niveles superiores al 50%, lo cual se explicaría por el incremento de las PSN y del pago de siniestros en estos negocios. De esta manera, la empresa ha optado por reasegurar un mayor monto de primas con el objetivo de diversificar riesgos.

<sup>52</sup> Es importante precisar que la relación entre siniestros cedidos y siniestros de PSN es mayor al índice de cesión de primas lo cual se fija en la negociación entre las compañías de seguros y las reaseguradoras. En el caso de Insur, se observa que el índice de cesión de siniestros es superior al índice de cesión de primas en aproximadamente 20 p.p.

**Tabla H. Índice de cesión en el riesgo de crédito interno (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	46,5	56,2	47,0	55,0	47,4
Secrex	50,5	57,1	50,4	50,4	50,5
<b>Sistema</b>	<b>45,4</b>	<b>57,3</b>	<b>47,2</b>	<b>54,6</b>	<b>47,0</b>

Fuente: SBS, 2017a.

**Tabla I. Índice de cesión en el riesgo de crédito a la exportación (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	41,7	51,0	51,5	55,6	48,9
Secrex	53,0	57,3	63,0	69,7	63,4
<b>Sistema</b>	<b>50,6</b>	<b>53,9</b>	<b>56,4</b>	<b>60,1</b>	<b>49,6</b>

Fuente: SBS, 2017a.

Dado que los índices de cesión en los tres productos se han mantenido estables en el periodo analizado, se asumió como porcentaje un 50% debido a la disminución observada en 2016.

### 3. Siniestralidad de Primas de Seguros Netas (PSN)

De manera general, las empresas de seguros proyectan sus pagos de siniestros dependiendo del volumen de ventas que genera en cada ejercicio. Asimismo, es una práctica común definir el índice de siniestralidad objetivo tomando en consideración el historial de los asegurados -pagos de siniestros desembolsados en ejercicios anteriores- para definir cuál sería el nivel máximo que se podría tolerar en cada producto. Es importante destacar que cada empresa determina el perfil de sus clientes sobre la base de los riesgos que deben controlar, por lo que la siniestralidad (pago de siniestros de PSN/monto total de PSN) observada en el pasado es un buen marco referencial para definir la máxima cantidad que la empresa podrá pagar por dicho concepto.

#### 3.1 Cauciones

En el caso del producto de cauciones, en los últimos tres años, la siniestralidad promedio de Insur ha sido aproximadamente 17%, por lo cual parece ser razonable asumir dicha tasa en el escenario base. Si bien la siniestralidad a nivel sistema ha sido superior, Insur ha tratado de mantener su índice en niveles inferiores al 20%. Es importante precisar que las empresas determinan sus índices de siniestralidad objetivo en el momento de diseñar su estrategia.

**Tabla J. Índice de siniestralidad en cauciones (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Chubb	0,0	0,0	5,7	45,7	21,1
Insur	33,6	26,7	14,4	17,8	17,4
La Positiva	0,0	-0,1	53,5	72,2	9,3
Mapfre Perú	20,1	16,2	30,9	67,9	164,6
Rímac	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8
Secrex	35,7	29,0	34,0	54,5	31,8
<b>Sistema</b>	<b>24,6</b>	<b>12,0</b>	<b>23,8</b>	<b>40,4</b>	<b>32,0</b>

Fuente: SBS, 2017a.

#### 3.2 Crédito interno y crédito a la exportación

En el caso del crédito interno, se observa que la siniestralidad ha registrado niveles superiores al 50% a partir de 2014. De esta manera, en un escenario base, se asumirá una siniestralidad de 90% (promedio de los últimos dos años). En el caso del crédito a la exportación se observa algo similar a lo observado en el producto de crédito interno, pues en 2015 subió hasta 107,5% y en 2016 bajó a 52,6%. Por ello, en este producto se asumirá una siniestralidad de 60%. En el caso de estos productos, al buscar la expansión del mercado a través de nuevos clientes, la empresa está expuesta a afrontar una mayor siniestralidad por lo que fija una tasa objetivo mayor a la de

años anteriores. A pesar de ello, la empresa ha mantenido una rentabilidad de resultado técnico superior a 100%.

**Tabla K. Índice de siniestralidad en crédito interno (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	11,1	35,0	56,2	90,9	95,1
Secrex	0,0	0,0	0,0	48,4	60,4
<b>Sistema</b>	<b>9,4</b>	<b>41,8</b>	<b>46,2</b>	<b>87,3</b>	<b>81,6</b>

Fuente: SBS, 2017a.

**Tabla L. Índice de siniestralidad en crédito a la exportación (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	0,0	35,0	21,0	107,5	52,6
Secrex	0,7	55,7	22,3	0,2	11,3
<b>Sistema</b>	<b>0,5</b>	<b>44,4</b>	<b>21,6</b>	<b>73,6</b>	<b>42,3</b>

Fuente: SBS, 2017a.

#### 4. Comisiones de Primas de Seguros Netas (PSN)

Dado que las comisiones de PSN son una variable discrecional que depende de la negociación entre las compañías de seguros y las reaseguradoras y se fija en un libre mercado en el que no existen límites ni superiores ni inferiores, para los tres productos que comercializa Insur se asumirá un índice promedio de los últimos tres años. Esto se debe a que en dicho periodo, los pagos por comisiones se han mantenido aproximadamente en el mismo nivel, con lo cual no existen indicios para un incremento o una disminución de dichos porcentajes.

**Tabla M. Comisiones netas / PSN en cauciones (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Chubb	11,8	11,5	10,4	12,2	10,4
Pacífico	7,9	15,5	12,3	12,7	14,7
Insur	9,8	7,7	7,9	9,1	9,0
La Positiva	5,2	4,8	3,7	4,0	5,3
Mapfre Perú	7,4	6,6	6,4	6,4	6,4
Rímac	15,4	14,7	11,6	10,4	6,7
Secrex	8,0	7,6	7,6	1,1	7,7
<b>Sistema</b>	<b>8,3</b>	<b>8,2</b>	<b>8,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>

Fuente: SBS, 2017a.

**Tabla N. Comisiones netas / PSN en crédito interno (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	2,9	2,8	2,6	2,4	3,3
Secrex	10,4	47,1	15,5	5,4	2,4
<b>Sistema</b>	<b>4,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>

Fuente: SBS, 2017a.

**Tabla O. Comisiones netas / PSN en crédito a la exportación (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Insur	1,0	3,2	2,9	2,9	5,1
Secrex	5,2	1,1	1,4	1,0	3,3
<b>Sistema</b>	<b>4,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>4,1</b>

Fuente: SBS, 2017a.

#### 5. Gastos administrativos

Los gastos administrativos de una empresa de seguros se pueden proyectar de dos formas: a través de la tasa de crecimiento histórica o como porcentaje de las PSN. En la presente

valorización, se optará por la segunda opción debido a que las empresas de seguros definen su número de personal dependiendo de los ingresos que generan. Por ejemplo, en la medida que sus ventas se incrementen, necesitan un mayor número de personal para gestionar las carteras de asegurados correspondientes y los riesgos inherentes de cada producto o, por el contrario, en un escenario de caída de montos de PSN, las compañías podrían optar por reducir personal para disminuir gastos.

En los últimos tres años, se observa que los gastos administrativos de Insur han representado aproximadamente el 23% de sus PSN, por lo cual sería el valor a ser tomado en cuenta en la proyección. En la valorización se tiene como premisa que los gastos administrativos tienen una relación directa con el comportamiento de las PSN.

**Tabla P. Gastos administrativos/PSN**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Chubb	13,7	12,3	13,2	11,7	10,3
Cardif	24,2	20,1	22,7	23,9	21,2
Pacífico	20,3	19,8	18,0	17,7	16,5
Insur	29,0	24,2	25,2	23,9	22,1
La Positiva	18,3	19,0	20,3	19,7	23,3
Mapfre Perú	15,3	13,3	16,1	15,3	13,0
Rímac	13,9	13,8	14,3	13,9	14,5
Secrex	28,5	11,7	25,9	32,5	25,9
<b>Sistema</b>	<b>15,6</b>	<b>15,2</b>	<b>14,7</b>	<b>14,5</b>	<b>15,4</b>

Fuente: SBS, 2017a.

**Tabla Q. Tasa de crecimiento anual y promedio anual de los gastos administrativos (en porcentaje)**

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Tasa de crecimiento	57,4	27,6	40,1	17,5	17,1
Tasa de crecimiento promedio	31,1	25,2	24,5	17,3	17,1

Fuente: SBS, 2017a.

Elaboración: Propia, 2017.

## 6. Ingresos y gastos técnicos diversos<sup>53</sup>

Los ingresos técnicos consisten básicamente en el ingreso por derechos de emisión y estudios para los clientes, mientras que los gastos técnicos comprenden las comisiones de intermediación, costo de vencimiento de pólizas, provisiones y gastos de peritaje. Dichos conceptos también dependen del monto recaudado de PSN en cada ejercicio dado que son actividades complementarias a la venta de la póliza. Por ello, se tomó como referencia lo observado en los últimos tres años.

<sup>53</sup> En el anexo 1 se definen ambos conceptos de manera más detallada.

## **Anexo 18. Supuestos para la proyección de las cuentas del estado de situación financiera**

### **1. Supuestos de las variables que se encuentran en el estado de situación financiera**

#### **1.1 Cuentas por cobrar por operaciones de seguros**

Para calcular este rubro, se trabajó con el ratio periodo promedio de cobro de primas mencionado en la tabla 12, el cual consiste en la siguiente fórmula:

$$\text{Periodo promedio de cobro de primas} = \frac{\text{Cuentas por cobrar promedio}}{\text{Primas totales anualizadas}} * 365$$

Se tomó como referencia los valores de este ratio de los últimos tres años, de tal manera que se obtuvo un valor promedio de 94 días. Con dicho dato, se realizó la proyección de los siguientes años, a través de su multiplicación con el monto proyectado de PSN a cierre de año dividido entre 365.

#### **1.2 Cuentas por cobrar a reaseguradores y coaseguradores**

Se consideran los siniestros por cobrar del reaseguro automático. Por ello, se obtuvo la relación entre este rubro y los siniestros cedidos la cual, para los tres años anteriores, fue en promedio igual a 3%. De esta manera, se tomó dicho porcentaje para proyectar los valores de los años siguientes.

#### **1.3 Activo de reservas técnicas a cargo de reaseguradores (parte corriente)**

En este rubro se considera la parte cedida de la reserva de siniestros.

#### **1.4 Cuentas por cobrar diversas**

Consiste básicamente en la porción de garantías líquidas de los ingresos financieros por depósitos a plazo, la cual proviene del seguro de cauciones. En los últimos tres años se observa que, en promedio, la relación entre este rubro y las garantías líquidas fue de 56%. Se utilizó dicho porcentaje para la proyección de los años siguientes.

#### **1.5 Gastos pagados por adelantado**

Consiste en las comisiones de PSN que se cancelaron de manera anticipada. Por ello, se observó la relación entre este rubro y las comisiones de PSN y se obtuvo un nivel promedio en los últimos tres años de 25%. Por ello, se utilizó dicho porcentaje para la proyección.

#### **1.6 Activo de reservas técnicas a cargo de reaseguradores (parte no corriente)**

En este rubro se considera la parte cedida de la reserva de primas.

#### **1.7 Otros activos**

Se analizó la relación de este rubro respecto de las PSN y se observó que, en promedio, en los últimos dos años fue igual a 6%. Con este porcentaje se proyectó esta cuenta en los años siguientes.

#### **1.8 Tributos, participaciones y cuentas por pagar diversas**

Consiste básicamente en los pagos pendientes de impuestos y cuentas por pagar de diversa índole, distintas a las correspondientes a reaseguradores e intermediarios. Por ello, se calculó el ratio entre este rubro y las PSN, el cual fue 5% en el último año. Dicho porcentaje fue utilizado para realizar la proyección.

#### **1.9 Cuentas por pagar a intermediarios y auxiliares**

Son los pagos pendientes de realizar a corredores e intermediarios de seguros, conceptos incorporados en las PSN. De esta manera, se observó que en los últimos tres años, en promedio,

dicha relación fue aproximadamente 1,8%, por lo que se utilizó dicho porcentaje para proyectar los años siguientes.

### **1.10 Cuentas por pagar a reaseguradores y coaseguradores**

Consiste básicamente en las primas por pagar a reaseguradores. De esta manera, se trabajó con el siguiente ratio para poder realizar la proyección:

$$\frac{\text{Cuentas por pagar a reaseguradores y coaseguradores}}{\text{Primas cedidas}} * 365$$

De esta manera, en los últimos dos años, en promedio, dicha relación fue aproximadamente igual a 25 días. Con ello, se utilizó dicho resultado para multiplicarlo por las primas cedidas de cierre de año que fueron divididas entre 365.

### **1.11 Reservas técnicas de siniestros**

Para calcular la reserva de siniestros se utilizó la siguiente identidad que se encuentra en el glosario del sistema de seguros de la SBS (2016a):

$$\text{Periodo promedio de pago de siniestros} = \frac{\text{Reserva de siniestros total}}{\text{Siniestros totales}} * 365$$

De esta manera, se obtuvo un promedio de 113 días en los últimos tres años. Con dicho número, se obtuvo el valor de la reserva de siniestros al multiplicarlo por los siniestros de PSN y dividirlo entre 365.

### **1.12 Otras provisiones**

Consisten en pagos pendientes de compensación por tiempo de servicios (CTS), vacaciones, beneficios sociales, litigaciones con terceros y otros. Por ello, se obtuvo la relación entre dicho rubro y los gastos administrativos, la cual fue en los últimos tres años de 5% en promedio, utilizándose dicho porcentaje para proyectar este rubro.

### **1.13 Ganancias diferidas**

Consiste en saldos no devengados de contratos de seguros, en los que se consideran las primas retenidas; es decir, la diferencia entre las PSN y las primas cedidas. De esta manera, se calculó el ratio entre dicho rubro y las primas retenidas, el cual fue de 6% en promedio en los últimos tres años. Con dicho porcentaje se realizó la proyección.

## **2. Evolución del CAPEX**

Tal como se menciona en el anexo 19, en el estudio se asume una inversión en CAPEX fija de S/ 0,15 millones en muebles y equipos y S/ 0,15 millones en instalaciones. Es importante resaltar que Insur no posee inmuebles ni ningún otro tipo de activo fijo. De esta manera, el escenario planteado en el estudio considera sólo inversiones de reposición en las dos categorías mencionadas anteriormente.

## **3. Evolución de las NOF**

En la tabla A se muestra el crecimiento de las NOF, cuya composición se explica de manera detallada en el anexo 19, durante el periodo analizado. Asimismo, se presenta una comparación respecto del crecimiento de las PSN, en donde se observa una relación directa entre las tasas de crecimiento anual de ambas variables.

**Tabla A. Evolución de la tasa crecimiento anual de las PSN y de las NOF (en porcentaje)**

	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Crecimiento de las PSN</b>	23,41	23,59	16,89	15,00	11,94
<b>Crecimiento de las NOF</b>	33,54	13,27	18,19	16,37	11,36

Fuente: Elaboración propia, 2017.

## Anexo 19. Metodología de cálculo de la valorización de Insur

### 1. Método de flujos de caja descontados

Pablo Fernández (2002) presenta diez métodos para valorizar a las compañías a través de los flujos de caja descontados. De esta forma, muestra la forma más común de construir el llamado Free Cash Flow to Firm (FCFF) a través de la siguiente fórmula:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} * (1 - t) + \text{Depreciación} - \Delta\text{NOF} - \text{CAPEX}$$

Asimismo, tomando en consideración la fórmula anterior, se puede obtener el Free Cash Flow to Equity (FCFE) de la siguiente manera:

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} + \Delta\text{Deuda financiera} - \text{Pago de intereses} * (1 - t)$$

Respecto de la depreciación y amortización, Insur no posee inmuebles ni inventarios, por tanto, solo deprecia muebles y enseres, equipos de cómputo, instalaciones y equipos diversos. Tal como señalan en sus notas a los estados financieros, las instalaciones tienen una vida útil de diez años, mientras que el resto de equipamiento tiene una vida útil de cuatro años, la misma que se consideró en esta valorización.

En esta línea, el CAPEX de esta empresa consiste en la inversión en los rubros mencionados en el párrafo anterior. De esta manera, se ha observado que cada dos años se invierte en instalaciones y equipos de cómputo (la última vez que se invirtió fue en 2015). Sin embargo, dado que ya ha realizado inversiones considerables en mobiliario y equipamiento, en la valorización se asume que solo realizará reposición de material obsoleto, vale decir, la empresa invertirá un monto fijo de S/ 0,3 millones en cada año de la proyección. Por lo cual, la estructura de las inversiones en este concepto, con su respectiva depreciación, sería de la siguiente manera.

**Tabla A. Inversiones en activo fijo de Insur (en soles)**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Flujo para perpetuidad
Muebles y equipos	267.431	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000
Instalaciones	149.583	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000
Total del año	417.014	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Depreciación del año	200.802	52.500	105.000	157.500	210.000	225.000	225.000
Total	1.556.934	1.856.934	2.156.934	2.456.934	2.756.934	3.056.934	3.056.934
Depreciacion acumulada	498.797	551.297	656.297	813.797	1.023.797	1.248.797	1.248.797

Fuente: Elaboración propia, 2017.

En tercer lugar, la NOF se calculó a través de las diferencias entre el activo corriente operativo (cuentas por cobrar por operaciones de seguros, a reaseguradores y coaseguradores, diversas y gastos pagados por adelantado) y el pasivo corriente operativo (tributos y cuentas por pagar diversas, cuentas por pagar a intermediarios y auxiliares, a reaseguradores y coaseguradores y la reserva técnica por siniestros).

Finalmente, respecto del valor residual, Fernández (2016) señala que puede ser calculado con la réplica del flujo de caja del último año que se considera en la proyección (en este caso, t es el último año). De esta manera, la siguiente expresión muestra su forma de cálculo:

$$\text{Valor residual} = \frac{\text{CF}_t * (1 + g)}{(k - g)}$$

En el denominador del valor residual se considera la tasa de descuento calculada; es decir, el WACC ( $k = 16,1\%$ ) y la tasa de crecimiento a perpetuidad que, en esta valorización, será igual al crecimiento del PBI a largo plazo ( $g = 3\%$ ). De esta manera, dado que se están proyectando flujos de caja por un periodo de cinco años, en el valor residual se replicó el flujo de caja que se daría en el quinto año y se aplicó la fórmula señalada.

De manera adicional, se verificó que la empresa cumple con los ratios regulatorios exigidos por la SBS durante todo el periodo proyectado. Con ello, además de ser atractivo desde un punto de vista económico-financiero, el negocio desarrollado por Insur presenta un respaldo respecto de los requerimientos de solvencia.

**Tabla B. Ratios regulatorios establecidos por la SBS (en número de veces)**

		2017	2018	2019	2020	2021
1	Patrimonio efectivo / Requerimiento patrimonial	7,3	7,1	7,3	7,6	8,2
2	Patrimonio efectivo / Endeudamiento	15,2	15,5	16,6	17,7	19,2
3	Inversiones elegibles / Obligaciones técnicas	2,7	2,7	2,8	3,0	3,2

Fuente: Elaboración propia, 2017.

## 2. Método de múltiplos

En el caso de Insur, las empresas comparables que operan en Latinoamérica (e incluso España) tampoco son públicas, es decir, no cotizan en la bolsa de valores de sus respectivos países, por lo cual no se cuenta con la información para emplearlas dentro de este método. Es importante precisar que para ser exactamente comparables con Insur deben dedicarse a la comercialización de los mismos productos pues, de otro modo, el análisis bajo este método podría distorsionarse dado que vender otros seguros provoca que la comparación no sea precisa debido a que los niveles de ingresos de estas empresas son más elevados y los riesgos que afrontan son distintos.

De esta manera, se identificaron a empresas con el mismo giro de negocio de Insur en Latinoamérica, de las cuales dos también pertenecen al grupo Atradius.

**Tabla C. Empresas con el mismo giro de negocio de Insur en Latinoamérica**

País	Empresa
Chile	Avla Seguros de Crédito y Garantía S.A.
	Cesce Chile Aseguradora S.A.
	Compañía de Seguros Crédito Continental S.A.
	Compañía de Seguros de Créditos Coface Chile S.A.
	HDI Seguros de Garantía y Crédito
	Solunion Chile Seguros de Crédito S.A.
Colombia	Aseguradora de Fianzas S.A. Seguros Confianza
	Coface Colombia Seguro de Crédito S.A.
Brasil	Ace Property and Casualty insurance company
	Cesce Brasil Seguros de Crédito
	Coface Brasil
	Crédito y caución

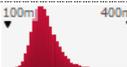
Fuente: SVS, 2017; Federación de Aseguradores Colombianos (Fasecolda), s.f.; y SUSEP, s.f. Elaboración: Propia, 2017.

Todas las empresas mencionadas en la tabla C no cotizan en sus respectivas bolsas de valores. Por otro lado, existen otras compañías de seguros latinoamericanas que sí cotizan en bolsa pero que comercializan otros productos del ramo de seguros generales o, en otro caso, seguros de vida. Debido a ello, no son perfectamente comparables con Insur dado a que, entre otras razones, se exponen a otro tipo de riesgos. Sin embargo, se tomarán en cuenta valores de empresas de seguros peruanas referenciales para poder realizar este método.

## Anexo 20. Análisis de sensibilidad a través de la simulación de Montecarlo

En la presente valorización, el análisis de sensibilidad se realizó a través de la simulación de Montecarlo para identificar la distribución de posibles valores que tomaría el equity value en caso las variables críticas, tales como las tasas de crecimiento e índices de siniestralidad de los tres productos comercializados por Insur, así como la rentabilidad de las inversiones y la tasa de descuento. En los siguientes gráficos se presentan los resultados de la simulación.

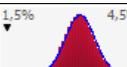
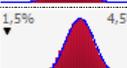
### Gráfico A. Resultados de la simulación de Montecarlo (en soles)

Estado	Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Min	Media	Máx	5%	95%	Errores
Aceptar	Valor de la empresa / 2017	Flujo de caja	C14		81.090.150	154.264.900	340.411.100	115.376.700	203.817.500	0
Aceptar	Equity value / 2017	Flujo de caja	C20		125.631.400	198.806.100	384.952.300	159.917.900	248.358.700	0
Aceptar	FCFF = FCFE / 2017	Flujo de caja	C9		9.835.100	11.133.080	12.347.540	10.579.940	11.677.710	0
Aceptar	FCFF = FCFE / 2018	Flujo de caja	D9		11.863.170	15.869.370	20.023.050	14.273.190	17.462.010	0
Aceptar	FCFF = FCFE / 2019	Flujo de caja	E9		11.575.740	18.695.550	25.666.360	15.671.770	21.698.670	0
Aceptar	FCFF = FCFE / 2020	Flujo de caja	F9		11.210.430	21.912.690	31.810.900	17.391.690	26.443.990	0
Aceptar	FCFF = FCFE / 2021	Flujo de caja	G9		10.680.580	25.277.030	39.409.290	18.917.520	31.703.670	0
Aceptar	FCFF = FCFE / Flujo para perpetuidad	Flujo de caja	H9		75.733.870	201.928.100	429.353.900	140.877.600	274.353.600	0

Fuente: Elaboración propia, 2017.

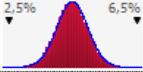
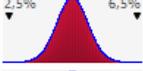
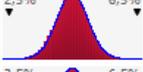
Respecto del equity value, se observa que a un 90% de confianza oscilaría entre S/ 159,9 millones y S/ 248,4 millones. Con ello, el valor por acción estaría entre S/ 4,34 y S/ 6,75. En los gráficos B al H, se muestra el comportamiento de las variables que fueron sensibilizadas con el objetivo de ver la distribución del equity value en los distintos escenarios posibles.

### Gráfico B. Sensibilidad a la rentabilidad de los bonos de gobierno central

Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Min	Media	Máx	5%	95%	Errores
Categoría: Bonos de Gobierno Central									
Bonos de Gobierno Central / Año 1	Supuestos	C57		1,9%	3,2%	4,4%	2,7%	3,7%	0
Bonos de Gobierno Central / Año 2	Supuestos	D57		1,9%	3,2%	4,5%	2,7%	3,7%	0
Bonos de Gobierno Central / Año 3	Supuestos	E57		1,8%	3,2%	4,5%	2,7%	3,7%	0
Bonos de Gobierno Central / Año 4	Supuestos	F57		2,0%	3,2%	4,4%	2,7%	3,7%	0
Bonos de Gobierno Central / Año 5	Supuestos	G57		2,0%	3,2%	4,4%	2,7%	3,7%	0

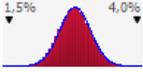
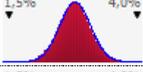
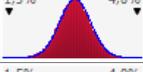
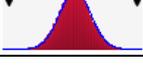
Fuente: Elaboración propia, 2017.

**Gráfico C. Sensibilidad a la rentabilidad de los bonos empresariales y del sistema financiero**

Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Mín	Media	Máx	5%	95%	Errores
Categoría: Bonos empresariales y del Sistema Financiero									
Bonos empresariales y del Sistema Financiero / Año 1	Supuestos	C59		2,6%	4,5%	6,3%	3,8%	5,2%	0
Bonos empresariales y del Sistema Financiero / Año 2	Supuestos	D59		2,8%	4,5%	6,2%	3,8%	5,2%	0
Bonos empresariales y del Sistema Financiero / Año 3	Supuestos	E59		2,8%	4,5%	6,2%	3,8%	5,2%	0
Bonos empresariales y del Sistema Financiero / Año 4	Supuestos	F59		2,7%	4,5%	6,2%	3,8%	5,2%	0
Bonos empresariales y del Sistema Financiero / Año 5	Supuestos	G59		2,8%	4,5%	6,6%	3,8%	5,2%	0

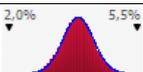
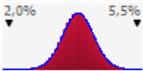
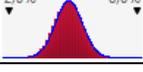
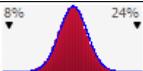
Fuente: Elaboración propia, 2017.

**Gráfico D. Sensibilidad a la rentabilidad de los depósitos en bancos**

Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Mín	Media	Máx	5%	95%	Errores
Categoría: Depósitos en bancos									
Depósitos en bancos / Año 1	Supuestos	C56		1,6%	2,8%	3,8%	2,3%	3,3%	0
Depósitos en bancos / Año 2	Supuestos	D56		1,7%	2,8%	3,9%	2,3%	3,3%	0
Depósitos en bancos / Año 3	Supuestos	E56		1,7%	2,8%	3,9%	2,3%	3,3%	0
Depósitos en bancos / Año 4	Supuestos	F56		1,7%	2,8%	3,8%	2,3%	3,3%	0
Depósitos en bancos / Año 5	Supuestos	G56		1,7%	2,8%	3,9%	2,3%	3,3%	0

Fuente: Elaboración propia, 2017.

**Gráfico E. Sensibilidad a la rentabilidad de la renta variable, tasa de descuento y crecimiento perpetuo**

Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Mín	Media	Máx	5%	95%	Errores
Categoría: Renta variable									
Renta variable / Año 1	Supuestos	C58		2,3%	3,9%	5,4%	3,3%	4,5%	0
Renta variable / Año 2	Supuestos	D58		2,4%	3,9%	5,5%	3,3%	4,5%	0
Renta variable / Año 3	Supuestos	E58		2,4%	3,9%	5,4%	3,3%	4,5%	0
Renta variable / Año 4	Supuestos	F58		2,3%	3,9%	5,4%	3,3%	4,5%	0
Renta variable / Año 5	Supuestos	G58		2,2%	3,9%	5,7%	3,3%	4,5%	0
Categoría: Tasa de descuento									
Tasa de descuento / 2017	Flujo de caja	C22		9,61%	16,10%	22,15%	13,45%	18,75%	0
Categoría: Crecimiento perpetuo									
Crecimiento perpetuo / 2017	Flujo de caja	C24		1,8%	3,0%	4,1%	2,5%	3,5%	0

Fuente: Elaboración propia, 2017.

**Gráfico F. Sensibilidad al crecimiento de las PSN y la siniestralidad de cauciones**

Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Mín	Media	Máx	5%	95%	Errores
Categoría: Cauciones									
Cauciones / Año 1	Supuestos	C7		11%	20%	29%	17%	23%	0
Cauciones / Año 2	Supuestos	D7		12%	20%	28%	17%	23%	0
Cauciones / Año 3	Supuestos	E7		9%	15%	21%	13%	17%	0
Cauciones / Año 4	Supuestos	F7		9%	15%	21%	13%	17%	0
Cauciones / Año 5	Supuestos	G7		6%	10%	14%	8%	12%	0
Cauciones / Año 1	Supuestos	C15		10%	17%	23%	14%	20%	0
Cauciones / Año 2	Supuestos	D15		11%	17%	23%	14%	20%	0
Cauciones / Año 3	Supuestos	E15		11%	17%	25%	14%	20%	0
Cauciones / Año 4	Supuestos	F15		10%	17%	24%	14%	20%	0
Cauciones / Año 5	Supuestos	G15		11%	17%	24%	14%	20%	0

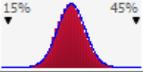
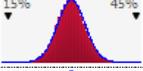
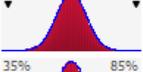
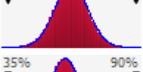
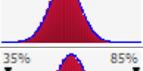
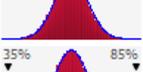
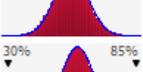
Fuente: Elaboración propia, 2017.

**Gráfico G. Sensibilidad al crecimiento de las PSN y la siniestralidad de crédito interno**

Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Mín	Media	Máx	5%	95%	Errores
Categoría: Crédito interno									
Crédito interno / Año 1	Supuestos	C8		17%	30%	42%	25%	35%	0
Crédito interno / Año 2	Supuestos	D8		19%	30%	42%	25%	35%	0
Crédito interno / Año 3	Supuestos	E8		12%	20%	27%	17%	23%	0
Crédito interno / Año 4	Supuestos	F8		9%	15%	21%	13%	17%	0
Crédito interno / Año 5	Supuestos	G8		9%	15%	21%	13%	17%	0
Crédito interno / Año 1	Supuestos	C16		56%	90%	127%	75%	105%	0
Crédito interno / Año 2	Supuestos	D16		56%	90%	125%	75%	105%	0
Crédito interno / Año 3	Supuestos	E16		56%	90%	125%	75%	105%	0
Crédito interno / Año 4	Supuestos	F16		55%	90%	126%	75%	105%	0
Crédito interno / Año 5	Supuestos	G16		54%	90%	123%	75%	105%	0

Fuente: Elaboración propia, 2017.

### Gráfico H. Sensibilidad al crecimiento de las PSN y la siniestralidad de crédito a la exportación

Nombre	Hoja de cálculo	Celda	Gráfico	Mín	Media	Máx	5%	95%	Errores
Categoría: Crédito a la exportación									
Crédito a la exportación / Año 1	Supuestos	C9		16%	30%	42%	25%	35%	0
Crédito a la exportación / Año 2	Supuestos	D9		18%	30%	42%	25%	35%	0
Crédito a la exportación / Año 3	Supuestos	E9		12%	20%	28%	17%	23%	0
Crédito a la exportación / Año 4	Supuestos	F9		9%	15%	21%	13%	17%	0
Crédito a la exportación / Año 5	Supuestos	G9		9%	15%	21%	13%	17%	0
Crédito a la exportación / Año 1	Supuestos	C17		37%	60%	84%	50%	70%	0
Crédito a la exportación / Año 2	Supuestos	D17		37%	60%	85%	50%	70%	0
Crédito a la exportación / Año 3	Supuestos	E17		36%	60%	83%	50%	70%	0
Crédito a la exportación / Año 4	Supuestos	F17		37%	60%	85%	50%	70%	0
Crédito a la exportación / Año 5	Supuestos	G17		35%	60%	82%	50%	70%	0

Fuente: Elaboración propia, 2017.

## Anexo 21. Situación financiera, estado de resultados y flujo de efectivo

### Situación financiera

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>17.630.445</b>	<b>24.828.482</b>	<b>35.028.733</b>	<b>47.518.426</b>	<b>48.781.210</b>	<b>65.865.347</b>	<b>82.946.848</b>	<b>103.202.818</b>	<b>126.770.887</b>	<b>153.548.150</b>
Caja y Bancos	6.051.445	4.208.828	5.060.103	12.342.633	11.652.650	14.054.184	17.963.287	26.105.633	37.590.489	53.001.155
Inversiones Financieras (neto)	5.652.981	9.632.831	13.925.582	17.554.503	22.388.171	28.993.460	36.903.655	43.931.995	50.912.199	57.447.263
Cuentas por Cobrar por Operaciones de Seguros (neto) menos: Cargas aplicadas sobre pólizas	3.595.776	6.554.399	11.458.884	7.805.403	7.735.248	13.965.348	17.259.554	20.174.226	23.200.360	25.969.915
Cuentas por Cobrar Sujetas a Riesgo Crediticio (neto)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar a Reaseguradores y Coaseguradores (neto)	1.274.076	2.459.924	177.975	26.573	1.233.799	437.774	594.071	704.932	810.671	921.753
Activo por reservas técnicas a cargo de reaseguradores	218.128	756.835	1.970.157	5.470.453	2.661.886	3.546.521	4.597.812	5.458.875	6.277.706	7.141.996
Cuentas por Cobrar Diversas (neto)	777.678	959.787	1.998.055	2.542.892	2.293.946	3.948.465	4.487.089	5.504.288	6.458.163	7.378.449
Cuentas por Cobrar por Productos Financieros Derivados para Negociación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar por Productos Financieros Derivados con Fines de Cobertura	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Cobrar por Macrocoberturas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Pagados por Adelantado	60.361	255.878	437.977	1.775.969	815.510	919.595	1.141.380	1.322.869	1.521.299	1.687.617
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>6.041.589</b>	<b>7.979.343</b>	<b>13.947.357</b>	<b>14.609.369</b>	<b>19.402.397</b>	<b>24.907.167</b>	<b>31.215.211</b>	<b>36.794.347</b>	<b>42.354.496</b>	<b>47.530.670</b>
Activo por reservas técnicas a cargo de reaseguradores	2.390.464	3.508.102	4.739.772	4.315.257	4.361.665	5.861.522	7.254.431	8.499.999	9.777.265	10.967.712
Inversiones (neto)	3.360.993	3.665.498	8.184.864	7.961.661	10.500.396	14.496.730	18.451.827	21.965.998	25.456.100	28.723.632
Inversiones en Inmuebles (neto)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inmuebles, Muebles y Equipos (neto)	183.670	386.657	374.258	841.926	1.058.138	1.305.637	1.500.637	1.643.137	1.733.137	1.808.137
Otros Activos	106.462	419.086	648.463	1.490.525	3.482.198	3.243.278	4.008.316	4.685.213	5.387.994	6.031.189
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>23.672.034</b>	<b>32.807.825</b>	<b>48.976.090</b>	<b>62.127.795</b>	<b>68.183.607</b>	<b>90.772.515</b>	<b>114.162.059</b>	<b>139.997.165</b>	<b>169.125.383</b>	<b>201.078.820</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>5.940.243</b>	<b>6.926.987</b>	<b>10.313.462</b>	<b>13.609.957</b>	<b>6.845.997</b>	<b>12.283.641</b>	<b>15.567.080</b>	<b>18.351.412</b>	<b>21.104.124</b>	<b>23.834.531</b>
Tributos, Participaciones y Cuentas por Pagar Diversas	2.593.739	1.599.841	2.361.276	3.081.107	2.145.000	2.702.732	3.340.264	3.904.344	4.489.995	5.025.991
Cuentas por Pagar por Productos Financieros Derivados para Negociación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar por Productos Financieros Derivados con Fines de Cobertura	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar por Macrocoberturas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones Financieras	0	0	70.918	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar a Intermediarios y Auxiliares	337.213	495.166	754.859	634.536	778.827	972.983	1.202.495	1.405.564	1.616.398	1.809.357
Cuentas por Pagar a Asegurados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por Pagar a Reaseguradores y Coaseguradores (neto)	2.736.631	3.885.936	4.546.480	2.659.205	387.745	1.978.913	2.430.280	2.838.000	3.263.701	3.649.657
Reservas Técnicas por Siniestros	272.660	946.044	2.579.929	7.235.109	3.534.425	6.629.012	8.594.041	10.203.504	11.734.030	13.349.526
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>5.840.615</b>	<b>7.747.549</b>	<b>11.290.246</b>	<b>8.937.855</b>	<b>9.070.351</b>	<b>13.087.495</b>	<b>16.207.336</b>	<b>18.984.972</b>	<b>21.836.953</b>	<b>24.490.464</b>
Obligaciones Financieras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas Técnicas por Siniestros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas Técnicas por Primas	3.959.161	5.920.039	8.639.673	7.524.264	7.678.101	10.956.117	13.559.684	15.887.849	18.275.261	20.500.396
Otras Provisiones (neto)	90.219	201.083	310.507	381.166	481.046	621.628	768.261	897.999	1.032.699	1.155.978
Ganancias Diferidas	1.791.235	1.626.427	2.340.066	1.032.425	911.204	1.509.750	1.879.391	2.199.124	2.528.993	2.834.090
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>11.780.858</b>	<b>14.674.536</b>	<b>21.603.708</b>	<b>22.547.812</b>	<b>15.916.348</b>	<b>25.371.135</b>	<b>31.774.415</b>	<b>37.336.385</b>	<b>42.941.077</b>	<b>48.324.995</b>
<b>PATRIMONIO</b>										
Capital Social	8.109.276	12.022.276	17.249.276	25.538.276	36.812.276	47.916.022	59.735.702	75.023.340	93.269.163	114.440.336
Capital Adicional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Excedente de Revaluación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultados no realizados	40.534	-51.271	-66.562	0	0	0	0	0	0	0
Reservas	0	362.856	943.727	1.865.662	3.118.630	4.352.380	5.665.677	7.364.304	9.391.617	11.743.970
Ajustes al patrimonio	0	-59.713	-31.556	-350.923	-1.144	0	0	0	0	0
Resultado del Ejercicio	3.741.366	5.859.141	9.277.497	12.526.968	12.337.497	13.132.977	16.986.265	20.273.136	23.523.526	26.569.519
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>11.891.176</b>	<b>18.133.289</b>	<b>27.372.382</b>	<b>39.579.983</b>	<b>52.267.259</b>	<b>65.401.379</b>	<b>82.387.644</b>	<b>102.660.780</b>	<b>126.184.306</b>	<b>152.753.825</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>23.672.034</b>	<b>32.807.825</b>	<b>48.976.090</b>	<b>62.127.795</b>	<b>68.183.607</b>	<b>90.772.515</b>	<b>114.162.059</b>	<b>139.997.165</b>	<b>169.125.383</b>	<b>201.078.820</b>

Fuente: Elaboración propia, 2017.

**Estado de resultados**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>PRIMAS GANADAS NETAS</b>	<b>5.706.637</b>	<b>8.351.808</b>	<b>11.920.505</b>	<b>14.852.376</b>	<b>20.454.607</b>	<b>25.014.413</b>	<b>31.159.474</b>	<b>36.449.101</b>	<b>41.912.231</b>	<b>46.961.532</b>
Total Primas Netas del Ejercicio	12.498.586	18.965.252	25.330.149	36.141.046	43.434.463	53.737.595	66.455.948	77.654.656	89.294.384	99.938.469
Primas de Seguros Netas	13.520.547	20.687.824	27.821.695	34.508.404	43.802.122	54.054.634	66.805.273	78.086.877	89.799.908	100.519.821
Reaseguro Aceptado Neto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ajuste de Reservas Técnicas de Primas	-1.021.961	-1.722.571	-2.491.546	1.632.642	-367.659	-317.039	-349.325	-432.220	-505.524	-581.352
Total Primas Cedidas Netas del Ejercicio	-6.791.948	-10.613.444	-13.409.643	-21.288.670	-22.979.855	-28.723.182	-35.296.474	-41.205.555	-47.382.154	-52.976.936
Primas Cedidas Netas	-7.301.369	-11.602.108	-14.521.587	-20.524.832	-23.213.179	-28.892.137	-35.482.087	-41.434.807	-47.650.027	-53.284.991
Ajuste de Reservas Técnicas Primas Cedidas	509.420	988.663	1.111.943	-763.838	233.323	168.955	185.613	229.251	267.874	308.055
<b>SINIESTROS INCURRIDOS NETOS</b>	<b>-637.430</b>	<b>-1.006.276</b>	<b>-1.478.519</b>	<b>-2.341.892</b>	<b>-4.201.855</b>	<b>-6.838.793</b>	<b>-7.981.724</b>	<b>-9.489.692</b>	<b>-10.913.146</b>	<b>-12.433.239</b>
Siniestros de Primas de Seguros Netas	-3.690.002	-6.023.694	-6.802.660	-12.622.029	-17.560.938	-21.431.261	-27.784.101	-32.987.415	-37.935.527	-43.158.343
Siniestros de Reaseguro Aceptado Neto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Siniestros de Primas Cedidas Netas	2.999.438	4.932.024	5.233.663	10.005.457	13.242.151	14.592.468	19.802.377	23.497.723	27.022.381	30.725.104
Recuperos y Salvamentos	53.133	85.393	90.477	274.680	116.932	0	0	0	0	0
<b>AJUSTE DE RESERVAS PARA RIESGOS CATASTRÓFICOS / EXCESO D</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>RESULTADO TÉCNICO BRUTO</b>	<b>5.069.207</b>	<b>7.345.532</b>	<b>10.441.986</b>	<b>12.510.483</b>	<b>16.252.752</b>	<b>18.175.619</b>	<b>23.177.750</b>	<b>26.959.409</b>	<b>30.999.085</b>	<b>34.528.293</b>
<b>Comisiones Netas</b>	<b>-1.069.790</b>	<b>-1.300.859</b>	<b>-1.768.764</b>	<b>-2.604.024</b>	<b>-3.159.503</b>	<b>-3.678.378</b>	<b>-4.565.521</b>	<b>-5.291.475</b>	<b>-6.085.196</b>	<b>-6.750.469</b>
Comisiones sobre Primas de Seguros Netas	-1.069.790	-1.300.859	-1.768.764	-2.604.024	-3.159.503	-3.678.378	-4.565.521	-5.291.475	-6.085.196	-6.750.469
Comisiones sobre Reaseguro Aceptado Neto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Comisiones sobre Primas Cedidas Netas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ingresos (Egresos) Diversos</b>	<b>3.467.842</b>	<b>4.628.509</b>	<b>7.312.100</b>	<b>9.023.786</b>	<b>7.569.745</b>	<b>7.286.614</b>	<b>10.304.414</b>	<b>12.115.763</b>	<b>13.933.127</b>	<b>15.693.087</b>
Ingresos Técnicos Diversos	4.108.318	5.768.399	8.947.283	11.264.177	9.642.532	11.454.455	14.635.010	17.208.506	19.789.781	22.290.736
Gastos Técnicos Diversos	-640.476	-1.139.889	-1.635.183	-2.240.391	-2.072.787	-4.167.841	-4.330.596	-5.092.743	-5.856.654	-6.597.649
<b>RESULTADO TÉCNICO</b>	<b>7.467.258</b>	<b>10.673.181</b>	<b>15.985.322</b>	<b>18.930.245</b>	<b>20.662.994</b>	<b>21.783.855</b>	<b>28.916.643</b>	<b>33.783.697</b>	<b>38.847.016</b>	<b>43.470.912</b>
<b>Resultado de inversiones</b>	<b>1.853.834</b>	<b>2.786.921</b>	<b>4.395.548</b>	<b>6.772.165</b>	<b>6.138.772</b>	<b>9.277.048</b>	<b>10.542.562</b>	<b>12.932.506</b>	<b>15.173.666</b>	<b>17.335.908</b>
Ingreso de inversiones	2.804.406	5.259.148	8.090.849	6.923.635	6.508.236	11.093.754	12.607.091	15.465.053	18.145.094	20.730.764
Gastos de Inversiones y financieros	-950.572	-2.472.227	-3.695.300	-151.471	-369.463	-1.816.706	-2.064.529	-2.532.547	-2.971.429	-3.394.856
<b>Gastos de Administración</b>	<b>-3.927.124</b>	<b>-5.010.150</b>	<b>-7.019.301</b>	<b>-8.249.889</b>	<b>-9.661.423</b>	<b>-12.432.566</b>	<b>-15.365.213</b>	<b>-17.959.982</b>	<b>-20.653.979</b>	<b>-23.119.559</b>
<b>RESULTADO DE OPERACIÓN</b>	<b>5.393.968</b>	<b>8.449.953</b>	<b>13.361.568</b>	<b>17.452.521</b>	<b>17.140.343</b>	<b>18.628.337</b>	<b>24.093.992</b>	<b>28.756.221</b>	<b>33.366.703</b>	<b>37.687.261</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>5.393.968</b>	<b>8.449.953</b>	<b>13.361.568</b>	<b>17.452.521</b>	<b>17.140.343</b>	<b>18.628.337</b>	<b>24.093.992</b>	<b>28.756.221</b>	<b>33.366.703</b>	<b>37.687.261</b>
Impuesto a la renta	-1.652.602	-2.590.811	-4.084.071	-4.925.553	-4.802.846	-5.495.359	-7.107.728	-8.483.085	-9.843.177	-11.117.742
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>3.741.365</b>	<b>5.859.141</b>	<b>9.277.497</b>	<b>12.526.968</b>	<b>12.337.497</b>	<b>13.132.977</b>	<b>16.986.265</b>	<b>20.273.136</b>	<b>23.523.526</b>	<b>26.569.519</b>

Fuente: Elaboración propia, 2017.

**Flujo de efectivo**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2.018	2019	2020	2021
<b>Utilidad neta</b>	<b>3.741.365</b>	<b>5.859.141</b>	<b>9.277.497</b>	<b>12.526.968</b>	<b>12.337.497</b>	<b>13.132.977</b>	<b>16.986.265</b>	<b>20.273.136</b>	<b>23.523.526</b>	<b>26.569.519</b>
Variación en reservas técnicas por primas	512.541	1.960.877	2.719.634	-1.115.409	2.915.995	3.278.016	2.603.567	2.328.165	2.387.412	2.225.135
Variación en depreciación	47.291	46.044	64.991	87.408	214.515	52.500	105.000	157.500	210.000	225.000
Variación en ganancias diferidas	-16.928	-256.039	-232.258	-237.101	-121.221	598.546	369.641	319.733	329.869	305.097
Variación en otros pasivos	867.554	-164.808	713.639	-1.307.641	142.293	141.727	146.632	129.738	134.700	123.279
Variación en otros activos	-312.588	372.252	927.775	-89.642	36.773	-2.145.574	-3.209.237	-2.783.528	-2.798.879	-2.697.932
<b>(Aumento) disminución de activos corrientes</b>	<b>-2.510.796</b>	<b>-7.309.070</b>	<b>-8.550.258</b>	<b>1.692.486</b>	<b>-4.194.800</b>	<b>-7.192.678</b>	<b>-4.210.913</b>	<b>-4.224.220</b>	<b>-4.284.178</b>	<b>-3.967.242</b>
Variación en cuentas por cobrar por oper. de seguros	-1.839.250	-3.604.969	-5.804.103	3.423.756	383.162	-6.230.100	-3.294.206	-2.914.672	-3.026.134	-2.769.556
Variación en cuentas por cobrar a reaseg. y coaseg.	-1.266.998	-1.185.848	2.281.949	151.402	-1.207.226	796.025	-156.297	-110.860	-105.740	-111.082
Variación en cuentas por cobrar diversas	91.326	-175.041	-1.038.269	-544.837	248.946	-1.654.519	-538.624	-1.017.200	-953.875	-920.286
Variación en gastos pagados por adelantado	504.126	-2.343.212	-3.989.835	-1.337.835	-3.619.682	-104.085	-221.786	-181.488	-198.430	-166.318
<b>Aumento (disminución) de pasivos corrientes</b>	<b>2.681.321</b>	<b>2.238.279</b>	<b>4.721.367</b>	<b>-223.676</b>	<b>-4.080.867</b>	<b>5.437.646</b>	<b>3.283.439</b>	<b>2.784.333</b>	<b>2.752.712</b>	<b>2.730.406</b>
Variación en tributos, particip. y ctas. por pagar diversas	1.755.519	1.913.984	4.678.799	204.523	1.746.985	557.732	637.532	564.080	585.652	535.996
Variación en cuentas por pagar a intermediarios y auxiliares	152.490	157.953	259.693	-120.323	144.291	194.157	229.512	203.069	210.835	192.958
Variación en cuentas por pagar a reaseg. y coaseg.	761.941	1.149.304	660.544	-1.887.275	-2.271.460	1.591.169	451.366	407.721	425.700	385.956
Variación en reservas técnicas por siniestros (corriente)	11.371	-982.962	-877.669	1.579.399	-3.700.683	3.094.587	1.965.029	1.609.463	1.530.526	1.615.496
<b>Flujos de efectivo netos de actividades de operación</b>	<b>5.009.760</b>	<b>2.746.676</b>	<b>9.642.387</b>	<b>11.333.393</b>	<b>7.250.185</b>	<b>13.303.160</b>	<b>16.074.394</b>	<b>18.984.858</b>	<b>22.255.161</b>	<b>25.513.262</b>
Variación en inversiones financieras	-4.183.941	-2.379.355	-8.812.117	-3.405.718	-7.372.402	-6.605.290	-7.910.194	-7.028.341	-6.980.204	-6.535.064
Variación en inversiones (no corriente)	-46.856	-302.755	-49.913	-551.258	-417.014	-3.996.335	-3.955.097	-3.514.170	-3.490.102	-3.267.532
Adquisición de activo fijo	-45.421	-2.183	0	-22.969	-150.752	-300.000	-300.000	-300.000	-300.000	-300.000
<b>Efectivo neto proveniente de las actividades de inversión</b>	<b>-4.276.218</b>	<b>-2.684.293</b>	<b>-8.862.030</b>	<b>-3.979.945</b>	<b>-7.940.168</b>	<b>-10.901.625</b>	<b>-12.165.292</b>	<b>-10.842.511</b>	<b>-10.770.306</b>	<b>-10.102.596</b>
(Disminución) aumento de obligaciones financieras	0	0	70.918	-70.918	0	0	0	0	0	0
<b>Efectivo neto proveniente de las actividades de financiamier</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>70.918</b>	<b>-70.918</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Aumento (disminución) neto de efectivo y equivalente de ef</b>	<b>733.543</b>	<b>62.383</b>	<b>851.275</b>	<b>7.282.530</b>	<b>-689.983</b>	<b>2.401.534</b>	<b>3.909.103</b>	<b>8.142.346</b>	<b>11.484.855</b>	<b>15.410.667</b>
<b>Menos dividendos pagados</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Saldo Efectivo y Equivalente de Efectivo al Inicio del Período	3.412.902	4.146.445	4.208.828	5.060.103	12.342.633	11.652.650	14.054.184	17.963.287	26.105.633	37.590.489
<b>SALDO DE EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO</b>	<b>4.146.445</b>	<b>4.208.828</b>	<b>5.060.103</b>	<b>12.342.633</b>	<b>11.652.650</b>	<b>14.054.184</b>	<b>17.963.287</b>	<b>26.105.633</b>	<b>37.590.489</b>	<b>53.001.155</b>

Fuente: Elaboración propia, 2017.

## **Nota biográfica**

### **Jorge Luis Frisancho Aldave**

Nació en Lima, el 12 de abril de 1986. Bachiller en Economía por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Cuenta con un Diplomado en Finanzas Corporativas por la Universidad del Pacífico.

Tiene más de siete años de experiencia en regulación del sistema de seguros y del Sistema Privado de Pensiones (SPP). Actualmente, desempeña el cargo de analista I en el Departamento de Análisis de los Sistemas Asegurador y Previsional de la Gerencia de Estudios Económicos de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

### **Aarón Guido Israel Mendoza Bernardo Cabrera**

Nació en Lima, el 13 de diciembre de 1983. Bachiller en Ingeniería Industrial por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Cuenta con diplomaturas en Gerencia de Proyectos y Calidad por la Pontificia Universidad Católica del Perú, y Finanzas Corporativas por la Universidad del Pacífico.

Tiene diez años de experiencia en control de gestión y operaciones. Actualmente desempeña el cargo de gerente adjunto de Planificación de Saldos y Proyectos en la Gerencia de Gestión del Efectivo del Banco de Crédito del Perú SAA.

### **Fernando Iván Valdez Solís**

Nació en Callao, el 4 de marzo de 1985. Economista por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Cuenta con diplomaturas en Finanzas por la Universidad Nacional del Ingeniería y Finanzas Corporativas por la Universidad del Pacífico.

Tiene tres años de experiencia en finanzas y costos. Actualmente desempeña el cargo de especialista en Gestión de Base de Datos en la Oficina de Becas de Postgrado del Programa Nacional de Becas y Crédito Educativo.