



**“VALORACIÓN DE AFP INTEGRAL EN EL MARCO DE LA
ADJUDICACIÓN DE LA LICITACIÓN DE NUEVOS AFILIADOS”**

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

Presentado por

Sra. Ana Gabriela Maycock Pérez

Sr. Toshio Alexis Leandro Kato

Sr. Max Antonio Ramos Cortez

2019

Dedicamos este trabajo a nuestros padres, familiares y esposos, por su motivación y aliento, y por sentirse orgullosos de nuestro esfuerzo y empeño.

Resumen ejecutivo

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo estimar la valoración de AFP Integra en el marco de la adjudicación de la licitación de nuevos afiliados, la administradora de fondo de pensiones (AFP) líder del Sistema Privado de Pensiones (SPP) por más de 25 años. AFP Integra S.A., una sociedad anónima peruana, y desde el 2011 el accionista mayoritario es el Grupo Sura, de capitales colombianos; es el grupo número uno en pensiones de Latinoamérica.

Para realizar la valorización se tomó como base que recientemente AFP Integra se ha adjudicado la cuarta licitación de nuevos afiliados durante los próximos 2 años, con expectativas de afiliación de 800 mil nuevos clientes y el rejuvenecimiento de la cartera de 43 a 38 años, con impacto positivo en el valor de la compañía y la sostenibilidad del negocio a largo plazo. Además, se tomaron los estados financieros auditados al cierre 2018 e información pública desde el año 2013, con los informes anuales e información de su portal corporativo.

Los principales factores para proyectar los flujos de caja de la compañía fueron no extender la proyección más de cinco años, debido principalmente a variables relevantes como un proyecto de ley para reformar el SPP propuesto por el gobierno y la propuesta con la que ganó la subasta, el adelanto de la eliminación del cobro sobre remuneración que se tenía previsto, el componente por flujo desaparecerá hacia el 2023; con eso se conformó un nuevo esquema de comisiones.

La metodología utilizada para esta valorización es la de flujos de caja descontados. A partir del análisis realizado se estima que el valor fundamental de la acción es de S/ 6,626.32 que se compara únicamente con el valor contable de la misma que asciende a S/ 100,00 se aprecia que el múltiplo es de 66 veces. Además, se estructuró adicionalmente dos tasas de descuento mostrando una determinación del valor de la acción más cercano a la realizada, que permitirá a los analistas del mercado obtener criterios para establecer el valor promedio de la acción.

El factor riesgo que puede afectar el valor de la compañía está compuesto principalmente por variables relevantes como proponer un proyecto de ley para reformar el sistema de pensiones – propuesto por el gobierno de turno o el próximo– y la posibilidad de que en las próximas elecciones presidenciales quien acceda al gobierno radicalice las reformas del SPP ya sea por medidas populares o por estrategia política. Es importante señalar la predominante volatilidad del mercado (la desaceleración de China, la guerra comercial y la subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED)).

Índice de contenidos

Índice de tablas.....	vi
Índice de gráficos.....	vii
Índice de anexos.....	viii
Capítulo I. Introducción	1
Capítulo II. Descripción y análisis del Sistema Privado de Pensiones.....	2
1. Sistema Privado de Pensiones en Latinoamérica y la adopción del sistema en el Perú	2
2. Sistema de licitaciones para los nuevos afiliados a AFP en Perú.....	4
Capítulo III. Descripción de la compañía	7
1. Líneas de servicio.....	7
1.1. Las comisiones provenientes de los aportes obligatorios de los afiliados.....	7
1.2. Las comisiones por administración de aportes voluntarios con fin previsional y aportes voluntarios sin fin previsional	8
2. Licitación de Afiliados	8
3. Análisis de la cadena de valor	11
4. Análisis FODA.....	11
Capítulo IV. Análisis del entorno.....	13
1. Análisis de Porter	13
2. Posición competitiva y participación de mercado.....	14
Capítulo V. Posicionamiento y factores organizacionales	15
1. Misión, visión y valores	15
1.1. Misión	15
1.2. Visión	15
1.3. Valores	15
2. Propuesta de valor	15
3. Ventaja competitiva.....	16

Capítulo VI. Análisis financiero.....	17
1. Análisis de las finanzas operativas.....	17
2. Análisis de ratios financieros	18
3. Necesidades operativas de fondos y fondo de maniobra.....	19
4. Análisis Dupont.....	20
5. Política de dividendos	20
6. Características de la inversión y apalancamiento.....	21
6.1. La inversión en activo fijo.....	21
6.2. Apalancamiento.....	23
Capítulo VII. Valorización	24
1. Metodología de valoración elegida y justificación.....	24
2. Supuestos de las proyecciones	24
3. Estimación de ingresos.....	25
4. Costo de Capital	25
5. Tasa de descuento	25
6. Determinación de los flujos de caja	26
7. Valorización por múltiplos.....	28
Capítulo VIII. Análisis de riesgos	31
1. Mapeo de riesgos.....	31
2. Análisis de sensibilidad.....	31
Conclusiones y recomendaciones	33
Bibliografía	35
Anexos	39

Índice de tablas

Tabla 1.	Tipos de comisiones y ofertas en los procesos de licitaciones	6
Tabla 2.	Tasa y comisiones que provienen de los Aportes Obligatorios de los afiliados	7
Tabla 3.	Ventas históricas de la compañía (en miles de soles)	8
Tabla 4.	Matriz MAFE	12
Tabla 5.	Evolución de los márgenes de AFP Integra.....	18
Tabla 6.	Análisis Dupont histórico	20
Tabla 7.	Evolución del dividendo repartido (en miles de soles).....	21
Tabla 8.	Inversiones en activos de AFP Integra	23
Tabla 9.	Cálculo del Costo promedio ponderado de capital (WACC)	26
Tabla 10.	Flujos de caja descontados en un horizonte de diez años y para la perpetuidad en miles de soles.....	27
Tabla 11.	Resumen de variables relevantes para la estimación del valor de la acción	28
Tabla 12.	Resumen de múltiplos de empresas comparables.....	29
Tabla 13.	Relación de Metodologías de valorizaciones y comentario.....	30
Tabla 14.	Análisis de sensibilidad del valor de la acción de AFP Integra.....	32

Índice de gráficos

Gráfico 1.	Evolución de los Afiliados y Cotizantes del SPP (en miles)	4
Gráfico 2.	Evolución de las Comisiones Mixtas ganadoras en las licitaciones	5
Gráfico 3.	Proyección de número y participación de mercado de Afiliados y Cotizantes al 2021	9
Gráfico 4.	Comparativo de la edad promedio de Afiliados.	10
Gráfico 5.	Proyección de la RIA Acumulada al 2021 (en miles de soles).....	11
Gráfico 6.	Fuerzas competitivas del sector de AFP en el Perú.....	13
Gráfico 7.	Fondo de maniobra vs. necesidades operativas de fondos (en miles de soles).....	19
Gráfico 8.	Evolución de la inversión en activo fijo en miles de soles	22
Gráfico 9.	Relación de metodologías de valorizaciones	29
Gráfico 10.	Matriz de riesgos	31

Índice de anexos

Anexo 1.	Hechos relevantes, gobierno corporativo, responsabilidad social, organigrama y accionariado.....	40
Anexo 2.	Cadena de valor de AFP Integra.....	41
Anexo 3.	Identificación de los principales competidores.....	42
Anexo 4.	Valorización de las fuerzas competitivas según Porter	43
Anexo 5.	Matriz Canvas.....	44
Anexo 6.	Licitación de Afiliados	45
Anexo 7.	Detalle de esquemas de comisiones SPP y Oferta de Licitación en Chile	48
Anexo 8.	Indicadores de negocio de SPP.....	48
Anexo 9.	Estados Financieros a diciembre 2018 (en miles de soles).....	49
Anexo 10.	Análisis de Benchmark del SPP	51
Anexo 11.	Evolución de Ingresos Comisiones.....	52
Anexo 12.	Supuestos de las proyecciones.....	54
Anexo 13.	Entrevista con CFO	58
Anexo 14.	Metodología para el cálculo de la tasa de descuento	59
Anexo 15.	Metodología de cálculo de la valorización	64
Anexo 16.	Resumen de AFP's aplicando la metodología de valorización.....	65
Anexo 17.	Estado de Resultado y Estado de Situación Financiera proyectados.....	66
Anexo 18.	Análisis de sensibilidad a través de la simulación de Montecarlo.....	67
Anexo 19.	Glosario de términos.....	68
Anexo 20.	Exposición a riesgos identificados	69
Anexo 21.	Características de SPP en Latinoamérica.	70
Anexo 22.	Análisis de consistencia (en miles de soles).....	73

Capítulo I. Introducción

El objetivo de esta investigación es estimar el valor de la acción de AFP Integra al cierre del 2018, sobre la base de la adjudicación de la licitación de nuevos afiliados; esta adjudicación de la licitación le permitirá a AFP Integra consolidarse en el liderazgo del mercado.

El desarrollo de este trabajo abarca una breve descripción de la historia del SPP en Latinoamérica y la adopción del sistema en el Perú, y la conformación del sistema de licitaciones para los nuevos afiliados de la AFP en el Perú y con una perspectiva del comportamiento en el mercado chileno de las AFP, que es detallada en el segundo capítulo. En el tercer capítulo se presenta la descripción del negocio de AFP Integra, sus líneas de servicio, su propuesta agresiva al adjudicarse la licitación de afiliados y su impacto positivo, el análisis de la cadena de valor y la descripción del análisis estratégico con la herramienta FODA.

En el cuarto capítulo se recoge un análisis sobre el entorno y posicionamiento, en el cual se ha considerado el análisis de Porter y las principales métricas del sector. En el quinto capítulo se desarrolla el posicionamiento y los factores organizacionales, así como el análisis de las ventajas competitivas que posee.

En los capítulos VI y VII se desarrollan el análisis financiero con la evolución histórica de sus principales indicadores y ratios financieros, además de los sustentos de las estimaciones, así como la determinación de la tasa de descuento utilizado en la valorización de la acción. Para este trabajo se utilizó información secundaria de diversas fuentes y sobre todo información relevante con la entrevista del CFO César Chang. Asimismo, se explican las razones por las que otros métodos de valorización han sido descartados; aparte se estiman dos tasas de descuento, la primera con datos de betas comparables de AFP chilenas y la segunda con el beta de la base de datos disponible por Damodaran.

Luego, en el capítulo VIII se han mapeado los principales riesgos asociados a la empresa y se han sensibilizado los resultados con la probabilidad ponderada de ocurrencia en cada caso. Finalmente, se presentan las conclusiones y recomendaciones para los inversionistas sobre el valor de la acción de AFP Integra.

Capítulo II. Descripción y análisis del SPP

1. El SPP en Latinoamérica y la adopción del sistema en el Perú

El SPP nació en Chile en 1981. Está basado en un régimen de ahorro y capitalización individual. A diciembre de 2018, el SPP a nivel de Latinoamérica¹ cerró con más de 101 millones de afiliados y tan solo 39 millones son cotizantes. Por otro lado, el total de activos administrados (AUM por sus siglas en inglés) por Aportes Obligatorio asciende a US\$ 545.875 millones y la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR por sus siglas en inglés) entre los años 2013 y a diciembre 2018 fue de +3,06 %². Actualmente, Chile concentra el 35 % del total de los fondos; Colombia, un 13 %; y Perú, el 8 %. Las altas tasas de trabajo informal en Perú (Organización Internacional del Trabajo [OIT] 2016) pueden explicar la participación relativamente menor en AUM Aportes Obligatorios (que cubren a los trabajadores formales) en comparación con otros países. Es importante señalar la predominante volatilidad del mercado (la desaceleración de China, la guerra comercial y la subida de tasas de interés por parte de la FED) y la disminución del precio de los commodities conllevó para la región y en Perú una disminución en el 2018 respecto al 2017 en el AUM Total³ de -2,5 % y -4,7 %, respectivamente.

Sin embargo, es importante mencionar el AUM Total registrado al cierre del año 2018 asciende a US\$ 558.834 millones y el AUM Aportes Obligatorio con US\$ 545.875 millones, mostrando la poca participación en el mercado AUM Aportes Voluntario a nivel de Latinoamérica. Cabe destacar la cobertura de cotizantes/PEA⁴ muestra a Perú con 17 %, implicando un aumento de 2,3 puntos porcentuales con respecto a 2017, el conjunto de países de Latinoamérica registró un aumento de 3 %, mientras que Chile⁵ con 2,3 % en el indicador pero su cobertura es de 66 puntos porcentuales en 2018 y Colombia muestra un aumento de 12 % en el indicador; es

¹ Información otorgada por la Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP), además, desde diciembre 2008 entro en vigencia la Ley Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y elimina el régimen de capitalización; por lo tanto la información de argentina es omitida; y en el anexo 21 se describe las características del SPP en Latinoamérica.

² El cálculo excluye a argentina de los fondos administrados de la FIAP desde 2005.

³ Es importante recalcar el rendimiento de las inversiones de los fondos de pensiones debe verse en un horizonte de largo plazo, porque los beneficios de los fondos se pagarán en igual plazo.

⁴ Cobertura de afiliados/PEA tiende naturalmente a crecer, el concepto de afiliados incluye: afiliados que hacen aportes, los que no hacen aportes (desempleo, emigración, etc.) y personas inactivas que no forman parte de la PEA. Por ello el indicador más representativo de la cobertura es la razón cotizante/PEA.

⁵ La sobre-cobertura (mayor número de afiliados que la PEA (afiliados/PEA)) del SPP de Chile en los últimos años ha aumentado llegando a 118 % en 2018, unas de las razones es la afiliación de las mujeres; estas presentaron un número de afiliadas mayor a la fuerza laboral femenina, entre 15 y 35 años; además se refleja estadísticamente que las mujeres se retiran en el periodo de lactancia. Este comportamiento de sobre cobertura también se replica en los hombres en los rangos de edad de 15 y 35 años. De tal manera, la cobertura previsional debe ser medida de los Cotizantes/PEA.

importante precisar que una baja cobertura⁶ es una de las principales causas de los escasos ingresos en la edad de retiro. Además, los fondos invertidos en el sector estatal local⁷, Perú se mantiene en 23 %, porque un excesivo financiamiento del sector estatal va en contra de la maximización de la rentabilidad para los afiliados del sistema, en comparación con Chile con mejor resultado en el indicador.

En los primeros años de la década de 1990, se admitió en el Perú el SPP. Desde entonces, el SPP ha sido protagonista de muchos cambios, ha estado en la mira de reformas legales y ha ocupado un importante párrafo en los discursos presidenciales. Fundamentalmente, los cuestionamientos sobre su funcionamiento giran en torno a los aspectos socioeconómicos, políticos y empresariales que proponen beneficiar a los siete millones de afiliados⁸. Las instituciones que lo conforman están reguladas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

En el Perú, el SPP coexiste con el Sistema Nacional de Pensiones⁹ (SNP). Todos los aportes forman parte de un fondo que se utiliza para pagar las pensiones de quienes se encuentran en etapa de jubilación. Al cierre de 2018, el SPP está conformado por cuatro administradoras de fondos (ver anexo 3) que son propiedad de algún grupo financiero que participa en otros negocios del sector financiero.

El SPP opera bajo un régimen financiero de cuentas individuales de capitalización (CIC), que se constituye de los aportes de los afiliados y la rentabilidad que obtienen las inversiones de los fondos. Los afiliados son propietarios de sus cuentas, de cuyos saldos se obtendrá una pensión al término de su vida laboral. En gráfico 1 se muestra la tendencia de los afiliados y cotizantes desde 2013 a diciembre de 2018, actualmente cuenta con 7.018.669 de afiliados y solo el 44 % de cotizantes aporta al SPP.

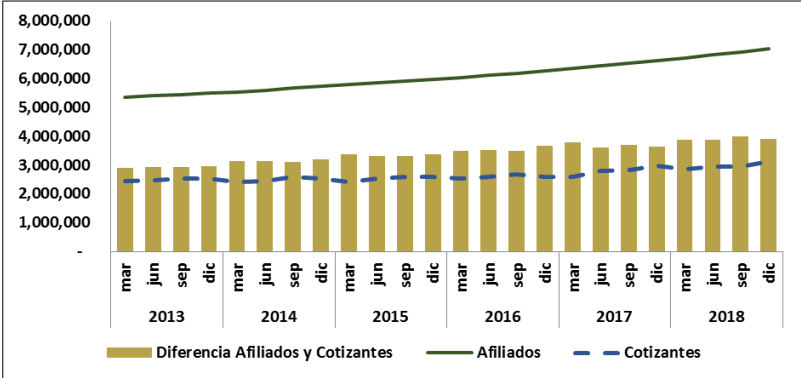
⁶ El comportamiento y la evolución de la cobertura de los sistemas de pensiones depende de numerosas y diversas variables como: las transformaciones del mercado laboral, diseño institucional de nuevos SPP, crisis económica, participación por género en el mercado laboral (desagregarlo por sexo, edad y región de residencia del afiliado, relación de dependencia, etc.), automarginación de ciertos grupos (los de menores ingresos) y reformas sociales generan cambios importantes en el comportamiento de la cobertura previsional; además se debe considerar otros factores determinantes como la escasa cultura de ahorro y previsional de la población, y poco conocimiento financieros básicos que no les permite entender el comportamiento del sistema.

⁷ Corresponde a la inversión de instrumentos de renta fija emitidos por organismos del Estado, gobierno y los bancos centrales.

⁸ Según el “Informe Mensual del SPP” de la SBS a diciembre de 2018.

⁹ Esquema de pensiones basado en el reparto.

Gráfico 1. Evolución de los afiliados y cotizantes del SPP (en miles)¹⁰



Fuente: FIAP. Elaboración propia 2019

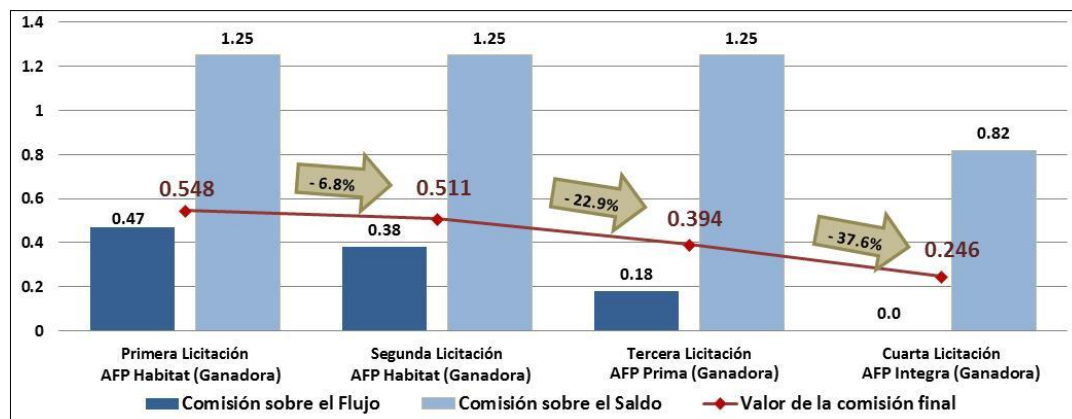
2. Sistema de licitaciones para los nuevos afiliados a AFP en Perú

Para lograr la reducción de las comisiones en cualquiera de los dos componentes de la comisión mixta: por flujo (porcentaje de remuneración) y por saldo (porcentaje del fondo de pensiones), y alentar la competencia entre las AFP, la SBS promulgó la Ley de Reforma del Sistema Privado de Pensiones, Ley N° 29903¹¹. En esta ley, además de otras reformas, se establece la convocatoria a una licitación cada dos años, desde 2012. Así, mediante una subasta se pide a las AFP ofrezcan la comisión más baja y la AFP ganadora del concurso de la licitación aplicará y mantendrá por un periodo de dos años la comisión mixta ofrecida.

¹⁰ Afiliado es todo aquel que posee un contrato con una AFP y cotizante que durante un periodo determinado realiza una contribución obligatoria al fondo de pensiones.

¹¹ Medida impulsada por Chile por la Ley N° 20.255 (marzo 2008) conocida como “reforma previsional” y la primera licitación se llevó a cabo en el año 2010 (AFP Modelo fue la ganadora) y está detallado en el anexo 7.

Gráfico 2. Evolución de las comisiones mixtas ganadoras en las licitaciones



Fuente: SBS, Diario Gestión. Elaboración propia 2019

Desde el 2013, año en que empezó a aplicar la rebaja de comisiones de un valor de la comisión final de 0,548 % de la primera licitación a 0,246 % en la licitación vigente y además AFP Integra fue la ganadora, se observa que la competencia ha beneficiado a los afiliados, ya que la AFP que se adjudique la licitación tendría que ser más eficiente¹² (ahorro de costos). Por otro lado, la comisión por saldo casi tiene el mismo nivel (ver gráfico 2) y dicho componente es más relevante para los ingresos que la comisión sobre el flujo (que tenía previsto desaparecer en el 2023). Además, la licitación está dentro de una concentración de mercado y podría haber cartel o colusión.

En la tabla 1 se observan las ofertas realizadas, comisiones vigentes y los resultados de los cuatro procesos de licitación realizados. Respecto de la licitación 1, antes del proceso el sistema de comisiones era por sueldo o por flujo¹³ y luego de la reforma los nuevos y antiguos tenían que decidir por el sistema comisiones vigente¹⁴. La simple competencia no ha tenido efectos significativos en la reducción de la comisión sobre el saldo para las cuatro AFP y, además, se aprecia que Profuturo AFP no se presentó a la subasta en las últimas licitaciones y podría ocurrir que el mecanismo de licitaciones cumpla un ciclo en que la comisión se acerque al costo

¹² La AFP chilena Planvital no era sostenible mantener el cobro de una menor comisión a sus afiliados, ya que repercutió en los resultados financieros y anuncio en enero de 2018 una restructuración de sus comisiones: un aumento a 1,16 % de la comisión por depósito (desde la actual de 0,41 %) y una reducción 0,61 % en la comisión por administración de cuentas de APV y Ahorro Voluntario, es decir, un aumento de casi 3 veces en el precio de cuentas de capitalización. Se haría efectiva en 1 de agosto de 2018 y las medidas represento una pérdida de 19.644 afiliados en traspasos en el mes hacia otra AFP.

¹³ Los tipos de comisiones por sueldo o por flujo de las AFP antes de la Licitación 1 está detallado en el anexo 7

¹⁴ Las personas que se hayan afiliado a una AFP antes del 1 de febrero del 2013 tienen que decidir si quieren seguir pagando la comisión por sueldo (por flujo) o si quieren pasar a la comisión por saldo (comisión mixta) y los nuevos afiliados automáticamente se les aplicará la comisión mixta (dentro de 10 años será solamente por saldo).

mínimo de administración y en la siguiente licitación no postule ninguna AFP y se declare desierta¹⁵.

Tabla 1. Tipos de comisiones y ofertas en los procesos de licitaciones

	Licitación 1		Licitación 2				Licitación 3				Licitación 4			
	(Junio 2013 - Junio 2015)		(Junio 2015 - Junio 2017)				(Junio 2017 - Junio 2019)				(Junio 2019 - Junio 2021)			
	Oferta		ene-15		Oferta		ene-17		Oferta		ene-19		Oferta	
	Flujo	Saldo	Flujo	Saldo	Flujo	Saldo	Flujo	Saldo	Flujo	Saldo	Flujo	Saldo	Flujo	Saldo
Habitat	0.47	1.25	0.47	1.25	0.38	1.25	0.38	1.25	0.240	1.10	0.38	1.25	0.00	0.90
Profuturo	0.74	1.00	1.49	1.20	-	-	1.46	1.20	-	-	1.07	1.20	-	-
Integra	0.88	1.00	1.45	1.20	-	-	1.23	1.20	0.20	1.20	0.90	1.20	0.00	0.82
Prima	1.05	1.50	1.51	1.25	-	-	1.19	1.25	0.18	1.25	0.18	1.25	0.00	1.00
Horizonte	1.35	1.40												
AFP Ganadora	Habitat		Habitat				Prima				Integra			

Fuente: SBS, Diario Gestión. Elaboración propia 2019

¹⁵ En el proceso de participación de AFP en la licitación 5 realizada en Chile en el 2018 se declaró desierta y el número de participantes disminuyó en cada licitación (ver anexo 7) de 4 en 2010 a solo 1 en 2016 y ninguno en 2018, aparentemente las AFP que no ganan la licitación no parecen sentirse presionados para reducir sus tarifas. A raíz de esto, la Superintendencia de Pensiones asignará a los nuevos afiliados a la administradora que cobre la menor comisión; la AFP Modelo desde el 1 de agosto de 2018 se quedará con los nuevos afiliados del sistema por contar con la comisión más baja del mercado (0,77 %).

Capítulo III. Descripción de la compañía

AFP Integra es una administradora de fondos de pensiones constituida de conformidad con el Texto Único Ordenado (TUO), aprobado por el Decreto Legislativo (DL) N° 25897, con domicilio fiscal en Lima. Se constituye en mayo de 1993 y en junio de ese mismo año empieza a operar bajo la supervisión de la SBS. Durante los primeros años administró un único fondo de pensiones para posteriormente, en 2003, mediante la Ley N° 27988, encontrarse facultada a administrar más de un fondo con diferentes niveles de riesgo. Los ingresos de la compañía dependen de las comisiones de administración. La gestión del negocio se concentra en la generación de utilidades: en una coyuntura donde la desaceleración de la formalización del empleo arriesga los ingresos por comisiones y hay un permanente esfuerzo por la reducción de los costos.

En el anexo 1 se exponen detalladamente los hechos relevantes, el gobierno corporativo, la responsabilidad social, el organigrama y la estructura del accionariado.

1. Líneas de servicio

1.1. Las comisiones provenientes de los aportes obligatorios de los afiliados

Las comisiones por la administración han ido variando con los años, debido a los cambios en las regulaciones de las AFP. Así, AFP Integra tiene, en su estructura de ingresos, hasta tres tipos de comisiones provenientes de los aportes obligatorios de los afiliados:

Tabla 2. Tasa y comisiones que provienen de los aportes obligatorios de los afiliados¹⁶

Tasa de administración de aportes obligatorio		Actualmente del 10 % del sueldo bruto de los afiliados ¹⁷
Comisión por flujo pura	Comisión por flujo mixta	Comisión por saldo mixta
Actualmente 1,55 % del sueldo del afiliado.	En promedio es 0,90 % del sueldo.	Se toma en cuenta el porcentaje fijo del 0,45 % del sueldo como cobro adicional. En promedio, se cobra 1,20 % del sueldo ¹⁸ .

Fuente: Memoria Anual 2018 – AFP Integra. Elaboración propia 2019

¹⁶ La definición de las comisiones que provienen de los aportes voluntarios descritos en el presente capítulo se encuentra en el anexo 19, y en el anexo 7 se muestra el esquema de comisiones de las AFP.

¹⁷ Según lo establecido en el artículo 30 de la ley vigente, Ley N° 29903: Reforma del Sistema Privado de Pensiones (julio 2012), y ver el anexo 7 el esquema de comisiones las AFP este ingreso depende fuertemente de la política o reformas del sistema previsional del país.

¹⁸ Mecanismo impulsado por el Gobierno, pues protege el patrimonio del afiliado y garantiza la compensación justa.

Los cambios en la regulación han establecido que, a partir de febrero de 2023, todas las AFP deberán migrar a un único cálculo de cobro, el comprendido en la comisión por saldo mixta. Los mencionados anteriormente dejarán de estar en vigencia.

1.2. Las comisiones por administración de aportes voluntarios con fin previsional y aportes voluntarios sin fin previsional¹⁹

El cobro de la comisión se realiza de manera escalonada, en función de los rendimientos que tenga el fondo. Los porcentajes de cobro están entre 1,47 % y 1,69 %. En promedio, AFP Integra ha cobrado el 1,55 % del valor total de los fondos administrados. A continuación, se muestra una tabla histórica de las ventas de la compañía que diferencia las líneas de negocios.

Tabla 3. Ventas históricas de la compañía (en miles de soles)²⁰

	2014	2015	2016	2017	2018
Ingreso Comisiones Obligatorio	S/ 417,333.00	S/ 428,229.00	S/ 435,240.00	S/ 422,602.00	S/ 449,173.00
Ingreso Comisiones Voluntario	S/ 2,035.00	S/ 2,988.00	S/ 3,656.00	S/ 6,392.00	S/ 12,053.00
Ingreso Totaltes	S/ 419,368.00	S/ 431,217.00	S/ 438,896.00	S/ 428,994.00	S/ 461,226.00
Crecimiento		2.83%	1.78%	-2.26%	7.51%
Números de Afilados	2,033,292	2,016,467	2,005,476	2,002,911	2,008,747
Cotizantes	933,324	891,847	830,508	808,931	820,504
% de Cotización	46%	44%	41%	40%	40%

Fuente: SBS Informes financieros de las AFP. Elaboración propia 2019

2. Licitación de afiliados²¹

AFP Integra, con una propuesta agresiva, al adjudicarse la cuarta licitación podrá asegurar, por un lado, en un periodo de 2 años, conformar una cartera de aproximadamente 800 mil afiliados²² (estos afiliados, así como los más de 2 millones que actualmente tiene la empresa, tendrán una comisión sobre el saldo de 0,82 % anual) y, por otro, la incorporación de afiliados nuevos de

¹⁹ La definición de las comisiones por administración de aportes voluntarios con fin previsional y aportes voluntarios sin fin previsional descritos en el presente capítulo se encuentra en el anexo 19.

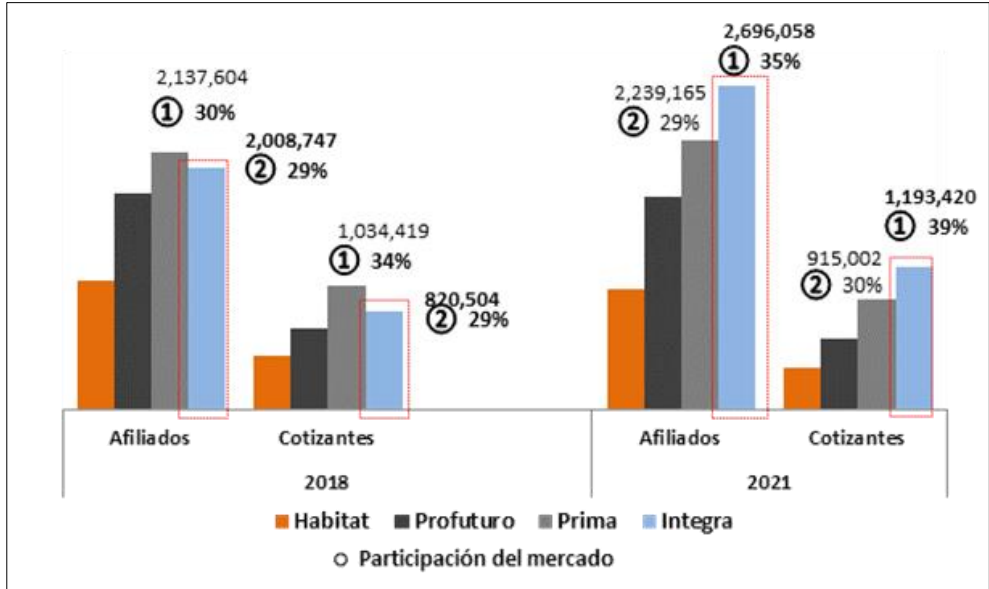
²⁰ En el anexo 11 se observa detalladamente la evolución de ingreso de comisiones de AFP Integra y del SPP.

²¹ Sobre las bases de la licitación de nuevos afiliados, Ley N° 29903, en los alcances estipula “[...] los que deseen participar la cuarta licitación de servicio de administración de las cuentas individuales de capitalización de los trabajadores que se incorporen al SPPP [...]”.

²² Por contar información de la evolución del # nuevos afiliados en las licitaciones desde junio 2013 hasta febrero del 2019, se hizo un corte de 21 meses para efecto del análisis para cada periodo de la licitación. Considerando lo anterior, las cifras del total de nuevos afiliados por licitación muestran un crecimiento sostenido de 23 % llegando a 31 %, y alcanzando un nivel de 34.785 nuevos afiliados promedio mensual en la vigente licitación. En el anexo 6 se describen las características y la evolución de las licitaciones de afiliados.

baja edad²³ (se destaca un notable crecimiento en los tres componente de rango de edades en este esquema de licitaciones pero principalmente los menores de 25 años) y una escala relevante de nuevos afiliados por tipo de trabajador²⁴ (entre ambas mediciones se observa un aumento importante, en esta etapa de las licitaciones, en el trabajo como dependientes llegando a tener más de 708 mil afiliados y una destacable reducción de trabajadores como independientes en 21 mil). Sin embargo, parte apreciable de la brecha entre afiliados y cotizantes²⁵ se origina por trabajadores que prácticamente han abandonado el sistema previsional y dejaron de aportar por un tiempo. Por ello se el análisis se realizará sobre la base de las cifras de cotizantes.

Gráfico 3. Proyección de número y participación de mercado de afiliados y cotizantes al 2021²⁶



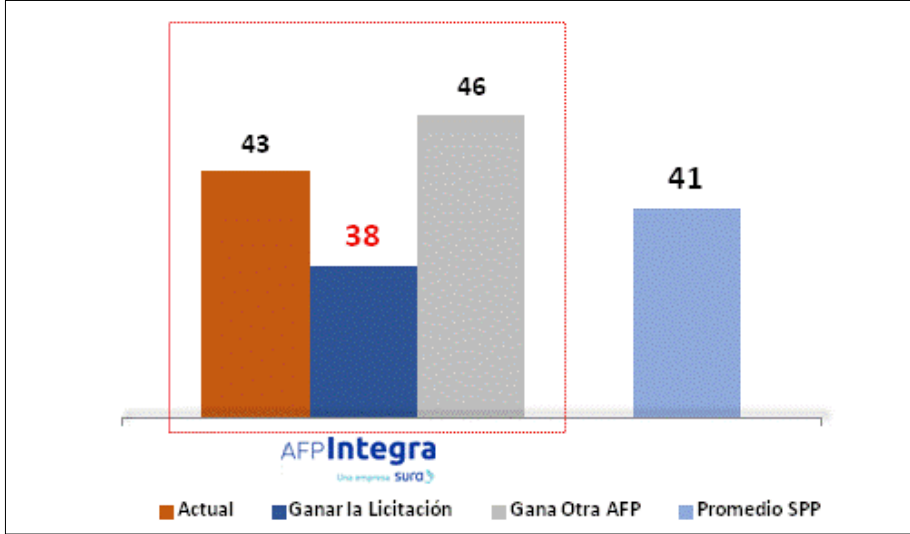
Fuente: AFP Integra. Elaboración propia 2019

La importancia de que AFP Integra gane la cuarta licitación es reducir la edad promedio de su actual cartera de afiliados de 43 años a menos de 38 años (ver gráfico 4 y anexo 6), además de

²³ Menor a 25 años en las últimas 3 licitaciones concentra 64 % en promedio.
²⁴ Por tipo de trabajador (independiente y dependiente) la de mayor concentración en estas licitaciones es en el trabajo como dependiente llegando promediar 91 %.
²⁵ En el anexo 8 se observa detalladamente la evolución de cotizantes del SPP vs. ONP, además de los números de afiliados del SPP 2018 vs. 2017.
²⁶ La proyección de afiliados y cotizantes de AFP Integra se basa en un comportamiento futuro de variables en un escenario conservador, el que no puede ser proyectado con certeza como la posibilidad de que el Gobierno dé una orientación distinta a las reformas en curso (REJA, jubilación y entre otros) y que afecte negativamente al esquema regulatorio de la AFP, presiones políticas que se tenga reducir las comisiones cobradas o se modifique el número de sueldo afecta a las retenciones de la empresa; las demás consideraciones están detalladas en el anexo 12.

que estén por debajo de la edad promedio del sector (41 años). Así, se lograría el rejuvenecimiento de la cartera con un impacto positivo en el valor de la compañía y la sostenibilidad del negocio en el largo plazo. Es importante resaltar que AFP Integra tendrá el precio más competitivo; esto permitirá traspasar la mayor cantidad de afiliados posibles que se beneficiarán con la menor comisión del mercado, y el crecimiento del ingreso proveniente de los nuevos afiliados será inicialmente pequeño.

Gráfico 4. Comparativo de la edad promedio de afiliados

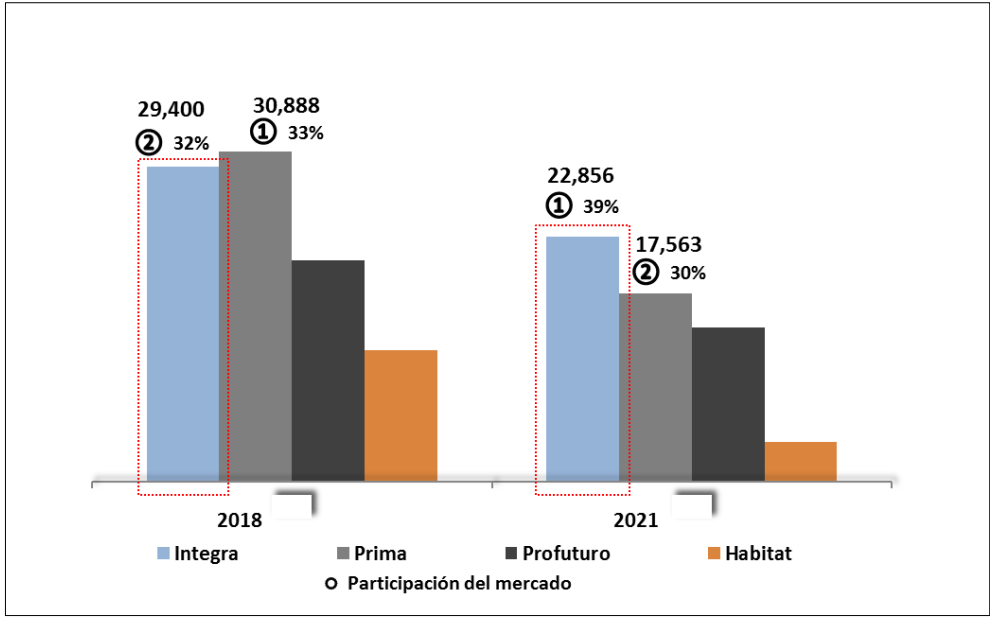


Fuente: AFP Integra. Elaboración propia 2019

Respecto de la RIA, en el 2018, AFP Integra concentraba el 32 % del SPP liderado por AFP Prima. En perspectiva, la proyección de la empresa cerrará el cuarto periodo de licitaciones con 39 % de concentración y pasará a ser líder del SPP; varios factores influyen sobre esta expectativa y están relacionados principalmente con el crecimiento del empleo formal y los salarios. Es importante resaltar que en junio de 2019 se empezará la menor comisión mixta²⁷, con la que ganó la cuarta licitación de afiliados y se reflejará en la reducción de la RIA, por el componente por flujo será cero, es decir, AFP Integra no hará cobro sobre el sueldo.

²⁷ La comisión mixta tiene dos componentes: cobro por flujo (porcentaje de la remuneración mensual) y un cobro anual sobre el saldo (porcentaje del fondo de pensiones acumulado).

Gráfico 5. Proyección de la RIA acumulada al 2021²⁸ (en miles de soles)



Fuente: AFP Integra. Elaboración propia 2019

3. Análisis de la cadena de valor²⁹

Según Porter (2001), una empresa de servicios genera valor a partir del análisis de su gestión interna y su capacidad para reconocer su ventaja competitiva, con la que alinea sus actividades empresariales para satisfacer una necesidad que ha identificado en sus clientes. AFP Integra ofrece, con su servicio, un intangible de gran valor para los clientes y afiliados, y cada eslabón de su cadena de valor es una evidencia de la alineación de sus objetivos empresariales.

4. Análisis FODA

Se analizan los factores fuertes y débiles que hacen referencia a la situación interna de la compañía, así como su evaluación externa: oportunidades y amenazas.

²⁸ Ver en detalle, en el anexo 6, todos los supuestos tomados para la proyección de la RIA acumulada y, asimismo, la proyección de la RIA acumulada de AFP Integra se tomó como base la proyección de los ingresos.

²⁹ En el anexo 2 se detalla la cadena de valor de AFP Integra para explicaciones y comentarios.

Tabla 4. Matriz MAFE

Matriz MAFE	Fuerzas	Debilidades
	<ol style="list-style-type: none"> 1. Personal con experiencia y altamente calificado 2. Apoyo de la alta dirección al cambio 3. AFP Integra líder en cantidad de afiliados (licitación ganada le permite seguir creciendo) 4. Conocimiento del afiliado 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Estructura de comisiones mal gestionada 2. <i>Core</i> tecnológico en su máxima capacidad 3. Costos de adquisición y administrativos altos
Oportunidades <ol style="list-style-type: none"> 1. Ley 95,5 % 2. Agilidad en los procesos de APV 3. Mayores avances tecnológicos 4. Un gobierno dispuesto a escuchar propuestas 	Estrategias Ofensivas <ol style="list-style-type: none"> 1. Proyecto “Comisión por Desempeño” (F2,O4) 2. Estrategia en agilizar procesos del APV, enfocado a clientes potenciales. (F4,O2) 3. Proyecto Transformación AFP (F4,O2) 	Estrategias Defensivas <ol style="list-style-type: none"> 1. Proyecto <i>Core</i> Compartido (D2,O3) 2. Estrategia en reducción de costos operativos (O3,D3) 3. Proyecto optimizar la venta del APV, AFP Integra (D3,O3)
Amenazas <ol style="list-style-type: none"> 1. Incertidumbres políticas y Económicas 2. Propuestas planteadas por la comisión de protección social 3. Incremento del empleo informal en el país 	Estrategias Adaptativas <ol style="list-style-type: none"> 1. Estrategia foco en el cliente: brindar más información y mejorar la asesoría a los clientes y mercado en general (F4,A1,A2) 	Estrategias Supervivencia <ol style="list-style-type: none"> 1. Proyecto baja en precios (A1,D1) 2. Estrategia de fidelizar a los afiliados

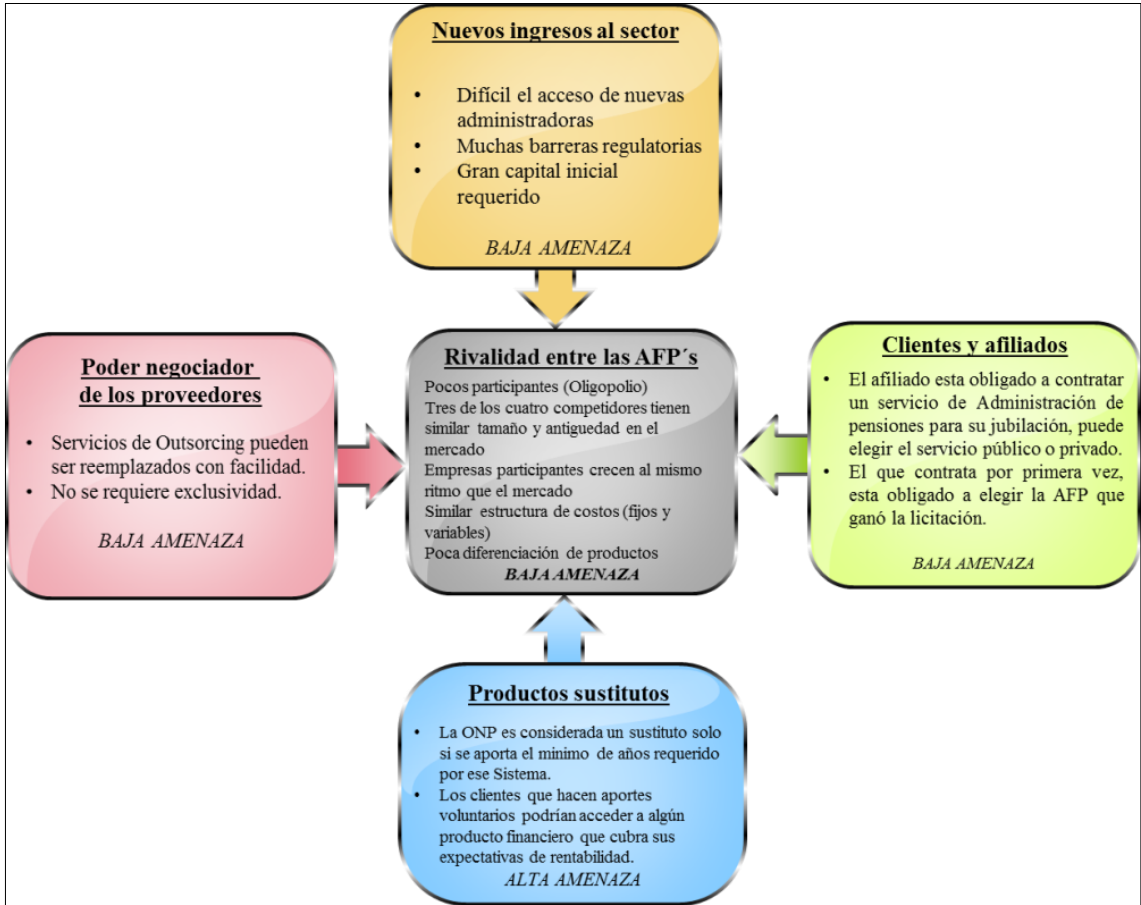
Fuente: Memoria Anual AFP Integra 2018, David 1997. Elaboración propia 2019

Capítulo IV. Análisis del entorno

1. Análisis de Porter

Según Porter (1997), son cinco las fuerzas competitivas que se presentan al hacer un análisis del sector donde se desarrolla la compañía. AFP Integra se caracteriza por encontrarse en un sector que corresponde a un oligopolio: unos cuantos competidores organizan el mercado dejando sin poder negociador a clientes y proveedores (ver anexo 4 para detalle de la valorización de las fuerzas competitivas).

Gráfico 6. Fuerzas competitivas del sector de AFP en el Perú



Fuente: Porter 2015. Elaboración propia 2019

2. Posición competitiva y participación de mercado

AFP Integra es la administradora de fondos líder en cantidad de afiliados. Una de las métricas importantes en el sector es la cantidad total de remuneración de sus afiliados, este indicador es conocido como RIA. En los últimos años se observa que el ritmo de expansión del número de afiliados no ha ido de la mano con el AUM, que en el 2018 fue de S/ 153.413 millones, representando una disminución del fondo de afiliados en S/ 2.833 millones (-1,8 % con respecto al mismo periodo)³⁰. A pesar de que el año 2018 fue desfavorable para el SPP, excepto para AFP Habitat que logró que su cartera administrada aumente, AFP Integra sigue siendo líder en participación de mercado AUM Total con 38 % en comparación con sus competidores; mientras que Prima AFP³¹ ha tenido un crecimiento importante, esto se debe principalmente a que mantiene la actual exclusividad de afiliación de los nuevos ingresantes al SPP.

Una de las métricas importantes en el sector es la cantidad total de remuneración de sus afiliados, este indicador es conocido como RIA³². AFP Integra ha ido perdiendo liderazgo, principalmente porque Prima AFP ganó la última licitación de afiliados³³ fomentando a liderar con un 33 % participación de mercado RIA. Esta es una de las principales estrategias comerciales de las AFP al ganar la licitación, como se demuestra en la evolución de Prima AFP que en los últimos años ha ido ganando terreno en el mercado y ha mejorado su cartera de afiliados.

En el anexo 8 se muestra el detalle de los indicadores de negocio del SPP.

³⁰ Fueron afectados por el lado de las recaudaciones, han tenido salidas de fondos por la ley del 95,5 % (este beneficio otorga la posibilidad de solicitar la entrega de hasta el 95,5 % del total de la CIC y el 4,5 % restante será transferido directamente por la AFP a Essalud) y el régimen de jubilación anticipada por desempleo (REJA) (permite adelantar la jubilación a quienes tengan un mínimo de 55 años de edad, en situación de desempleo por 12 meses anteriores a la presentación de la solicitud) y, por el otro lado, la turbulencia política local de los primeros meses del año, retrocesos de los mercados emergentes en paralelo con la gradual subida de la tasa de interés en EE.UU. (FED), además de las tensiones comerciales globales y cómo afectaron los precios de los metales y las monedas de la región.

³¹ Prima AFP ganó la tercera licitación realizada en el 2016 (la exclusividad de afiliación es entre junio de 2017 y junio de 2019).

³² Es la suma de todas las remuneraciones de los cotizantes en cada una de las AFP hacen un total de la RIA y muestra la calidad de la cartera que tiene la empresa.

³³ Al tener el menor precio del mercado hace que muchos afiliados migren a esta empresa para pagar una menor comisión.

Capítulo V. Posicionamiento y factores organizacionales

1. Misión, visión y valores

1.1. Misión

AFP Integra tiene como principal misión acompañar a sus clientes en el logro de sus planes de ahorro, jubilación y desempleo, con el compromiso de estar siempre cerca de sus necesidades, comprender sus inquietudes y asesorarlos para garantizar su tranquilidad y confianza.

1.2. Visión

Ser el principal referente de la administración de pensiones y otorgar el mejor servicio, en un sistema de capitalización individual que sea eficiente y justo, que salvaguarde los principios sociales y contribuya al fortalecimiento del SPP.

1.3. Valores

- **Equidad:** Trato justo y por igual a todas las personas con las que se interrelaciona AFP Integra (clientes, empleados, asesores, y comunidad en general).
- **Transparencia:** Las relaciones están basadas en el conocimiento, dentro de los límites de la ley y la reserva empresarial.
- **Respeto:** Referido al cumplimiento de las normas y de los contratos pactados con los accionistas, colaboradores, clientes y el público en general. Para AFP Integra es importante tener presente sus puntos de vista, necesidades y opiniones, lo que implica reconocer al otro y aceptarlo tal como es.
- **Responsabilidad:** Es la firme intención de cumplir con todos los compromisos para con la sociedad, clientes, proveedores, accionistas y comunidad en general.

2. Propuesta de valor

El modelo Canvas, según Osterwalder *et al.* (2005), es una herramienta conceptual que contiene diversos elementos que demuestran la lógica y sostenibilidad del negocio. La matriz muestra el relacionamiento entre ellos y permite identificar las variables clave que determinan la estrategia y eficiencia de AFP Integra (ver anexo 5). Su propuesta de valor es ofrecer la mayor seguridad y

confianza en la administración de fondos destinados a la vejez de sus afiliados, con la cercanía y transparencia que le permiten conocer sus expectativas, anticiparse a sus necesidades y lograr relaciones duraderas.

3. Ventaja competitiva

Según Michael Porter (1985), el concepto de valor de una empresa se relaciona con su capacidad para generar beneficios en el largo plazo y su posición relativa dentro del mercado. AFP Integra ha mostrado crecimientos sostenidos en su historia y una posición de liderazgo en el mercado. Relacionando este desempeño con las tres estrategias genéricas que sostiene Porter: liderazgo en costos, en diferenciación y foco en el segmento, AFP Integra compite con una diferenciación en su servicio; tiene como principal ventaja competitiva, los canales de comunicación y conocimiento de sus afiliados y clientes, que se sostienen en el diseño y explotación de un canal digital que no tiene ninguna otra AFP y que le otorga dinamismo y fluidez en sus relaciones.

Capítulo VI. Análisis financiero

1. Análisis de las finanzas operativas

Los resultados financieros muestran, al cierre de 2018, un total de Activos de S/ 1.424 MM, - 2 % en comparación al año 2017 (ver en el anexo 9 los estados financieros de AFP Integra). A diciembre de 2018, el activo corriente, sus valores negociables corresponde el 17 % (S/ 248 MM), que son los valores negociables correspondientes a inversiones en fondos mutuos. El activo no corriente representa el 80 % del activo total, el encaje legal (ver aportes efectuados a los fondos para asegurar una rentabilidad mínima de los mismos, y demás en el anexo 19) corresponde el 38 % y finalmente los activos intangibles con 38 % (S/ 547 MM), debido a que tales activos son la base del negocio.

Las cuentas del pasivo alcanzaron un nivel de S/ 240 MM, -4 % en comparación al mismo periodo del año anterior. El pasivo corriente representa el 43 % del total de pasivos. Las principales cuentas son: otras cuentas por pagar con S/ 60 MM y el no corriente, en los pasivos por impuestos a la renta diferido con S/ 108 MM.

Los ingresos muestran un significativo incremento en el 2013, explicado por el número de afiliados transferidos en la adquisición de AFP Horizonte. Es importante mencionar que los ingresos provienen de dos fuentes: las comisiones provenientes de los aportes obligatorios de los afiliados y las comisiones por administración de aportes voluntarios. A diciembre de 2018, los ingresos por comisiones han alcanzado los S/ 462 MM, (+ 8 % en comparación al mismo periodo 2017) y alcanzó una participación de mercado en términos de ingresos de 36 %.

La mayor fuente de ingresos proviene de las comisiones (ver en el anexo 11 la evolución de ingresos de comisiones, y en el anexo 7, el esquema de comisiones de las AFP) que se cobran solo como un porcentaje del sueldo de los afiliados, comisión por flujo pura equivalente a 1,55 % siendo unas de las más bajas del sistema (promedio SPP = 1,60 %). La comisión por flujo mixta estará vigente solo por 10 años más³⁴. En ese sentido, tiene lógica que la comisión por saldo mixta se incremente progresivamente al pasar de los años³⁵.

³⁴ Ya que se creó solo como transición para que los afiliados puedan decidir entre la comisión por flujo pura y la comisión por saldo mixta, y ver anexo 11 el detalle la evolución de ingresos comisiones.

³⁵ Esta premisa es tomada en consideración para las proyecciones que se pondrán más adelante.

A diciembre de 2018, los ingresos por comisiones fueron equivalentes a S/ 230 por cada afiliado activo (ver en el anexo 10, el análisis de los ratios financieros y el *benchmark* de las AFP), lo que demuestra un incremento al ratio de S/ 214 (+7 % en comparación con el mismo periodo del 2017). Las AFP en conjunto registraron, a diciembre de 2018, S/ 185 por cada afiliado activo.

Los márgenes (ver en el anexo 9 los estados financieros de AFP Integra, y en el anexo 10 los ratios financieros) de AFP Integra han mostrado una constante mejora en los últimos años, el crecimiento en el margen operativo registró 52 % en el cierre 2017, similares características se presentan a diciembre de 2018 con 54 %, esto se debe principalmente al incremento de los ingresos como una reducción de gastos de ventas. Asimismo, el EBITDA alcanzó S/ 282 MM (+11 % respecto del mismo periodo 2017) y su margen EBITDA ajustado en 61 % al cierre del 2018, lo cual explica una generación de caja positiva. Es importante mencionar que ambos márgenes de resultados positivos son explicados por la reducción de los gastos de ventas y el incremento de los ingresos por comisiones.

Tabla 5. Evolución de los márgenes de AFP Integra

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Margen Operativo	42%	51%	53%	52%	52%	54%
Margen EBITDA	47%	58%	60%	59%	59%	61%
Margen Neto	29%	40%	41%	36%	37%	39%

Fuente: AFP Integra, SBS. Elaboración propia 2019

2. Análisis de ratios financieros

Al analizar los principales ratios financieros (ver anexo 10), AFP Integra presenta un índice de liquidez superior al promedio en el mercado. Los activos corrientes superan a los pasivos corrientes en una proporción cercana a 2,74 en 2018, determinando una capacidad de afrontar sus obligaciones de corto plazo con los activos corrientes. Además, las empresas comparables del mercado no mantienen uniformidad respecto de este ratio; por ejemplo, Prima, en los últimos años, tiene un ratio por debajo de 1,0 y Hábitat mostró una mejora en el indicador con 1,09 con respecto al cierre de 2017 con 0,63.

En promedio, el ROE es de 14 % entre los años 2013 y 2017, en comparación con Prima, que tiene un crecimiento casi constante que posiblemente puede indicar que tiene una ventaja

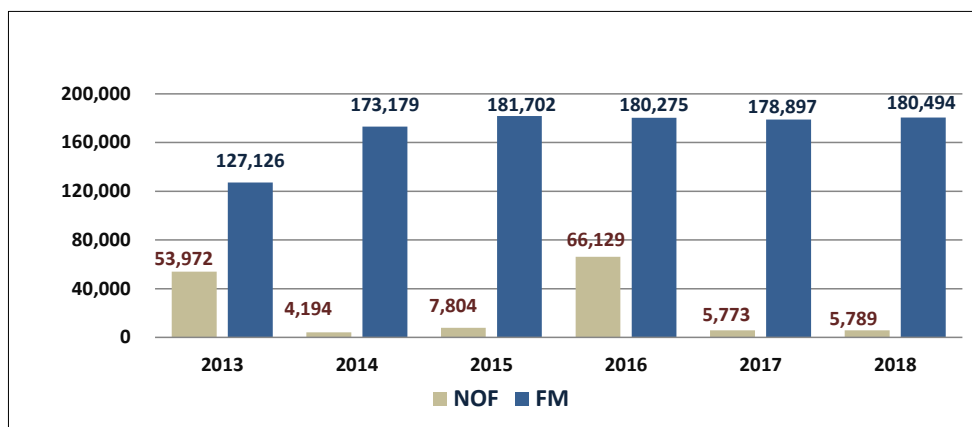
competitiva que le da esos niveles de rentabilidad, llegando a 24 % en 2017 vs. 2018 llegando a registrar 22 %.

Finalmente, se puede afirmar que el efecto apalancamiento es positivo (o amplificador) como se demuestra que el ROE es superior al ROA; su coste medio de la deuda es inferior a la rentabilidad de los activos.

3. Necesidades operativas de fondos y fondo de maniobra

Se observa que en el periodo comprendido desde el 2013 hasta el 2018, el FM ha resultado positivo; se explica que el activo circulante está financiado con pasivos circulantes, no de financiamientos por terceros, porque AFP Integra no registra deuda financiera. Además, la diferencia entre FM y NOF siempre resultó positiva y da lugar a un exceso de tesorería, lo que quiere decir que ha acumulado una mayor liquidez por la mayor eficiencia de generar ingreso y todo activo fijo o inmovilizado es financiado con recursos de carácter permanente, lo que implica un desarrollo normal del ciclo operativo.

Gráfico 7. Fondo de maniobra vs. necesidades operativas de fondos (en miles de soles)³⁶



Fuente: SBS. Elaboración propia 2019

³⁶ La fórmula de NOF: cuentas por cobrar a clientes + cuentas por cobrar a vinculadas + otras cuentas por cobrar + gastos contratados por anticipados - cuentas por pagar - cuentas por a vinculadas. FM: activo corriente - pasivo corriente.

4. Análisis Dupont

A través del análisis de Dupont se puede analizar el desempeño económico de la empresa. Este análisis toma los principales indicadores financieros con el fin de determinar un nivel de eficiencia que la empresa está experimentando usando sus recursos. AFP Integra tiene, en promedio, un margen neto (rentabilidad) de más del 39 %, lo cual se encuentra por encima del promedio del sector (ver en el anexo 10 el detalle del *benchmark* de los ratios de las AFP), excepto AFP Profuturo con un margen de 43 %. Con respecto a la eficiencia en los activos, se puede observar que, en promedio, tiene un ratio de 0,31, el cual no aporta tanto para el Dupont como las demás variables analizadas. Con respecto al ratio de apalancamiento, se puede mencionar que, en promedio, es de 1,20, lo que significa que solo el 20 % del activo fue financiado a través de deuda con terceros. Esto es un ratio bajo comparado con otros del sector, y esto se debe a que la empresa no puede adquirir deuda financiera.

Tabla 6. Análisis Dupont histórico

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dupont	0.11	0.15	0.15	0.13	0.13	0.15
<i>Rentabilidad = Margen Neto = U. Neta / Venta</i>	0.29	0.40	0.41	0.36	0.37	0.39
<i>Rotacion Activo = Venta / Activo Total</i>	0.31	0.30	0.31	0.31	0.29	0.32
<i>Apalancamiento = Activo / Patrimonio</i>	1.22	1.21	1.19	1.19	1.21	1.20

Fuente: Elaboración propia 2019

5. Política de dividendos

Aunque no se cuenta con una política determinada³⁷, AFP Integra reparte a los accionistas del grupo económico un valor constante, y se ha previsto atender la obligación desde la compañía del grupo que tenga los resultados que soporten el pago. Así, si un año los ingresos no son los esperados, se reparten utilidades de las acumuladas en los años anteriores, como se observa en la tabla 7, del 2015 al 2018, *pay-out ratios* de más del 100 %. A continuación, se mostrará una tabla en la que se resume la política de dividendos de los últimos años de AFP Integra.

³⁷ Según la encuesta anual de la SBS a las principales empresas a finales de 2018.

Tabla 7. Evolución del dividendo repartido (en miles de soles)

S/ Millones	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dividendo	80,000	120,000	180,000	180,000	172,000	190,000
Acciones en Circulación	499,550	554,677	554,677	554,677	554,677	554,677
Utilidad Neta	120,159	169,191	177,759	157,595	157,817	180,662
DPS	160.14	216.34	324.51	324.51	310.09	342.54
EPS	240.53	305.03	320.47	284.12	284.52	325.71
Payout Ratio	67%	71%	101%	114%	109%	105%
Retention rate	0.33	0.29	(0.01)	(0.14)	(0.09)	(0.05)

Fuente: SBS. Elaboración propia 2019

6. Características de la inversión y apalancamiento

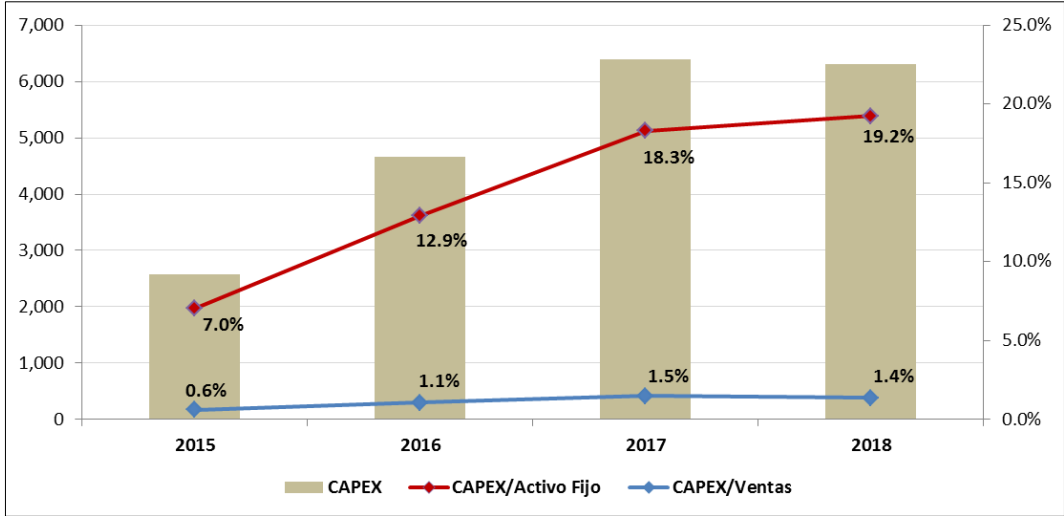
6.1. La inversión en activo fijo

AFP Integra, a lo largo de los últimos años, solo ha realizado inversiones para mantener el activo de la empresa. Estas inversiones se pueden descomponer en activos tecnológicos³⁸ e inversiones en proyectos estratégicos³⁹. En los últimos años y para la proyección, se está impulsando el desarrollo de proyectos estratégicos que soporten la estrategia de la empresa. A continuación, se muestra un cuadro comparativo por año sobre las inversiones en Capex.

³⁸ Se establecieron cuatro frentes de acción: ejecución eficaz del plan de negocios de la compañía, modernización de la plataforma tecnológica y servicio TI para el soporte de digitalización del negocio, potenciar a las unidades del negocio permitiendo acceso oportuno a información relevante, y el incremento de eficiencias manteniendo seguros los activos de información que custodia.

³⁹ En el año 2018, se inició la estructuración del proyecto de afiliación de AFP, para el periodo 2019-2021, con el propósito de brindar una experiencia sin fricción en la afiliación de trabajadores dependientes e independientes.

Gráfico 8. Evolución de la inversión en activo fijo en miles de soles



Fuente: SBS. Elaboración propia 2019

En el 2018, el Capex total fue de S/ 6,3 millones y en promedio el Capex representó el 1,1 % de las ventas en los últimos cuatro años, lo que refleja una política de inversión estable. Además, representó un 14,4 % de los activos fijos y se observa un crecimiento constante en la evolución de la inversión, siendo lo más resaltante la realizada en el periodo 2017-2018. Cabe resaltar con la adjudicación de la licitación 2019 y para poder mantener los márgenes de los últimos años, no se realizará inversiones importantes en los próximos dos años que dure la licitación. Una vez culminado este periodo, seguirá desarrollando el plan de inversiones en activos para darle mayor soporte a la empresa.

A continuación, se mostrará una tabla en la que se muestra los principales proyectos en los que invirtió AFP Integra en 2018.

Tabla 8. Inversiones en activos de AFP Integra

Proyecto	Breve Descripción	Inversión aproximada
Nuevo Core	Se va a ampliar el nuevo Core de Tecnología (AS 400) para poder soportar la afiliación.	S/ 2.5 MM
Plan Cercanía	Desarrollar una estrategia de marketing con Foco en el Cliente	S/ 0.5 MM
Afiliación	Desarrollar el proceso de Afiliación desde nuestras aplicaciones hacia las aplicaciones externas (AFP Net).	S/ 2.0 MM
Front Único de Agencia	Desarrollar un nuevo Front único que converse con todos los aplicativos de la empresa (Trazabilidad).	S/ 0.8 MM
Mejora Disponibilidad del Core AFP	Mejorar el Core para que sea 24/7	S/ 1.3 MM

Fuente: AFP Integra. Elaboración propia 2019

6.2. Apalancamiento

AFP Integra es una empresa solvente y sin deudas⁴⁰, con niveles de liquidez altos⁴¹. La compañía no tiene problemas en el fondo de maniobra, por lo que tiene la capacidad de afrontar compromisos de corto plazo. Actualmente, la empresa solo invierte el Capex de mantenimiento (menos del 2 % de los ingresos), pero esto va a cambiar en los siguientes años, debido a las estrategias que se planea implementar.

⁴⁰ El nivel promedio de apalancamiento en el mercado administradoras de pensiones es casi nulo.

⁴¹ Se recauda todos los meses.

Capítulo VII. Valorización

1. Metodología de valoración elegida y justificación

La presente valoración de AFP Integra se ha realizado bajo el método de flujo de caja descontado o *Discounted Cash Flow Method* (DCF), a través de la determinación de la tasa de descuento del accionista (K_e), el costo promedio ponderado del capital (*Weighted Average Cost of Capital* [WACC]), además en los anexos 12 y 14 (los supuestos y resultados obtenidos en el análisis) se profundiza cada uno de las variables mencionadas.

Cabe precisar que en el 2018 se materializó la adjudicación de la licitación de nuevos afiliados⁴², el rejuvenecimiento de la cartera que permitirá un impacto positivo en valor de la compañía y la sostenibilidad del negocio en el largo plazo, y será una principal premisa en la valoración de AFP Integra, y además por las características específicas del sector en el que se desenvuelve (proyección de afiliados, cotizantes, comisiones variables, rentabilidad de los mercados, penetración del mercado de AFP) y de sus riesgos asociados; la metodología de flujo de caja descontados es más precisa⁴³. Asimismo, es una práctica de valoración y estimación aplicada por las principales analista de mercado que se hicieron a AFP Cuprum S.A. de Chile por KPMG (2014) y en Profuturo AFP de Perú por Summa⁴⁴ (2010). En el anexo 16 se muestra detalladamente las metodologías de valorizaciones realizadas a las AFP por distintas entidades valorizadoras.

2. Supuestos de las proyecciones

A efectos de contar con solidez en la estimación de las cifras asociadas a esta valoración, se ha establecido una serie de supuestos que pretenden dar los alcances sobre los cuales se han cimentado los cálculos y aproximaciones. En el anexo 12 se encuentran las variables consideradas para la proyección de los estados financieros.

⁴² Se espera una afiliación de 800 mil nuevos afiliados.

⁴³ Metodología de flujo de caja se basa en los flujos de caja que genera y en la tasa de descuento apropiada para descontar los flujos.

⁴⁴ La valoración de Profuturo AFP por Summa fue determinada para considerar el precio mínimo a ser tomado en cuenta por Scotia Perú Holdings S.A.

3. Estimación de ingresos

Una parte fundamental en el proceso de valorización de una empresa recae en una correcta proyección de los ingresos (ver anexo 12), ya que es el punto de partida para la estimación de los flujos de caja. En ese sentido, la proyección de venta se realizó sobre la base de las expectativas de las dos principales fuentes de ingresos de AFP Integra: las comisiones provenientes de los aportes obligatorios de los afiliados y las comisiones por administración de aportes voluntarios. Adicionalmente, se consideró una proyección de diez años.

4. Costo de capital (Ke)⁴⁵

Las variables del costo de oportunidad del accionista (Ke) ha sido calculado mediante la metodología del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), desarrollado por William Sharpe (1964). La tasa de descuento utilizada se basa en la metodología Hurdle Rate para el cálculo del valor presente de los flujos, la tasa corporativa de Sura es de 10,16 %⁴⁶.

5. Tasa de descuento

La tasa de descuento es el resultado al aplicar la metodología costo promedio ponderado de capital (WACC)⁴⁷. En la presente valoración, el valor de mercado del patrimonio o costo de capital será similar al WACC para el análisis, debido a que AFP Integra no registra deuda financiera, la cual se define de la siguiente manera:

⁴⁵ Algunas metodologías aceptadas se descartaron; el fundamento, las razones y justificación por utilizar esta tasa con respecto a *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) se explican en el anexo 14.

⁴⁶ Es importante resaltar que la estimación de la tasa se fundamenta principalmente del dato otorgado por el representante de la AFP Integra y es detallado en el anexo 13.

⁴⁷ $WACC = K_e * W_e + K_d * W_d * (1 - t)$

Donde:

Ke: Costo del Capital (Equity)

We: Peso del Capital

Kd: Costo de la Deuda

Wd: Peso de la Deuda

T: Tasa Impositiva

Tabla 9. Cálculo del WACC

<i>Ke</i>	10.16%
<i>We</i>	100.0%
<i>Kd</i>	-
<i>Wd</i>	-
<i>T</i>	33.5%

Ke = WACC	10.16%
------------------	---------------

Fuente: AFP Integra 2018. Elaboración propia 2019

6. Determinación de los flujos de caja⁴⁸

Para realizar la valoración de AFP Integra lo primero que se debe obtener son los flujos de caja de los diez años que se van a proyectar (2019-2028), según Damodaran (2002) y Ohlson y Zhang (1999), el intervalo de duración η periodos (entre cinco y diez años), donde se realiza una proyección detallada del flujo de caja. La consideración de extender a 10 años la proyección establece la posibilidad de presentarse ruidos en las estimaciones a partir del 5to año, principalmente por variables relevantes como proponer proyecto de ley para reformar el sistema de pensiones propuesto por el gobierno de turno o el próximo y la posibilidad de que en las próximas elecciones presidenciales quien acceda al Gobierno radicalice las reformas del SPP, ya sea por medidas populares o por estrategia política, y demás supuestos (ver anexo 12). Asimismo, fijar una tasa de crecimiento de las ventas (g) que se considere adecuada y una tasa de descuento (Ke)⁴⁹. Una vez obtenidos esos datos a través de esta metodología, se sustenta que el valor de una empresa se deriva de su capacidad de generar flujo de caja futuro.

Aplicando la tasa de descuento estimada y mediante el método de descuento de flujos de caja, se determina que AFP Integra presenta la siguiente valoración (ver anexo 15).

⁴⁸ En el anexo 17 se han estimado los estados de resultados y estados de situación financiera para los próximos 5 años, también ver en el anexo 12 se ha analizado el tratamiento para las partidas más significativas.

⁴⁹ En la valoración de AFP Integra como no registra deuda financiera, el Ke será similar al WACC.

Tabla 10. Flujos de caja descontados en un horizonte de diez años y para la perpetuidad en miles de soles

	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E
EBIT*(1-T)	135,391,813	131,134,382	147,704,192	154,378,325	159,605,390	163,495,386
D&A	22,206,169	22,236,586	18,876,370	16,028,079	15,312,419	16,749,639
Variación NOF	-4,704,604	-4,717,128	-4,728,123	-4,750,791	-4,812,493	-4,857,556
CAPEX	-5,829,566	-5,646,254	-6,359,701	-8,862,758	-9,162,841	-12,905,974
Flujo de caja para la firma	147,063,811	143,007,585	155,492,738	156,792,854	160,942,475	162,481,495

	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	Perpetuidad
EBIT*(1-T)	167,444,438	171,209,563	173,525,559	174,382,192	174,382,192
D&A	17,045,935	17,328,431	17,502,199	17,566,472	17,566,472
Variación NOF	-4,890,743	-4,931,392	-4,957,075	-4,986,216	-4,986,216
CAPEX	-13,217,704	-14,743,543	-14,942,983	-15,016,751	-17,566,472
Flujo de caja para la firma	166,381,927	168,863,059	171,127,701	171,945,697	169,395,976

Leyenda: NOF: Necesidades operativas de fondos; FCFE: *Free Cash Flow to Equity* (flujo de caja libre para los Accionista)

Fuente: Elaboración propia 2019

Según Pablo Fernández (2008), en caso de que la empresa no tenga deuda financiera, el flujo de caja libre (FCF por sus siglas en inglés) será idéntico al flujo de caja accionista (FCFE por sus siglas en inglés).

Es importante mencionar que Damodaran (2009) defendió el cálculo del valor terminal usado en la metodología flujo de caja descontado (DCF por sus siglas en inglés) de tres maneras: (1) por el valor esperado de liquidación de cada uno de los activos del negocio, (2) por los múltiplos del mercado y (3) por el crecimiento a perpetuidad y estabilizado. Un componente a resaltar es que la empresa no puede crecer más allá de la tasa de crecimiento de la economía en la cual opera la empresa, sobre todo se precisa que la tasa de crecimiento estable a un nivel menor o igual a la tasa de crecimiento de la economía no es solo un método consistente, sino que también asegura que la tasa de crecimiento será menor a la tasa de descuento⁵⁰; además, menciona que si se descuenta con K_e entonces se usa FCFE para la valoración.

Finalmente, en la presenta valoración de AFP Integra se consideró una tasa de crecimiento de largo plazo de 3 %, no lejos de las expectativas de crecimiento de la economía global que se encuentra a 3,5 % en promedio y 3 % para largo plazo según consenso del mercado; por ello se usó esta variable para la valorización y en los análisis de sensibilidades.

Los resultados de la valorización de AFP Integra se muestran en la siguiente tabla.

⁵⁰ Según Damodaran (2009), esto se debe a la relación entre la tasa sin riesgo que se a en la tasa de descuento y la tasa de crecimiento de la economía.

Tabla 11. Resumen de variables relevantes para la estimación del valor de la acción

Valorización expresada en Miles de Soles		Pesos
Valor presente Flujos de Caja 2019 - 2028	S/ 963,610	28%
Valor presente de la Perpetuidad	S/ 2,436,842	72%
Valor de la Empresa	S/ 3,400,451	
Caja 2018	S/ 26,994	
Inversiones Financieras CP 2018	S/ 248,021	
Inversiones Financieras LP 2018	S/ -	
Deuda Financiera	S/ -	
Equity Value	S/ 3,675,466	
Tasa de Descuento	10.16%	
Crecimiento perpetuo	3.0%	
Numero de Acciones	554,677	
Valor por Acción	S/ 6,626.32	

Fuente: Elaboración propia 2019

Se concluye con los análisis y cálculos, que la acción es muy atractiva, debido a que el valor por acción obtenido es 66 veces mayor que el valor en libros de S/ 100,00. En el anexo 17 se encuentra la proyección de los estados financieros, y en el anexo 22 se presenta el análisis de consistencia.

7. Valorización por múltiplos

Mediante la valorización por múltiplos se seleccionaron tres empresas comparables AFP chilenas⁵¹, cabe indicar que las compañías comparables son públicas y de esta manera se obtuvieron los múltiplos de AFP Hábitat, AFP Cuprum y AFP Provida.

En el anexo 14 se explica de manera detallada las limitaciones de usar múltiplo de transacción para AFP Horizonte.

⁵¹ Por tener características parecidas: mercado, ubicación geográfica y riesgo; además que sea de mercados emergentes y de capitalización bursátil cercana. Por el contrario, el caso de las empresas comparables que operan en mercado peruano no tiene frecuencia de negociación o rotación de la acción, por lo que no se cuenta con la información para emplear este método.

Tabla 12. Resumen de múltiplos de empresas comparables

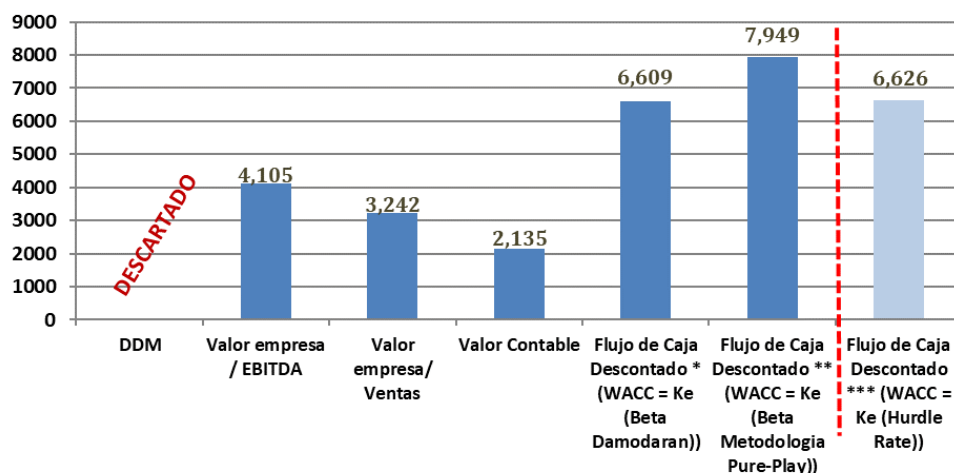
Compañías	Mkt Cap	Margen EBITDA (%)	Valor empresa / EBITDA	Valor empresa/ Ventas
<i>AFP Habitat</i>	937,400	60.30	8.06	3.92
<i>AFP CUPRUM</i>	676,824	57.35	7.93	3.89
<i>AFP Provida</i>	1,049,700	52.39	8.53	3.75
<i>Mediana</i>			8.06	3.89
<i>Max</i>			7.93	3.89
<i>Min</i>			8.06	3.92
<i>Valor de Acción en S/</i>			4,105	3,242

Fuente: Bloomberg 2018. Elaboración propia 2019

Con los múltiplos presentados en la tabla 12, se calcularon los valores por acción de AFP Integra respectivos, se obtuvo la mediana, máximo y mínimo; se consideró la mediana como múltiplo comparable, como se demuestra en la tabla para el valor empresa/EBITDA y valor empresa/ventas.

Para fines ilustrativos se presenta, en el gráfico 9 y la tabla 13, una relación de metodologías de valorizaciones y aspectos que han ayudado a fundamentar que el método de flujo de caja descontado es el más adecuado. Además, en el anexo 16 se muestra una relación de las AFP del Perú y de la región que fueron valorizadas por el método flujo de caja descontado por entidades valorizadoras.

Gráfico 9. Relación de metodologías de valorizaciones



Fuente: Elaboración propia 2019

Tabla 13. Relación de metodologías de valorizaciones y comentario

Metodología	Comentario	
DDM	AFP Integra no tiene una política de dividendos bien definidos como se reflejó en el periodo 2015 - 2018, por lo tanto el pago de dividendos y su costo de capital podría no ser constante en los próximos años ocasionando una debilidad en este método. En el Capítulo 6 esta detallada el análisis.	
Método de los Múltiplos de Compañías Comparables	<i>Múltiplo de Cotización</i> ; esta metodología consiste en valorar a la empresa y hallar su valor de mercado por analogía con el valor de mercado de otras empresas comparables.	
	VE /Ventas y VE /EBITDA ; es un ratio útil para empresas con márgenes similares	
Valor Contable	<i>Múltiplos de Transacción</i> ; se basan en el precio pagado por compañías similares a la que pretendemos valorar. Sin embargo, cuanto más atrás en el tiempo se sitúe la transacción, menos relevante es como guía para ser múltiplo de hoy.	
	Por lo tanto se descarto la transacción de <i>AFP Horizonte</i> como guía para ser múltiplo ya que fue realizada en el año 2013; en el anexo 14 se detalla el análisis.	
Valor Contable	Esta metodología no considera del dinero en el tiempo, el riesgo asociado a la empresa, ni la expectativa futura que tenga AFP Integra. Según <i>Pablo Fernandez (2008)</i> muestra problema esta metodología porque nos relata una versión de la historia de la empresa; por ello , prácticamente nunca el valor contable concide con el valor "de mercado".	
Flujo de Caja Descontado	Considera aspectos específicos de las operaciones de AFP Integra, el valor del dinero en el tiempo, todos los riesgos asociados (negocio, sector y país). Unos de los puntos mas importante, <i>determinar la tasa de descuento apropiada.</i>	* CAPM es unas metodologías muy utilizadas en una valoración, pero también tiene sus detractores por los supuestos y dificultades para sus cálculos. En el anexo 14 esta detallada el análisis.
		** Método Pure-Play para determinar la versión beta para la compañía de las empresas comparables por lo que ambas tienen un nivel de riesgo empresarial similar. En el anexo 14 esta detallada el análisis.
		*** Hurdle rate no suele ser un método muy utilizado, por ser una tasa corte definida por la corporación y por lo tanto es información interna que no está disponible para un analista externo. En el anexo 14 esta detallada el análisis.

Fuente: Elaboración propia 2019

En el anexo 16 se muestra una relación de distintas entidades valorizadoras aplicando la metodología flujo de caja descontados realizadas a las AFP del Perú y de la región.

Capítulo VIII. Análisis de riesgos

1. Mapeo de riesgos

El objetivo es evaluar los distintos factores de riesgo inherentes al giro del negocio y al contexto en el que se desenvuelve AFP Integra. En ese sentido, está compuesto por riesgos legales, riesgo político, riesgo financiero y riesgo del entorno macroeconómico. En el anexo 20 se detallan los factores que intervienen en cada tipo de exposición al riesgo.

Gráfico 10. Matriz de riesgos

		<u>IMPACTO</u>		
		<i>Insignificante</i>	<i>Moderado</i>	<i>Fuerte</i>
<u>PROBABILIDAD</u>	<i>Alta</i>		No ganar licitaciones	Propuestas de ley que modifican los derechos de los afiliados y deberes de las Administradoras.
	<i>Moderado</i>		Rendimientos en bolsas mundiales	Riesgo por cambios en la regulación o normativa supervisada por la SBS.
	<i>Baja</i>	Caida en la rentabilidad de los fondos administrados	Falta de liquidez	Estatización del SPP
Exposición:		Riesgos legales	Riesgo del entorno macroeconómico	Riesgos financieros
				Riesgo político

Fuente: Elaboración propia 2019

2. Análisis de sensibilidad

Se llevó a cabo el análisis de sensibilidad y se aplicó la simulación de Montecarlo con 10.000 iteraciones aleatorias con rangos definidos, para ello se modelaron las variables mayor significancia según el mapeo de riesgos y se consideraron variaciones en la comisión por saldo (descenso en el costo de la comisión ponderada del proceso total de licitaciones) y nuevos afiliados (tendrá la exclusividad de afiliación de los nuevos ingresantes al SPP), y la tasa de crecimiento a perpetuidad. Adicionalmente se agregó la variable de tasa de descuento (en estos dos últimos casos, se simulaban variaciones de un punto porcentual por debajo y por encima de las tasas planteadas).

Con ello, se elaboró una tabla con los resultados del valor de la acción y escenarios que se presentan en la tabla 14. En el anexo 18 se presentan todos los resultados obtenidos a través de la simulación de Montecarlo.

Tabla 14. Análisis de sensibilidad del valor de la acción de AFP Integra

	Pesimista	Base	Optimista
Ke = 10,18 (Beta Damodaran = 0,87)	S/ 5,901	S/ 6,609	S/ 6,937
Ke = 10,16 (Hurdle Rate)	S/ 5,912	S/ 6,626	S/ 6,953
Ke = 8,63 (Beta, Método Pure-Play = 0,53)	S/ 6,949	S/ 7,949	S/ 8,559

Fuente: Elaboración propia 2019

Conclusiones y recomendaciones

AFP Integra desde el 2011 tiene como accionista mayoritario al Grupo SURA de capitales colombianos. El año 2018 ha sido un año importante para la empresa por dos razones: la primera es que cumple 25 años siendo líder y la segunda es la adjudicación de la cuarta licitación de nuevos afiliados con una propuesta agresiva para los próximos 2 años.

Entre las principales fortalezas de AFP Integra destacan los proyectos internos para brindar una mejor atención a sus afiliados, alineada a sus estrategias de fortalecimiento de las relaciones con los clientes, que garantice la fidelidad de estos. La estrategia de la empresa es tener al afiliado como defensor del sistema, pero para que esto suceda el afiliado debe creer en el sistema previsional. Todos los esfuerzos de la compañía se basan en el escenario en donde el sistema de las AFP cambia de obligatorio a voluntario y todas las inversiones se enfocan en acercarse al afiliado durante toda su vida provisional.

Es importante destacar que AFP Integra presentó resultados operacionales positivos con un destacado crecimiento de ingresos por comisiones y gastos operativos controlados, y todo ello se ve reflejado en sus principales partidas de los estados financieros y se plasma en su indicador de liquidez y solvencia.

El impacto de haber ganado la licitación de afiliados es el rejuvenecimiento de la cartera, vital importancia para la sostenibilidad de la empresa en donde el gobierno ha propiciado mecanismo que permiten el retiro anticipado de los fondos a los afiliados, retiro del 95,5 % del fondo o el régimen especial de jubilación anticipada; con esto se determina como base para la proyección.

Respecto de los riesgos, estos se deben principalmente a variables relevantes como proponer un proyecto de ley para reformar el sistema de pensiones propuesto por el gobierno de turno o el próximo y la posibilidad de que en las próximas elecciones presidenciales quien acceda al gobierno radicalice las reformas del SPP ya sea por medidas populares o por estrategia política. Asimismo, es importante señalar la predominante volatilidad del mercado y la subida de tasas de interés por parte de la FED.

Finalmente, realizada la valoración de AFP Integra mediante el método de flujos de caja descontados, el valor de la acción es de S/ 6,626.32, por no contar con información del precio de la acción al cierre del año 2018 (debido a la nula frecuencia de negociación o rotación de la

acción), se considera tomar como referencia el valor contable de la compañía y es menor al valor de la valorización efectuada de la acción, siendo este de S/ 2,135 al cierre del 2018 pero tiene sus detractores como Pablo Fernández, como se mostró en el capítulo VII. Por otro lado, se estiman dos tasas de descuento (ver anexo 14), la primera con datos de betas comparables de AFP chilenas y es mayor al valor de la valorización efectuada de la acción, siendo este de S/ 7,949 al cierre del 2018; en consecuencia, el valor de la acción está siendo sobrevalorado, porque los flujos futuros de la empresa estarían siendo descontados a una tasa de descuento inferior al actual tasa de retorno exigido por el accionista y la segunda con el beta de la base de datos disponible por Damodaran, es menor al valor de la valorización efectuada de la acción, siendo este de S/ 6,609 al cierre del 2018. En consecuencia, el valor de la acción está siendo subvalorado, porque los flujos futuros de la empresa estarían siendo descontados a una tasa de descuento superior a la actual tasa de retorno exigida por el accionista. Por último, para los analistas del mercado puede servir trabajar sobre dos diferentes rangos de valuación usando estos dos betas para trabajar en un enfoque más realista para determinar el valor promedio de la acción de AFP Integra. Asimismo, la valorización por múltiplos comparables demuestra un valor promedio de la acción con un menor potencial de apreciación entre S/ 4,105 y S/ 3,242, como se detalla en el capítulo VII.

Es importante mencionar que el valor de AFP Integra es 66 veces su valor contable; valor nominal por acción de S/ 100,00; este valor es confiable al ser comparado con el valor de venta de AFP Horizonte en el año 2013. AFP Horizonte fue vendida en US\$ 515 millones y a la fecha de venta tenía un valor contable por acción de S/ 0,35. Si se compara el valor de venta con respecto a su valor contable es de 58 veces, considerando un tipo de cambio al cierre de marzo 2013 de S/ 2,58. Se debe tomar en cuenta que AFP Horizonte era líder en el mercado de las AFP, como lo es AFP Integra en la actualidad.

Bibliografía

AFP Integra (2017a). Memoria Anual. Fecha de consulta: 18/02/2018. <<https://www.integra.com.pe/wps/portal/integra/nosotros/paginas/gobierno-corporativo/memoria-anual.html>>.

AFP Integra (2017b). Estados Financieros. Fecha de consulta: 18/02/2018. <<https://www.integra.com.pe/wps/portal/integra/nosotros/paginas/gobierno-corporativo/estados-financieros.html>>.

AFP Integra (2017c). Políticas y Documentos. Fecha de consulta: 18/02/2018. <<https://www.integra.com.pe/wps/portal/integra/nosotros/paginas/gobierno-corporativo/politicas-y-documentos.html>>.

AFP Integra (2017d). Hechos de Importancia. Fecha de consulta: 18/02/2018. <<https://www.integra.com.pe/wps/portal/integra/nosotros/paginas/gobierno-corporativo/hechos-de-importancia.html>>.

AFP Integra. (2018a). “Glosario de términos usados en el Sistema Privado de Pensiones”. [En línea]. Fecha de consulta: 04/05/2018. Disponible en: <http://www.ahoraloseconintegra.pe/wps/wcm/connect/weblib_ahoralose/terminos-usados/>.

Banco Mundial. “PEA o Fuerza de Trabajo”. Fecha de consulta: 04/11/2018. Disponible en: <<https://datos.bancomundial.org/indicador/SL.TLF.TOTL.IN?view=chart>>.

Bolsa de Valores de Lima S.A. “Valoración Profuturo AFP”. [En línea]. Fecha de consulta: 14/05/2018. Disponible en: <<https://www.bvl.com.pe/hhii/AFP004/PROFUTURO%20AFP%20%20Informe%20de%20valorizacion%20050710.pdf>>.

Business-Valuation. “Online-Valuation since 2009”. [En línea]. Fecha de consulta: 14/10/2018. Disponible en: <<https://www.business-valuation.net/small-cap-premium/>>.

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

Calleja, José Luis (2008). “El Fondo de Maniobra y las necesidades operativas de fondos”. IE Business School. Madrid.

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

Comisión Económica para América Latina y el Caribe-CEPAL. “Cobertura provisional en Chile: Lecciones y desafíos del sistema de pensiones administrado por el sector privado”. [En línea]. Fecha de consulta: 03/02/2019. Disponible en: <<https://www.cepal.org/es/publicaciones/5083-cobertura-previsional-chile-lecciones-desafios-sistema-pensiones-administrado>>.

Damodaran, A. (2017). “Country Default Spreads and Risk Premiums”. En: pages.stern.nyu.edu. [En línea]. Fecha de consulta: 03/02/2018. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>.

Damodaran, A. (2017). “Closure in Valuation: Estimating Terminal Value”. En: pages.stern.nyu.edu. [En línea]. Fecha de consulta: 08/05/2018. Disponible en: < <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/termvalue.pdf>>.

Damodaran, A. “Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies”. En: pages.stern.nyu.edu. [En línea]. Fecha de consulta: 08/05/2018. Disponible en: < <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/emergmkts.pdf>>.

Damodaran, A. “The Investment Principle: Estimating Hurdle Rate”. En: pages.stern.nyu.edu. [En línea]. Fecha de consulta: 08/05/2018. Disponible en: < <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/cfovhd/invN.pdf>>.

Damodaran, A. “The Dividend Discount Model-Chapter 13”. En: pages.stern.nyu.edu. [En línea]. Fecha de consulta: 08/05/2018. Disponible en: < <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/ddm.pdf>>.

Damodaran, A. “The Dividend Discount Model”. En: pages.stern.nyu.edu. [En línea]. Fecha de consulta: 08/05/2018. Disponible en: < <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch13.pdf>>.

David, Fred (2013). Conceptos de Administración Estratégica. 14 ed. México: Pearson.

Diario Gestión. (2013). “SURA y Scotiabank compraron AFP Horizonte en operación conjunta”. En: gestión.pe. [En Línea]. 23 de abril de 2013. Fecha de consulta: 20/07/2018. Disponible en: <<https://gestion.pe/economia/empresas/sura-scotiabank-compraron-afp-horizonte-operacion-conjunta-36751>>.

Deloitte (2014). “Algunos errores comunes que se deben evitar al estimar y aplicar Tasas de Descuento”. [En Línea]. Fecha de consulta: 21/10/2018. Disponible en: < https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xs/Documents/About-Deloitte/mepovdocuments/mepov13/dtme_mepov13_Discount%20rates.pdf>.

Ernst and Young (EY 2017).”Ultimas Practicas Valorización Mercado”. [En Línea]. Fecha de consulta: 20/07/2018. Disponible en: < <https://es.scribd.com/document/374550127/EY-Ultimas-Practicas-Valorizacion-Mercado-Junio-2017>>.

Fernández, Pablo. (2016). “170 Errores en Valoraciones de Empresas”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 28/07/2018. Disponible en: < <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id962921.pdf>>.

Fernández, Pablo. (2014). “CAPM (Capital Asset Pricing Model): Un Modelo Absurdo”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 28/07/2018. Disponible en: < <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id2499455.pdf>>.

Fernández, Pablo y Carabias, José. (2007). “El Peligro de Utilizar Betas Calculadas”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 28/07/2018. Disponible en: <<file:///D:/c/Downloads/SSRN-id897700.pdf>>.

Fernández, Pablo y Bermejo, Vicente. (2009). “Betas Utilizadas por Directivo y Profesores Europeos en 2009”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 28/07/2018. Disponible en: < <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id1419919.pdf>>.

Fernández, Pablo. (2017). “Métodos de Valoración de Empresas”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 21/03/2018. Disponible en: <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id2202141.pdf>.

Fernández, Pablo. (2017). “Valoración de Empresas por Descuento de Flujos: Lo Fundamental y las Complicaciones Innecesarias”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 21/03/2018. Disponible en: <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id2089397.pdf>.

Fernández, Pablo. (2017). “La Prima de Riesgo del Mercado: Histórica, Esperada, Exigida e Implícita”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 17/03/2018. Disponible en: <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id897676.pdf>.

Fernández, Pablo. (2017). “La Prima de Riesgo del Mercado Según 100 Libros”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 17/03/2018. Disponible en: <file:///D:/c/Downloads/SSRN-id1166703.pdf>.

Fernández, Pablo. (2017). “Introducción a la Valoración de Empresas por el Método de los Múltiplos de Compañías Comparables”. En: ssrn.com [En línea]. España: Universidad de Navarra – IESE Business School. Fecha de consulta 17/03/2018. Disponible en: <<https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>>.

Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones. Fecha de consulta 29/11/2018. <<http://www.fiapinternacional.org/>>.

Martínez Abascal, Eduardo (2015). “Finanzas Operativas: Un modelo de análisis”. IESE Business School – Universidad de Navarra. Madrid.

Ministerio de Economía y Finanzas (MEF 2012). “Ley de reforma del sistema privado de pensiones- Ley N°29903”. [En línea]. Fecha de consulta: 04/08/2018. Disponible en: <https://www.mef.gob.pe/contenidos/prensa/boletines/reforma_spp/Ley29903.pdf>.

Osterwalder, Alexander. “Business Model CANVAS”. [En línea]. Fecha de consulta: 04/08/2018. Disponible en: <<https://fundacionactivate.org/wp-content/uploads/2015/01/BUSINESS-MODEL-CANVAS.pdf>>.

Ohlson y Zhang (1999). “Accrual Accounting and Equity Valuation Models”. [En línea]. Fecha de consulta: 04/10/2018. Disponible en: <<https://care-mendoza.nd.edu/assets/152420/zhang.pdf>>.

Ponce Talanco, H. “La matriz FODA: una alternativa para realizar diagnóstico y determinar estrategias de intervención en las organizaciones productivas y sociales”. Contribuciones a la Economía, septiembre de 2006. Fecha de Consulta: 11/02/2018. Disponible en: <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>>.

Porter, Michael (2010). Ventaja competitiva, creación y sostenibilidad de un rendimiento superior. Madrid: Grupo Editorial Patria S.A.

PriceWaterHouseCoopers (pwc 2011). “Enfoques para calcular proyecto con Hurdle Rate” [En línea]. Fecha de consulta: 04/10/2018. Disponible en: <https://www.pwc.in/assets/pdfs/finance-effectiveness/approaches_to_calculating_project_hurdle_rates.pdf>.

PriceWaterHouseCoopers (pwc 2011). “Prima de Riesgo en el mercado sueco-Duff & Phelps, 2016 Valuation Handbook” [En línea]. Fecha de consulta: 14/10/2018. Disponible en: < <https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/riskpremiestudien-2016.pdf>>.

Ross, Stephen (2009). Finanzas Corporativas. 8va ed. México, DF: McGraw Hill.

Sabal, Jaime (2002). Financial Decisions in Emerging Markets, 1era ed. OUP USA.

Schnaars, S. (1994). Estrategias de Marketing. Madrid, España: Díaz de Santos.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2018a). “Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos. Compendio de Normas”. En intranet2.sbs.gob.pe. [En línea]. Fecha de consulta: 02/08/2018. Disponible en:<https://intranet2.sbs.gob.pe/dv_int_cn/1793/v1.0/Adjuntos/2809-2018.R.pdf>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2018b). “Reglamento de Gobierno Corporativo y de la Gestión Integral de Riesgos. Compendio de Normas”. En intranet2.sbs.gob.pe. [En línea]. Fecha de consulta: 02/08/2018. Disponible en: <http://www.smv.gob.pe/Bp_GobiernoCorporativo?op=bq14>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017a). “Glosario de términos usados en el Sistema Privado de Pensiones”. [En línea]. Fecha de consulta: 04/05/2018. Disponible en: <<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2008/Diciembre/FP-1342-di2008.PDF>>.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017a). “Compendio Estadístico del SPP”. [En línea]. Fecha de consulta: 04/05/2018. Disponible en: < <http://www.sbs.gob.pe/app/stats/EstadisticaBoletinEstadistico.asp?p=37>>.

Universidad Católica de Chile (Junio 2018).”Pensiones en Chile: Antecedentes y Contornos para una Reforma Urgente”. [En línea]. Fecha de consulta: 04/05/2018. Disponible en: <https://politicaspUBLICAS.uc.cl/wp-content/uploads/2018/08/20180630-Paper-Reforma-Pensiones_RVPB_Final.pdf>.

Universidad de Navarra – IE Business School. “La Cadena de Valor”. [En línea]. Fecha de consulta: 14/05/2018. Disponible en: <<https://mbaramiromamani.files.wordpress.com/2011/12/lectura-cadena-de-valor.pdf>>.

Valoración de AFP Cuprum, (Chile). (2014). [En línea]. Fecha de consulta: 04/08/2018. Disponible en: <<https://nuevo.cuprum.cl/sites/default/files/6%20Resumen%20Ejecutivo%20de%20Informes%20de%20Valuaci%C3%B3n%20Econ%C3%B3mica%20de%20PIC%20y%20AFP%20Cuprum.pdf>>.

Anexos

Anexo 1. Hechos relevantes, gobierno corporativo, responsabilidad social, organigrama y accionariado

Grafico A. Hechos relevantes

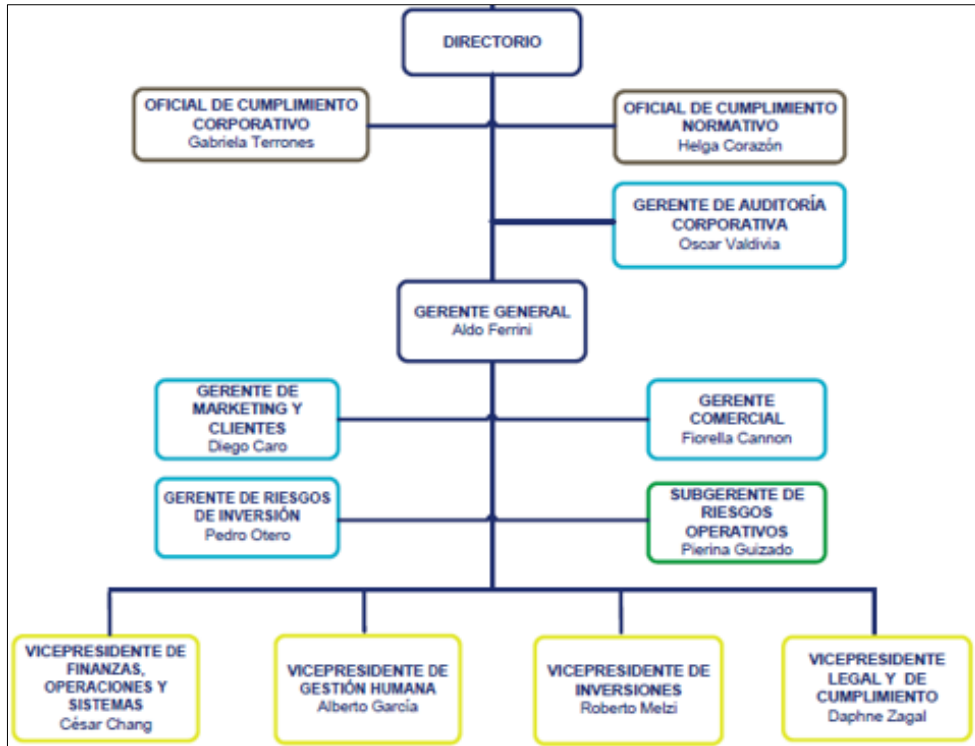


Fuente: Memoria anual AFP Integra 2018. Elaboración propia 2019

- Gobierno corporativo.** AFP Integra sigue los principios del Buen Gobierno Corporativo, bajo el cumplimiento de los cinco pilares de los Principios de Buen Gobierno Corporativo⁵² determinado por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y como parte de la información entregada de la memoria anual, la empresa incluye el reporte de evaluación de sus prácticas corporativas. Al respecto, con el fin de evitar o minimizar los riesgos de fraude y corrupción, se han emitido diversas normas regulatorias a lo largo del año 2018 y además, siendo reconocidos por séptimo año consecutivo del índice de empresas que la Bolsa de Valores de Lima considera como las empresas con mejores prácticas corporativas. En el reporte a la SMV al cierre de 2018 (SMV 2018b), señala que las operaciones corporativas tienen como política poner a disposición a los accionistas, emitir reportes periódicos al Directorio y son puestos a disposición a los accionistas, el Directorio tiene como función aprobar y dirigir la estrategia corporativa y los estados financieros se encuentran a disposición del público en general.
- Responsabilidad Social Corporativa.** Respecto a Responsabilidad Social, AFP Integra está comprometida con el desarrollo sostenible del país alineado a las estrategias del negocio: Educación, Medio Ambiente, Inversión Responsable y la comunidad. Asimismo, mantener los estándares como miembros del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, Empresarios por la Educación, Perú 2021 y como signatarios del CDP Driving Sustainable Economies; en ese sentido busca identificarse con las necesidades a través de estos programas comunitarios.

⁵² Código de Buen Gobierno Corporativo para las sociedades peruanas, son cinco pilares y lo conforman: Derechos de los accionistas, Junta General de Accionistas, Directorio y Alta Gerencia, Riesgo y Cumplimiento, y Transparencia de la Información.

Grafico B. Estructura del accionariado



Fuente: Memoria Anual 2018. Elaboración propia 2019

Tabla A. Composición del accionariado al 31 de diciembre de 2018

Accionista	N° acciones	Participación	Nacionalidad
SURA Asset Management Perú SA.	309,600	55.82%	Peruana
SURA Asset Management SA.	245,073	44.18%	Colombiana
Otros	4		Peruana
	554,677	100%	

Fuente: Memoria Anual 2018 – AFP Integra. Elaboración propia 2019

Anexo 2. Cadena de valor de AFP Integra



Fuente: Michael Porter – Cadena de valor de una empresa de Servicios.

Eslabones primarios

Marketing y servicio al afiliado: comprendiendo las fuentes de ingresos y los perfiles de los clientes y afiliados, implementa su estrategia de promoción y comunicación constante.

Asesores patrimoniales: Fuerza de ventas en equipos comerciales: Agentes Patrimoniales (captación de aportes voluntarios - APV) y Asesores AFP (captación de traspasos), preparados para asesorar a los afiliados y pensionistas.

Plataformas de canalización de flujos: sistemas efectivos diseñados para facilitar la operación de aportes de afiliados y clientes de manera rápida, segura y confiable.

Administración de fondos e inversiones: cumpliendo con el principio de Independencia, el dinero recaudado de los abonados es administrado por el equipo de Gestores de Fondos. El mantenimiento se realiza en 4 frentes: Manejos de inversiones, Soporte de Riesgos, Soporte de Custodia y Operaciones y Soporte de la Contabilidad del fondo.

Afiliados y Otros clientes: Nuevos afiliados que por primera vez ingresen al SPP tendrán que solicitar la apertura de una CIC en AFP Integra, además de los traspasos que la red de asesores pueda generar. Las experiencias de los afiliados y la opinión pública afectan fuertemente en la reputación de las AFP's. AFP Integra, como líder se convierte en promotora de diálogos, investigaciones, estudios y análisis que devuelvan la confianza en el SPP.

- **Eslabones de apoyo**

Lo compone toda la estructura administrativa, financiera y de cumplimiento que garantiza que los eslabones primarios desarrollen actividades y logren objetivos.

Anexo 3. Identificación de los principales competidores

Tabla A. Principales competidores que conforman las AFP

	Fecha de Fundación: 1993 Inversionista: SURA Colombia Líneas de Negocios: Mandatorio y Voluntario Cantidad de Colaboradores: 583 Gerente General: Aldo Ferrini Casinelli
	Fecha de Fundación: 2005 Inversionista: Banco de Crédito del Perú Líneas de Negocios: Mandatorio y Voluntario Cantidad de Colaboradores: 697 Gerente General: Renzo Ricci
	Fecha de Fundación: 2013 Inversionista: Habitat Andina Chile Líneas de Negocios: Mandatorio y Voluntario Cantidad de Colaboradores: 230 Gerente General: Mariano Álvarez de la Torre.
	Fecha de Fundación: 1993 Inversionista: Scotiabank Canadá Líneas de Negocios: Mandatorio y Voluntario Cantidad de Colaboradores: 456 Gerente General: Vicente Tuesta Reátegui

Fuente: Elaboración propia 2019

Anexo 4. Valorización de las fuerzas competitivas según Porter

Modelo de Porter	Grado
<p>Poder de negociación de los clientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Los afiliados no pueden exigir una rentabilidad muy elevada, ya que las AFP solo tienen la obligación de garantizar una mínima rentabilidad de sus fondos. • La demanda está prácticamente asegurada, por ley se debe garantizar los trabajadores formales accedan a un AFP. 	<p>Medio – Bajo</p>
<p>Poder de negociación de los Proveedores:</p> <ul style="list-style-type: none"> • No hay un poder de negociación vital de proveedores en el sector, solo son los que prestan servicios de Outsourcing. 	<p>Bajo</p>
<p>Amenazas de Productos o Servicios Sustitutos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Puede ser sustituido por una banca de inversión o corredor de bolsa. 	<p>Medio – Bajo</p>
<p>Rivalidad entre Competidores:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Este sector tiene la concentración de las características de un Oligopolio, por el poder que tienen en el mercado de pensiones y además por la demanda asegurada. • Diferenciando entre competidores ofreciendo mejores rentabilidades con mejores niveles de riesgos. 	<p>Alto</p>

Fuente: Elaboración propia 2019

Anexo 5. Matriz Canvas

Tabla A. Modelo de negocio de AFP Integra

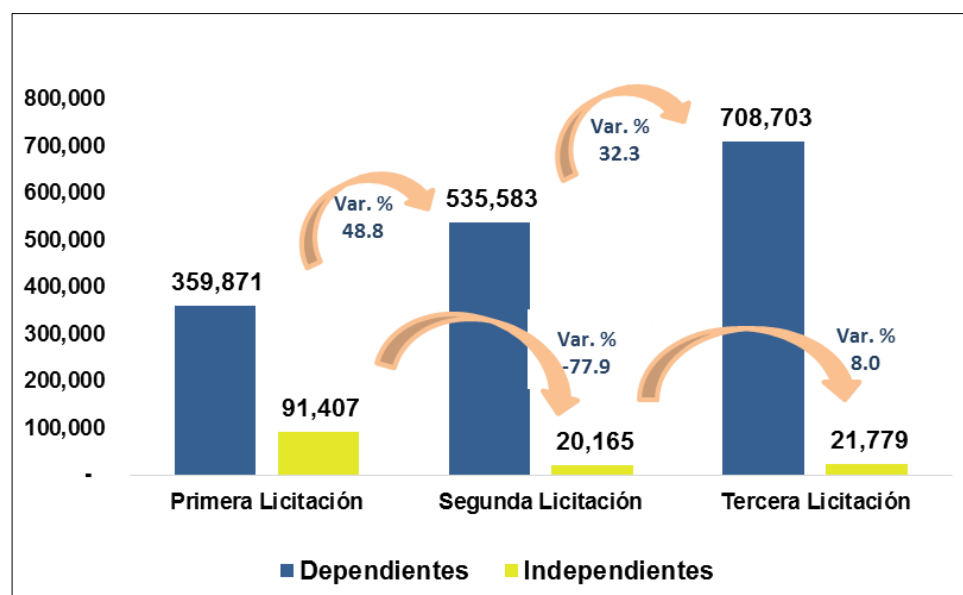
<p>Socios Clave</p> <p>Sociedad agentes de bolsa</p> <p>Bancos de inversión</p> <p>Asociación de AFPs</p> <p>Oficina de normalización previsional</p>	<p>Actividades Clave</p> <p>Recaudo eficiente y con la mayor oportunidad para salvaguardar los intereses de los afiliados.</p> <p>Administración eficiente y rentable, que permita satisfacer las expectativas de los clientes</p>	<p>Propuesta de Valor</p> <p>Generar un fondo de capitalización individual que garantice las expectativas de flujos futuros de los clientes.</p> <p>Ofrecer información, asesoría, acompañamiento, generar confianza y lazos sólidos.</p>	<p>Relaciones con clientes</p> <p>Efectiva apertura de cuentas a nuevos afiliados, incorporados por licitación.</p> <p>Asesoría constante a los afiliados para claridad e información sobre su CIC.</p> <p>Acompañamiento y asesoría a pensionistas para decisiones sobre su futuro.</p>	<p>Segmento de clientes</p> <p>Trabajadores dependientes e independientes que de manera obligatoria o voluntaria desean hacer aportes con fines previsionales, contar con un fondo de inversión o de desempleo o invalidez.</p> <p>Los clientes muestran preocupación por un futuro previsible.</p> <p>Nuevos afiliados que entran por primera vez al SPP.</p>
<p>Estructura de costes</p> <p>Principales costos asociados a las ventas: comisiones a los agentes patrimoniales por captación de clientes y a los asesores AFP por los traspasos.</p> <p>Costos asociados al marketing, diseño y edición de materiales informativos para el afiliado.</p> <p>Herramientas tecnológicas y utilización de plataformas virtuales para contar con información financiera y monitoreo de fondos.</p>		<p>Fuentes de ingresos</p> <p>Ingresos por comisiones justas por la administración de fondos (CIC) en sus diversas modalidades:</p> <p>Fondo mandatorio</p> <p>Fondo voluntario</p>		

Fuente: Elaboración propia 2019

Anexo 6. Licitación de afiliados

Nuevos afiliados por licitación

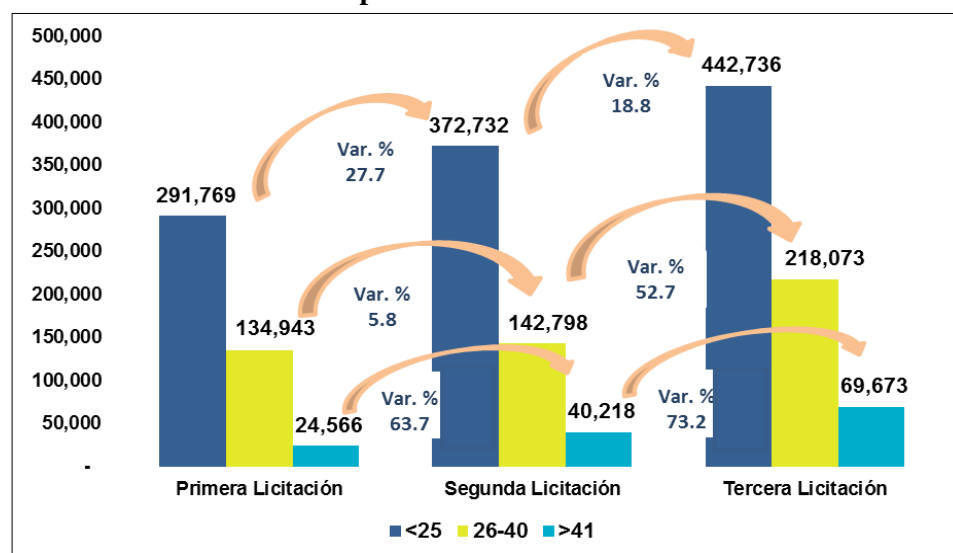
Gráfico A. Nuevos afiliados por tipo de trabajador



Tipo de Trabajador	Peso		
	1° Licitación	2° Licitación	3° Licitación
Dependientes	80%	96%	97%
Independientes	20%	4%	3%

Nota: Por contar información del número de afiliados por tipo de trabajador hasta febrero del 2019, se hará un corte de 21 meses para efectos del análisis.
Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Gráfico B. Nuevos afiliados por edades



Nuevos Afiliados por edades	Peso		
	1° Licitación	2° Licitación	3° Licitación
<25	65%	67%	61%
26-40	30%	26%	30%
>41	5%	7%	10%

Nota: Por contar información del número de afiliados por tipo de trabajador hasta febrero del 2019, se hará un corte de 21 meses para efectos del análisis.
Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Gráfico C. Evolución de nuevos afiliados por licitación



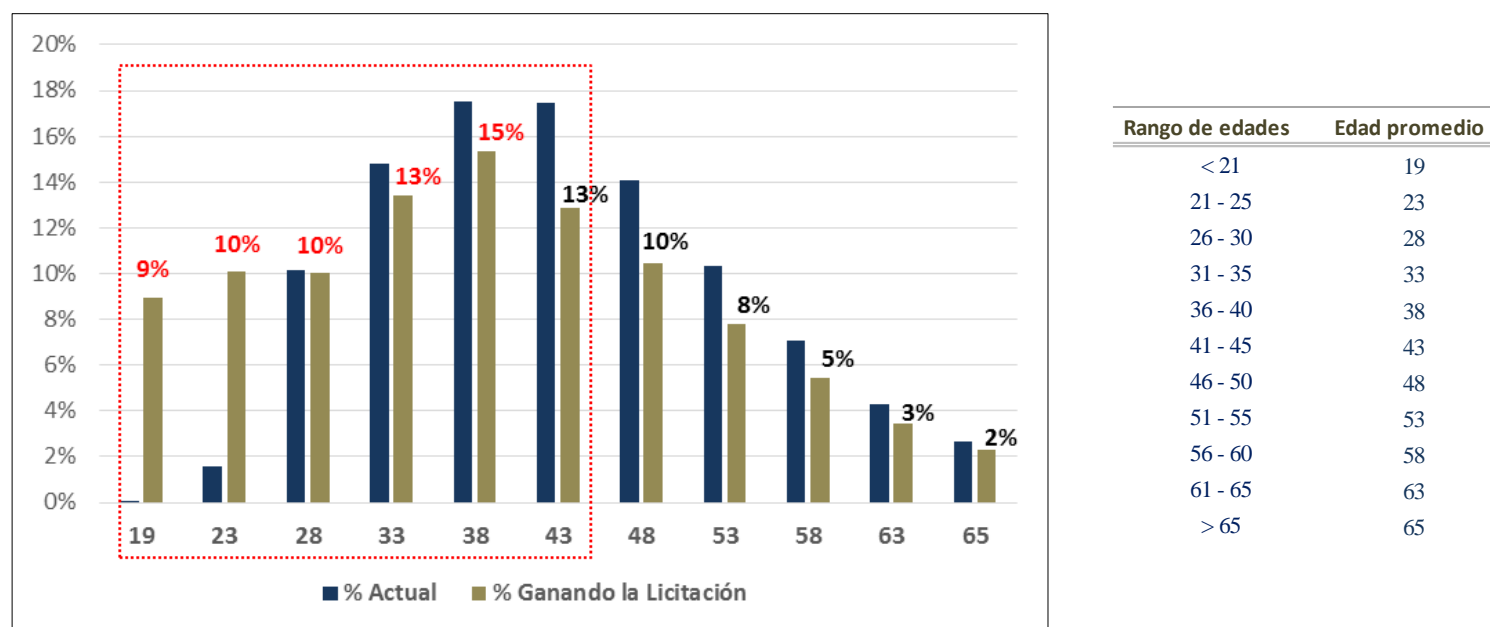
Ganadoras en las Licitaciones		# Nuevos Afiliados	# Nuevos Afiliados (21 meses **)	Var. %	Promedio mensual de Nuevos Afiliados
1° Licitación	AFP Habitat	517,738	451,278		21,489
2° Licitación	AFP Habitat	637,122	555,748	23%	26,464
3° Licitación	AFP Prima *	730,482	730,482	31%	34,785

Nota: La ganadora de la licitación aplicará y mantendrá, por un periodo de 2 años, la comisión ofrecida. Por contar información del número de afiliados por tipo de trabajador hasta febrero del 2019, se hará un corte de 21 meses para efectos del análisis.
Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Nuevos afiliados en la cuarta etapa de la licitación

Actualmente, AFP Integra tiene una edad promedio de 44 años, según la información de la SBS. Esto hace notar que con la nueva ley de jubilación anticipada (REJA); en donde los afiliados se pueden jubilar a partir de los 55 años, la vida promedio de la empresa estaría aproximadamente 11 años, asumiendo que no entraran nuevos afiliados a AFP Integra y todas las demás variables seguirían igual (Ceteris Paribus). Sumado a este análisis, se debe mencionar que en cada licitación las proyecciones de los porcentajes de las comisiones serán más bajos, por lo tanto, los ingresos de la empresa ganadora de la licitación caerán por no tener un mayor precio competitivo. Un hecho importante para resaltar es que si AFP Integra no ganaba la última licitación iba a perder el liderazgo en cantidad de afiliados y además no podría convencer a los afiliados a traspasarse a AFP Integra

Gráfico A. Comparativo de la actual cantidad de afiliados y nuevos afiliados ganando la licitación AFP Integra



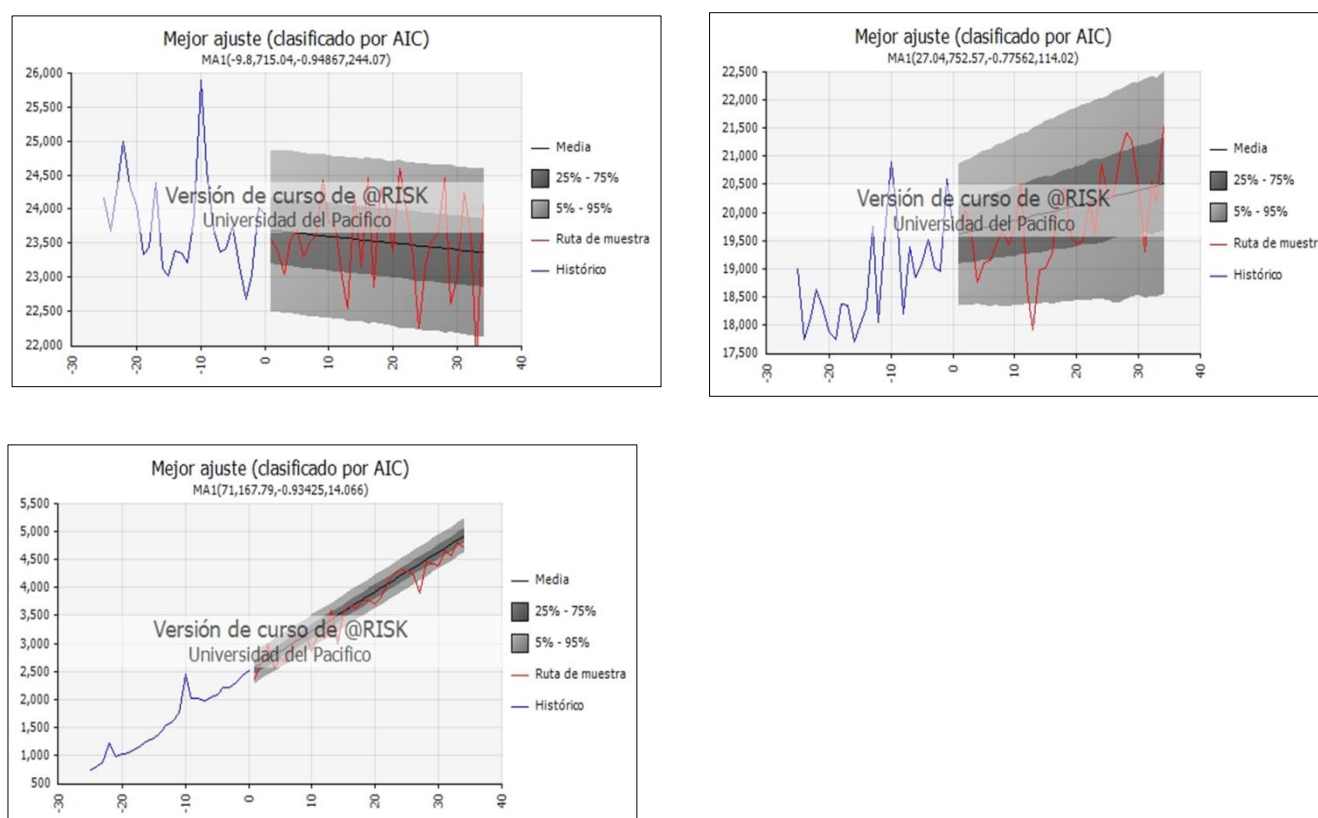
Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Principales supuestos para la RIA acumulada

- Ingreso comisión flujo puro e ingreso comisión flujo mixto**

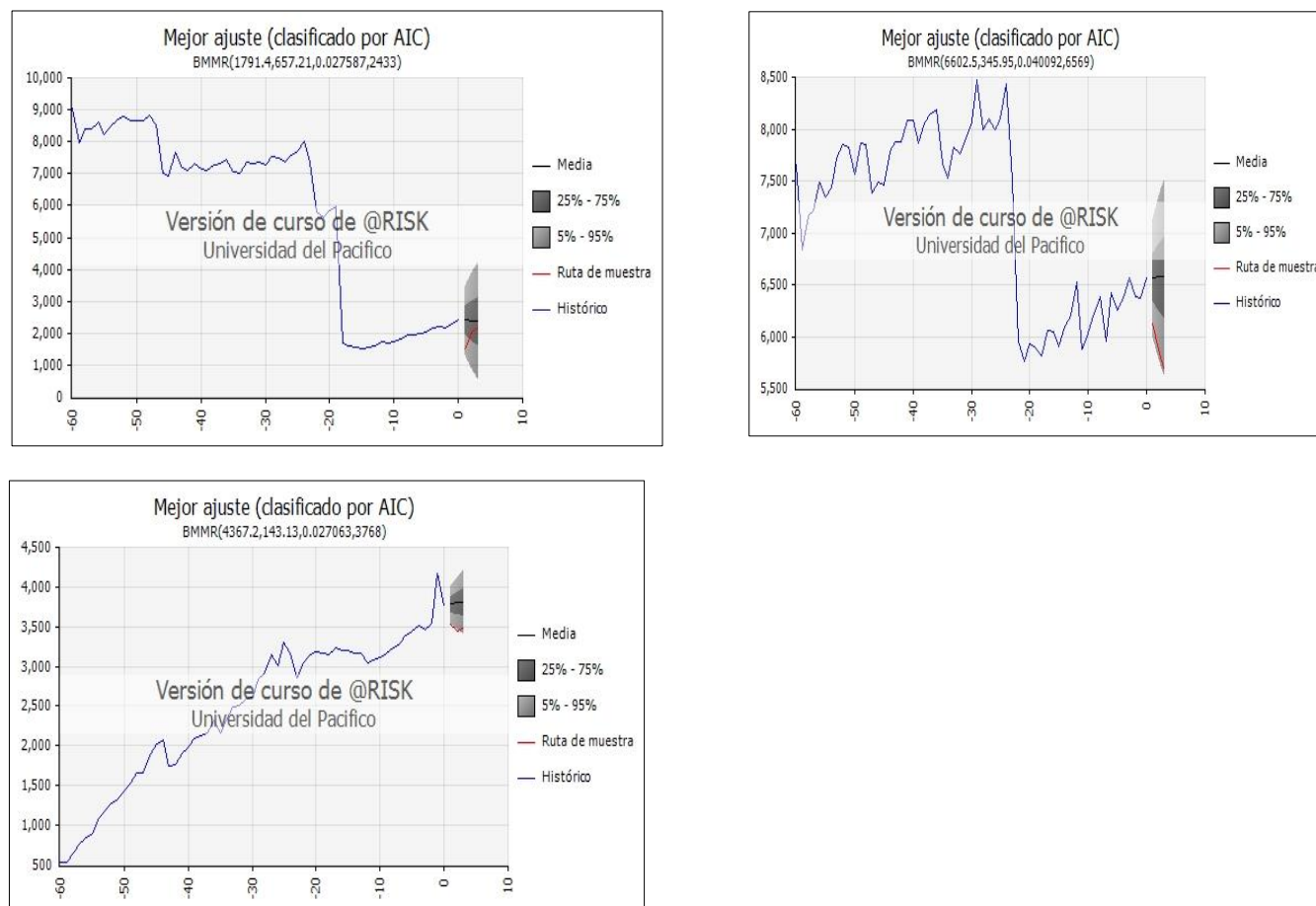
Los datos históricos de 2014 a 2018 de Ingreso Comisión Flujo Puro de AFP Prima, AFP Profuturo y AFP Habitat mediante una simulación en @risk, se han proyectado y así mismo se determinaron ajustes en series de tiempo en las comisiones Flujo Puro hasta cerrar el cuarto periodo de licitación. Por otro lado, Ingreso Comisión Flujo Mixto se proyectaron y se determinaron ajustes en series de tiempo en las comisiones Flujo Mixto hasta el término de la tercera etapa de la licitación.

Gráfico A. Proyección de Ingreso Comisión Flujo Puro de AFP Prima, AFP Profuturo y AFP Habitat



Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia, 2019.

Grafico B. Proyección de ingreso comisión flujo mixto de AFP Prima, AFP Profuturo y AFP Habitat



Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

• **Supuestos de las comisiones**

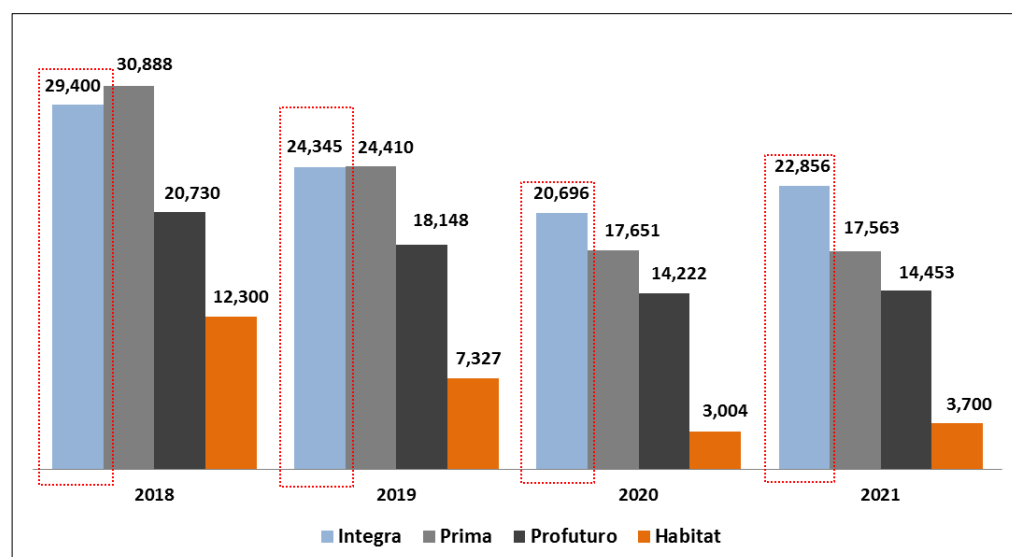
Tabla A. Supuestos de comisiones de AFP hasta el término de la cuarta licitación

		2018	2019		2020	2021
			Ene - Feb	Mar - May	Jun - Dic	
Prima	Precio Fijo	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
	Precio Flujo Mixto	0.18%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%
	Precio Saldo	1.25%	1.25%	0.82%	0.82%	0.82%
Profuturo	Precio Fijo	1.69%	1.69%	1.69%	1.69%	1.69%
	Precio Flujo Mixto	1.07%	1.07%	0.67%	0.00%	0.00%
	Precio Saldo	1.20%	1.20%	0.82%	0.82%	0.82%
Habitat	Precio Fijo	1.47%	1.47%	1.47%	1.47%	1.47%
	Precio Flujo Mixto	0.38%	0.38%	0.00%	0.00%	0.00%
	Precio Saldo	1.25%	1.25%	0.82%	0.82%	0.82%

Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Proyección de la RIA Acumulada al 2021

Grafico A. Proyección de la RIA Acumulada hasta el término de la cuarta licitación (en miles de soles)



Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Anexo 7. Detalle de esquemas de comisiones SPP y oferta de licitación en Chile

Gráfico A. Esquema de comisión de las AFP

Comisión	Habitat						Integra						Prima						Profuturo					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Flujo Pura	1.47	1.47	1.47	1.47	1.47	1.47	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.84	1.69	1.69	1.69	1.69	1.69
Flujo Mixta	0.47	0.47	0.38	0.38	0.38	0.38	1.45	1.45	1.23	1.23	0.9	0.90	1.51	1.51	1.19	1.19	0.18	0.18	1.49	1.49	1.46	1.46	1.07	1.07
Saldo Mxta	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
Tasa																								
Aporte Obligatorio	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00

Fuente: EEFF Auditados y No Auditados de AFP Integra, SBS y SMV. Elaboración propia 2019

Gráfico B. La reforma de las AFP y las comisiones que aplicaron desde abril 2013

	(antes de la reforma)	(despues de la asignación)	(despues de la Licitación)		
	Comisión por Remuneración	Comisión por Remuneración	Comisión por Remuneración	Comisión Mixta Flujo	Comisión Mixta Saldo
Profuturo	2.14	2.10	1.84	1.49	1.20
Integra	1.80	1.74	1.74	1.55	1.20
Prima	1.75	1.60	1.60	1.51	1.90
Horizonte	1.95	1.89	1.85	1.65	1.40
Habitat				0.47	1.25

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2018), Elaboración propia, 2019.

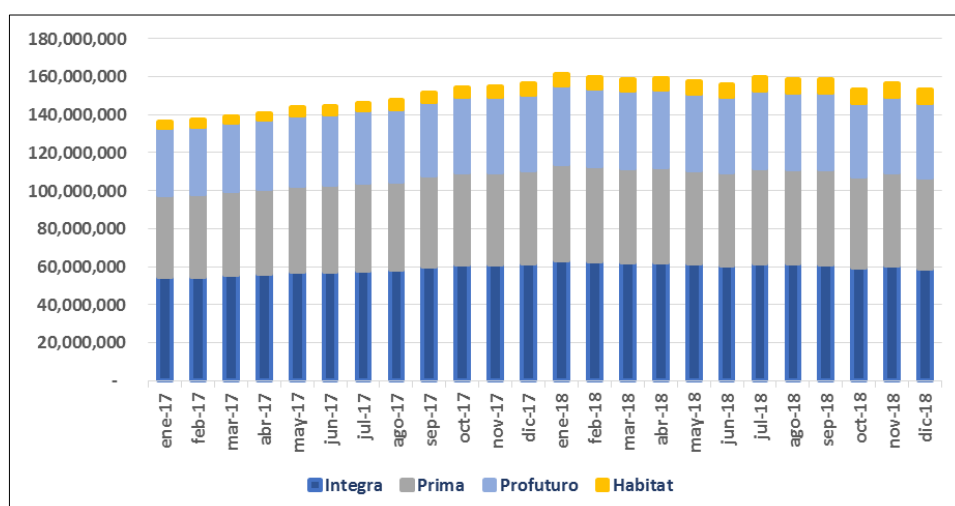
Gráfico C. Esquema de Comisión y Ofertas en las Licitaciones de las AFP en Chile.

	Licitación 1 (Agosto 2010 - Julio 2012)		Licitación 2 (Agosto 2012 - Julio 2014)		Licitación 3 (Agosto 2014 - Julio 2016)		Licitación 4 (Agosto 2016 - Julio 2018)		Licitación 5 (Agosto 2018 - Julio 2020)	
	ene-10	Oferta	ene-12	Oferta	ene-14	Oferta	ene-16	Oferta	ene-18	Oferta
	Capital	1.44	-	1.44	-	1.44	-	1.44	-	1.44
Cuprum	1.48	1.32	1.48	-	1.48	-	1.48	-	1.48	-
Habitat	1.36	1.21	1.36	-	1.27	-	1.27	-	1.27	-
Planvital	2.36	1.19	2.36	0.85	2.36	0.47	0.47	0.41	0.41	-
Provida	1.54	-	1.54	-	1.54	-	1.54	-	1.45	-
Modelo	-	1.14	1.14	0.77	0.77	0.72	0.77	-	0.77	-
Regional	-	-	-	1.04	-	-	-	-	-	-
AFP Ganadora	Modelo		Modelo		Planvital		Planvital		"DESIERTA"	

Fuente: Superintendencia de Pensiones. Chile. (2018), Elaboración propia, 2019.

Anexo 8. Indicadores de negocio de SPP.

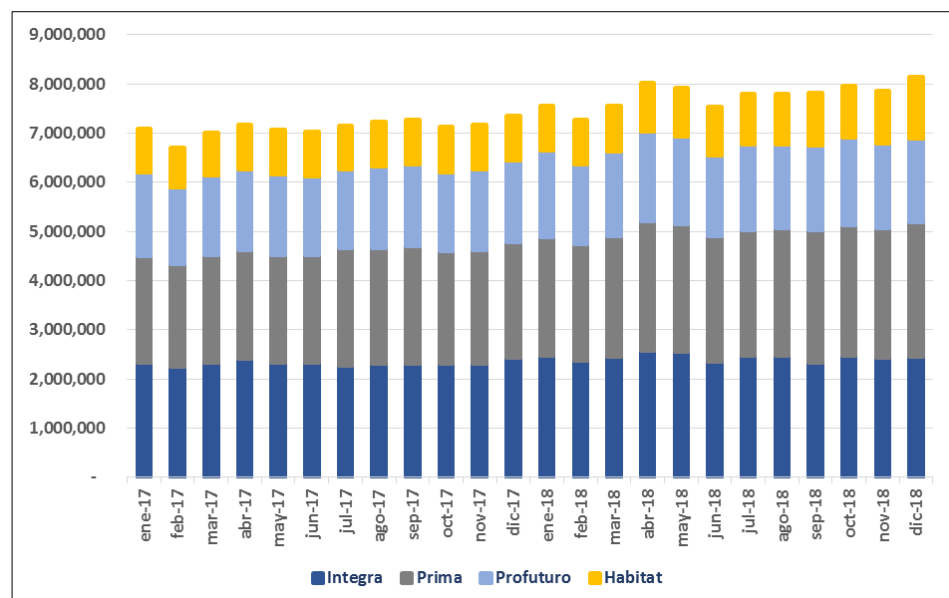
Gráfico A. AUM Total (en S/)



	2017	Peso	2018	Peso	Var. %	Var. Abs.	CAGR	
							12 meses	24 meses
SPP	156,246,640		153,413,636		-1.8%	- 2,833,005	-0.47%	0.51%
AFP Integra	61,506,951	39%	59,061,036	38%	-4.0%	- 2,445,916	-0.64%	0.36%
AFP Prima	49,252,755	32%	47,859,252	31%	-2.8%	- 1,393,503	-0.56%	0.44%
AFP Profuturo	40,015,025	26%	39,153,036	26%	-2.2%	- 861,989	-0.51%	0.42%
AFP Habitat	5,471,909	4%	7,340,311	5%	34.1%	1,868,402	2.02%	3.74%

Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

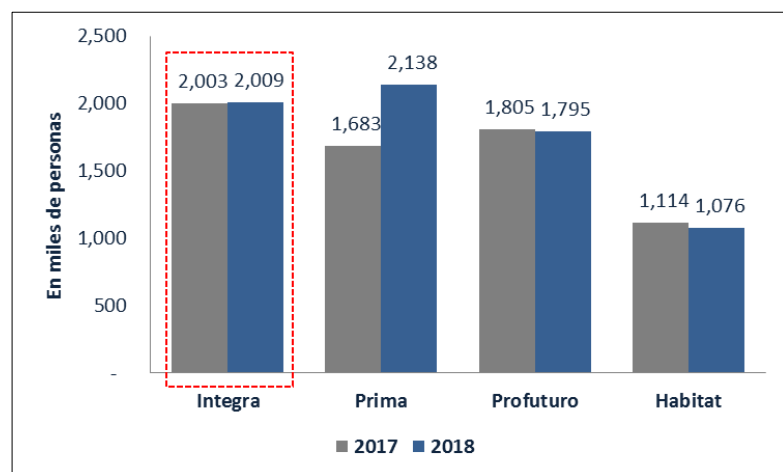
Gráfico B. Remuneración de afiliados (RIA en S/)



	2017	Peso	2018	Peso	Var. %	Var. Abs.	CAGR	
							12 meses	24 meses
SPP	7,365,049		8,153,215		10.7%	788,166	0.68%	0.61%
AFP Integra	2,422,957	33%	2,459,186	30%	1.5%	36,229	-0.03%	0.24%
AFP Prima	2,350,819	32%	2,724,813	33%	15.9%	373,993	1.12%	0.97%
AFP Profuturo	1,662,544	23%	1,716,224	21%	3.2%	53,680	-0.33%	0.04%
AFP Habitat	928,728	13%	1,252,993	15%	34.9%	324,265	2.98%	1.52%

Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

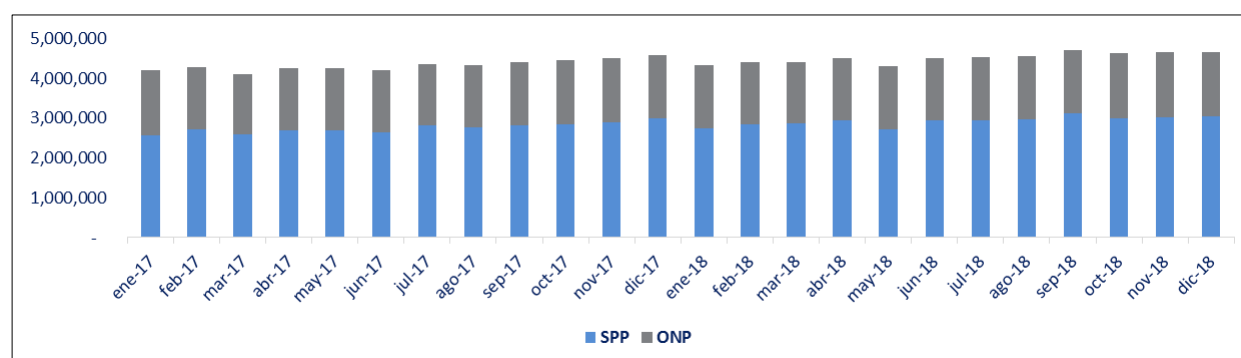
Gráfico C. Número de afiliados



	2017	Peso	2018	Peso	Var. %	Var. Abs.
SPP	6,604,841		7,018,669		6.3%	413,828
AFP Integra	2,002,911	30%	2,008,747	29%	0.3%	6,185
AFP Prima	1,683,123	25%	2,137,604	30%	27.0%	454,481
AFP Profuturo	1,805,185	27%	1,794,638	26%	-0.6%	-10,547
AFP Habitat	1,113,971	17%	1,076,055	15%	-3.4%	-37,916

Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Gráfico D. Cotizantes del SPP vs. ONP



	2017	2018	Var. %	Var. Abs.
SPP	2,976,190	3,108,312	4.4%	132,122
ONP	1,603,855	1,629,137	1.6%	25,282
Total	4,580,045	4,737,449	3.4%	157,404

Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Anexo 9. Estados financieros a diciembre 2018 (en miles de soles)

Estado Resultados	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TOTAL INGRESOS BRUTOS	407,584	420,368	431,217	438,896	428,984	462,335
		3%	3%	2%	-2%	8%
GASTOS OPERACIONALES						
Gastos Administrativos	(148,029)	(116,815)	(120,519)	(130,937)	(134,564)	(136,237)
Gastos de Venta	(66,920)	(59,738)	(50,944)	(48,457)	(40,815)	(43,616)
EBITDA	192,635	243,814	259,753	259,502	253,605	282,482
D&A	(20,555)	(30,739)	(30,779)	(31,701)	(31,789)	(32,305)
EBIT	172,080	213,075	228,974	227,801	221,816	250,177
OTROS INGRESOS Y EGRESOS	8,746	14,112	21,278	7,597	4,464	9,517
EBT (Utilidad antes de impuestos)	180,826	227,187	250,252	235,398	226,280	259,694
Utilidad Neta	120,159	169,191	177,759	157,595	157,817	180,662

Fuente: AFP Integra 2018. Elaboración propia 2019

Estado Situación Financiera	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Efectivo y Equivalentes de efectivo	29,222	28,290	20,627	30,888	22,280	26,994
Valores Negociables de Propiedad de las AFP	130,976	247,714	247,216	167,130	243,134	248,021
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	4,000	4,573	3,010	5,427	5,058	5,852
Cuentas por Cobrar a vinculadas	45,458	-	7,243	56,918	29	0
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	-	-	-	-	1,092	1,697
Gastos Contratados por Anticipado	5,907	1,417	5,266	7,372	1,391	961
Otros Activos	-	-	-	-	484	484
Activo Corriente	216,894	281,994	283,362	267,735	273,470	284,069
Encaje legal	404,588	433,090	450,740	496,162	561,698	545,325
Inmuebles, Maquinaria y Equipo (neto)	39,059	38,941	36,650	36,131	34,923	32,773
Activos Intangibles (neto)	656,297	636,862	617,258	596,056	571,615	547,723
Activo No Corriente	1,099,944	1,108,893	1,104,648	1,128,349	1,182,756	1,140,119
TOTAL ACTIVOS	1,316,838	1,390,887	1,388,010	1,396,084	1,456,226	1,424,188
Pasivos y Patrimonio						
Cuentas por Pagar Comerciales	1,393	1,796	6,170	2,595	1,037	2,066
Cuentas por Pagar a vinculadas	-	-	1,545	993	760	655
Otras Cuentas por Pagar	88,375	107,019	93,945	83,872	68,410	60,527
Pasivo Corriente	89,768	108,815	101,660	87,460	94,573	103,575
Pasivo por Impuesto a la Renta Diferido	115,254	96,023	92,333	108,831	127,496	108,930
Otros Pasivos	32,475	32,803	29,492	28,286	28,696	27,586
Pasivo No Corriente	147,729	128,826	121,825	137,117	156,192	136,516
Total Pasivos	237,497	237,641	223,485	224,577	250,765	240,091
Capital	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468
Capital Adicional	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732
Reserva Legal	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148
Otras Reservas	76	76	76	76	76	76
Resultados Acumulados	79,095	79,254	68,445	66,204	51,800	19,617
Resultado Neto del Ejercicio	120,159	169,191	177,759	157,595	157,817	180,662
Ajustes al Patrimonio	-	188,377	201,897	231,284	279,420	267,394
Total Patrimonio	1,079,341	1,153,246	1,164,525	1,171,507	1,205,461	1,184,097
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO	1,316,838	1,390,887	1,388,010	1,396,084	1,456,226	1,424,188

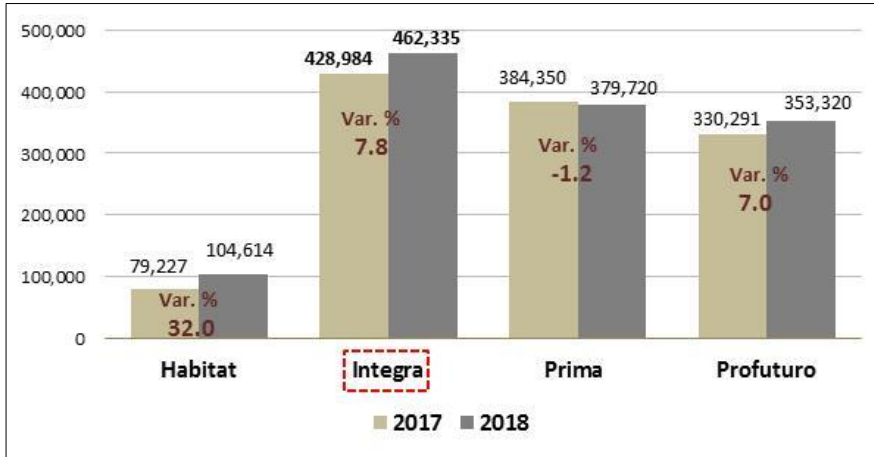
Fuente: AFP Integra 2018. Elaboración propia 2019

Estado Flujo de Efectivo	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cobranza (entradas) por:						
Venta de Bienes o Servicios (Ingresos Operacionales)	418,456	420,411	428,930	434,355	428,671	460,432
Otros Cobros de Efectivo Relativos a la Actividad	-	-	-	-	806	-
Menos pagos (salidas) por:						
Proveedores de Bienes y Servicios	(74,060)	(77,088)	(50,959)	(69,989)	(51,808)	(51,005)
Remuneraciones y Beneficios Sociales	(118,963)	(91,587)	(97,250)	(95,985)	(95,710)	(93,941)
Tributos	(80,960)	(70,143)	(109,221)	(100,817)	(93,060)	(112,590)
Otros Pagos de Efectivo Relativos a la Actividad	4,622	5,707	1,628	(1,878)	-	(2,790)
Cash Flow from Operations (CFO)	149,095	187,300	173,128	165,686	188,899	200,106
Cobranza (entradas) por:						
Venta de Inversiones Financieras	5,166	-	-	84,354	156,043	250,301
Menos pagos (salidas) por:						
Compra de Inversiones Financieras	-	(109,389)	14,415	-	(232,048)	(249,387)
Compra de Inversiones Inmobiliarias	(9,479)	-	-	-	-	-
Compra de Intangibles e Inmuebles, Maquinaria y Equipo	(672,799)	(1,141)	(2,577)	(4,665)	(3,843)	(2,671)
Otros Pagos de Efectivo Relativos a la Actividad	-	(1,624)	(5,531)	(5,290)	-	-
Cash Flow from Investing (CFI)	(677,112)	(112,154)	6,307	74,399	(82,396)	(5,392)
Cobranza (entradas) por:						
Préstamos de Vinculadas	-	63,926	71,834	24,708	157,876	32,953
Emisión de Acciones o Nuevos Aportes	-	30,960	-	-	-	-
Otros Cobros de Efectivo Relativos a la Actividad	675,538	-	-	-	-	-
Menos pagos (salidas) por:						
Amortización o pago de Obligaciones Financieras	-	(20,004)	(78,932)	(74,532)	(100,987)	(32,953)
Dividendos Pagados	(80,000)	(120,000)	(180,000)	(180,000)	(172,000)	(190,000)
Otros Pagos de Efectivo Relativos a la Actividad	(45,458)	(30,960)	-	-	-	-
Cash Flow from Financing (CFF)	550,080	(76,078)	(187,098)	(229,824)	(115,111)	(190,000)
Aumento (Disminución) Neto de Efectivo y Equivalente de Efectivo	18,678	(932)	(7,663)	10,261	(8,608)	4,714
Saldo Efectivo y Equivalente de Efectivo al Inicio del Ejercicio	10,544	29,222	28,290	20,627	30,888	22,280
Saldo Efectivo y Equivalente de Efectivo al Finalizar el Ejercicio	29,222	28,290	20,627	30,888	22,280	26,994

Fuente: AFP Integra 2018. Elaboración propia 2019

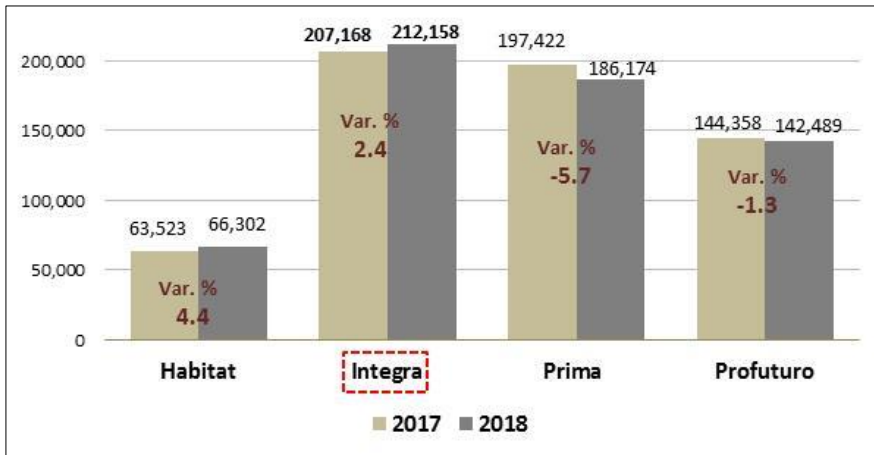
Anexo 10. Análisis de *benchmark* del SPP

Gráfico A. Ingresos totales de las AFP (en miles de soles)



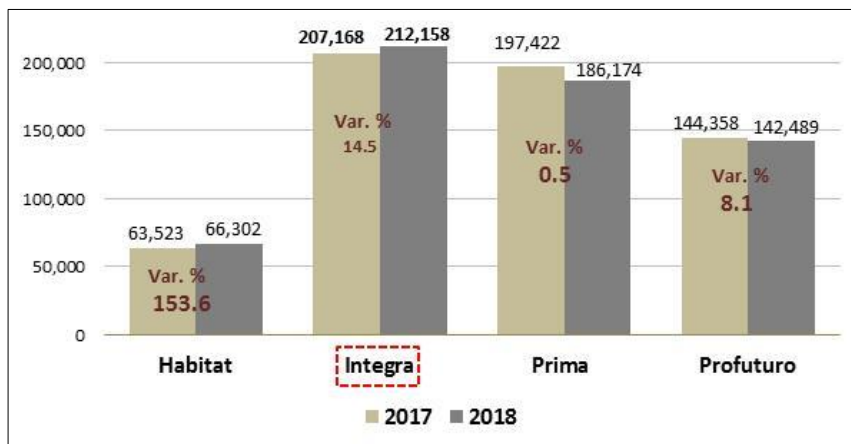
Fuente: EEFF Auditados y No Auditados de AFP Integra, SBS y SMV. Elaboración propia 2019

Gráfico B. Gastos totales de las AFP (en miles de soles)



Fuente: EEFF Auditados y No Auditados de AFP Integra, SBS y SMV. Elaboración propia 2019

Gráfico C. Utilidad Neta de las AFP (en miles de soles)



Fuente: EEFF Auditados y No Auditados de AFP Integra, SBS y SMV. Elaboración propia 2019

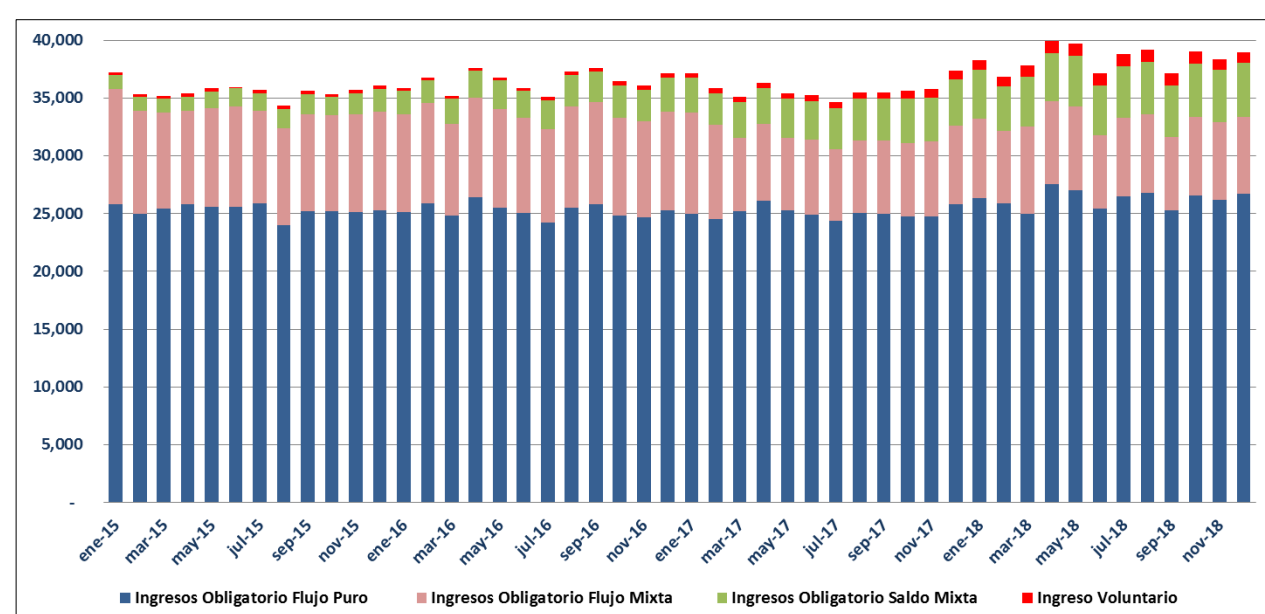
Tabla A. Indicadores financieros de las AFP

Rentabilidad						
ROE						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Habitat	-49%	-74%	-38%	-6%	22%	38%
Integra	11%	15%	15%	13%	13%	15%
Prima	26%	29%	31%	27%	24%	22%
Profuturo	11%	14%	15%	16%	15%	15%
ROA						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Habitat	-43%	-56%	-28%	-5%	15%	27%
Integra	9%	12%	13%	11%	11%	13%
Prima	16%	19%	20%	20%	16%	16%
Profuturo	10%	12%	13%	13%	13%	13%
Margen Neto						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Habitat	-1008%	-125%	-33%	-4%	13%	25%
Integra	29%	40%	41%	36%	37%	39%
Prima	32%	39%	41%	37%	34%	35%
Profuturo	27%	40%	40%	42%	42%	43%
Liquidez						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Habitat	4.68	0.85	0.92	0.63	0.63	1.09
Integra	2.42	2.59	2.79	3.06	2.89	2.74
Prima	0.60	0.52	0.49	0.46	0.43	0.35
Profuturo	1.30	1.68	1.59	1.64	1.65	1.61
Solvencia						
Pasivo Total / Activo Total						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Habitat	0.12	0.25	0.28	0.31	0.31	0.25
Integra	0.18	0.17	0.16	0.16	0.17	0.17
Prima	0.38	0.34	0.33	0.32	0.30	0.26
Profuturo	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
Pasivo Total / Patrimonio						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Habitat	0.14	0.34	0.39	0.44	0.45	0.34
Integra	0.22	0.21	0.19	0.19	0.21	0.20
Prima	0.60	0.52	0.49	0.46	0.43	0.35
Profuturo	0.18	0.18	0.17	0.18	0.18	0.17
EFICIENCIA Y GESTIÓN						
Ingresos / Número de Afiliados Activos (nuevos soles)						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Habitat	27.28	52.72	57.61	61.85	72.20	97.22
Integra	248.06	205.95	213.04	218.43	214.12	229.97
Prima	259.90	267.59	276.31	278.92	249.36	177.64
Profuturo	201.53	172.05	182.97	186.58	182.78	196.88
Total	217.65	203.65	204.79	201.99	189.61	185.22

Fuente: EEFF Auditados y No Auditados de AFP Integra, SBS y SMV. Elaboración propia 2019

Anexo 11. Evolución de Ingresos Comisiones

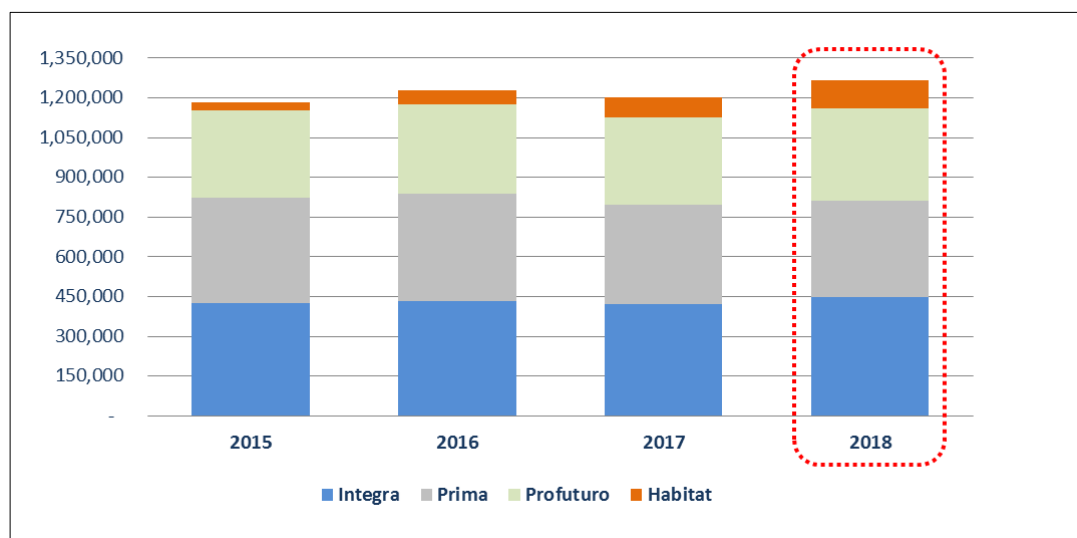
Gráfico A. Evolución de ingresos comisiones de AFP Integra (en miles S/)



	CAGR	Total Ingreso (Miles de Soles)					
	2015-2018	2017	Peso	2018	Peso	Var. %	Var. Abs
Ingresos Obligatorio Flujo Puro	1.24%	300,711	70%	315,309	68%	4.9%	14,598
Ingresos Obligatorio Flujo Mixta	-7.37%	81,015	19%	81,519	18%	0.6%	504
Ingresos Obligatorio Saldo Mixta	42.06%	40,876	10%	52,345	11%	28.1%	11,469
Ingreso Voluntario	59.63%	6,392	1%	12,053	3%	88.5%	5,661
Ingresos Totales	2.63%	428,994		461,226		7.5%	32,232

Fuente: Elaboración propia 2019

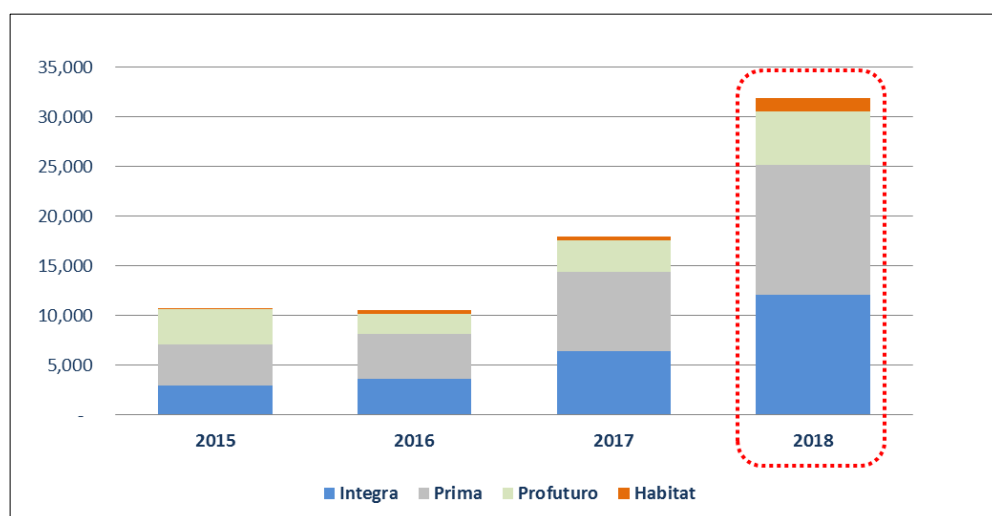
Gráfico B. Ingresos Comisiones Obligatorio en el SPP (en miles soles)



	CAGR	Total Ingreso Comisiones Obligatorio (Miles de Soles)					
	2015-2018	2017	Peso	2018	Peso	Var. %	Var. Abs
SPP	2.26%	1,203,445		1,265,025		5.1%	61,580
AFP Integra	1.89%	422,602	35%	449,173	36%	6.3%	26,571
AFP Prima	-2.99%	374,709	31%	363,837	29%	-2.9%	-10,872
AFP Profuturo	2.04%	327,078	27%	348,682	28%	6.6%	21,604
AFP Habitat	48.32%	78,700	7%	103,333	8%	31.3%	24,633

Fuente: Elaboración propia 2019

Gráfico C. Ingresos comisiones voluntarios en el SPP (en miles S/)



	CAGR	Total Ingreso Comisiones Voluntario (Miles de Soles)					
	2015-2018	2017	Peso	2018	Peso	Var. %	Var. Abs
SPP	44.20%	17,951		31,940		77.9%	13,988
AFP Integra	59.63%	6,392	36%	12,053	38%	88.5%	5,661
AFP Prima	46.56%	7,939	44%	13,093	41%	64.9%	5,154
AFP Profuturo	15.87%	3,215	18%	5,453	17%	69.6%	2,238
AFP Habitat	278.93%	361	2%	1,341	4%	271.7%	980

Fuente: Elaboración propia 2019

Anexo 12. Supuestos de las proyecciones

Comisiones

Para la proyección de ingresos, se toma en cuenta las Comisiones provenientes de los aportes obligatorios de los afiliados, el % de la comisión Flujo Puro (Precio Fijo) se mantiene invariable en el tiempo a excepción de la comisión por Saldo Mixto (Precio Saldo) y comisión por Flujo Mixto⁵³ (Precio Flujo Mixto), el componente por Saldo se reducirá hasta 0.82% y comisión por Flujo será cero (es decir, no habrá cobro sobre el sueldo) respectivamente.

Tabla A. Comisiones

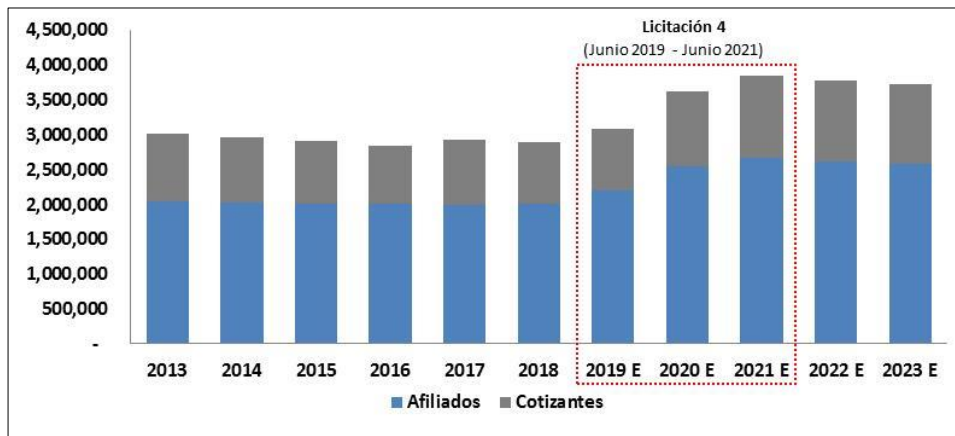
		2019			2020	2021	2022	2023
		Ene - Feb	Mar - May	Jun - Dic				
Integra	Precio Fijo	1.55%	1.55%	1.55%		1.55%		
	Precio Flujo Mixto	0.90%	0.56%	0.00%		0.00%		
	Precio Saldo	1.20%	1.20%	0.82%		0.82%		

Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Cantidad de afiliados y cotizantes

Conforme se demuestra en los análisis de los clientes de AFP Integra, al adjudicarse la cuarta licitación de nuevos afiliados se logró el rejuvenecimiento de la cartera; es un indicador primordial para el supuesto del número de afiliados en el sistema; se parte de la base de 2,008,747 afiliados. Así mismo, un factor importante para el análisis la base de las cifras de cotizante; se parte de la base de 820,504. Esa tasa de cotización proyectada se recoge de la historia y se mantiene como driver para determinar la fuente de ingresos real que tendrá. Se considera el 40.10% y luego escalonada con crecimiento de 5%.

Grafico A. Cantidad de afiliados y cotizantes



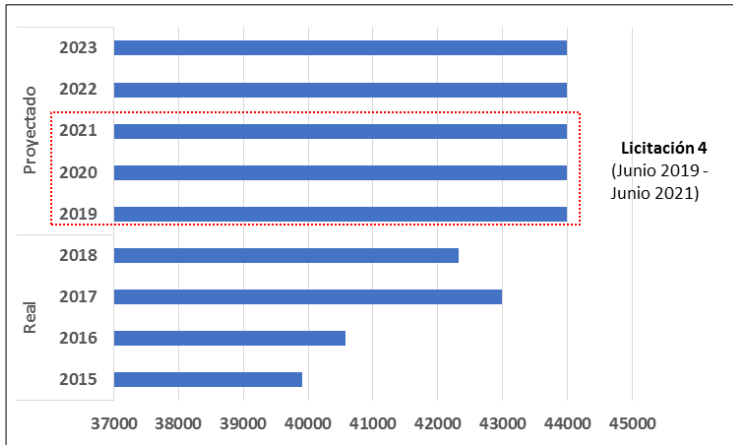
Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

⁵³ Las subastas de licitación de afiliados, junto con la disposición a las AFP según lo establecido en la Ley N° 29903 los afiliados habrían migrado al sistema de cobro de comisión por saldo, que cada dos años disminuir hasta 2023 el peso del componente comisión por flujo mixto.

Fuga de Afiliados (REJA)

Otra variable importante para la proyección de ingresos es la fuga de afiliados de AFP Integra; en promedio en los últimos años la fuga de afiliados se refleja en las personas que se jubilan por ley, se jubilan anticipadamente (REJA⁵⁴), Invalidez, Sobrevivencia y en promedio es de 40 000 personas anuales, además de una tendencia a incrementarse. Este incremento es un componente para las proyecciones ya que se espera que las personas sigan jubilándose anticipadamente, en promedio 44 000 personas anuales.

Grafico B. Fuga de afiliados (REJA)

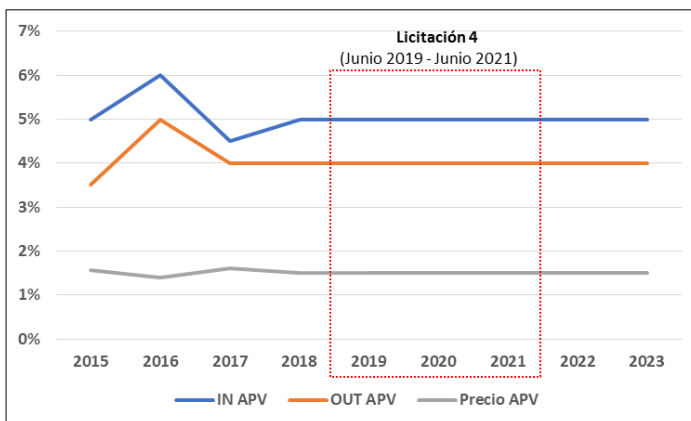


Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Aporte voluntarios

Una de las principales variables para realizar la proyección de ingresos de AFP Integra es la parte de los Aporte Voluntarios. En promedio se tiene que los aportes voluntarios (In APV) es del 5% del total del AUM; con respecto al retiro de los Aportes Voluntarios (OUT APV) en promedio los últimos años fue del 4% del AUM Total. Los ingresos de AFP Integra es la comisión que se cobra por administrar estos fondos voluntarios, en promedio el ingreso es del 1.51% con respecto al AUM Total.

Gráfico C. Aportes voluntarios



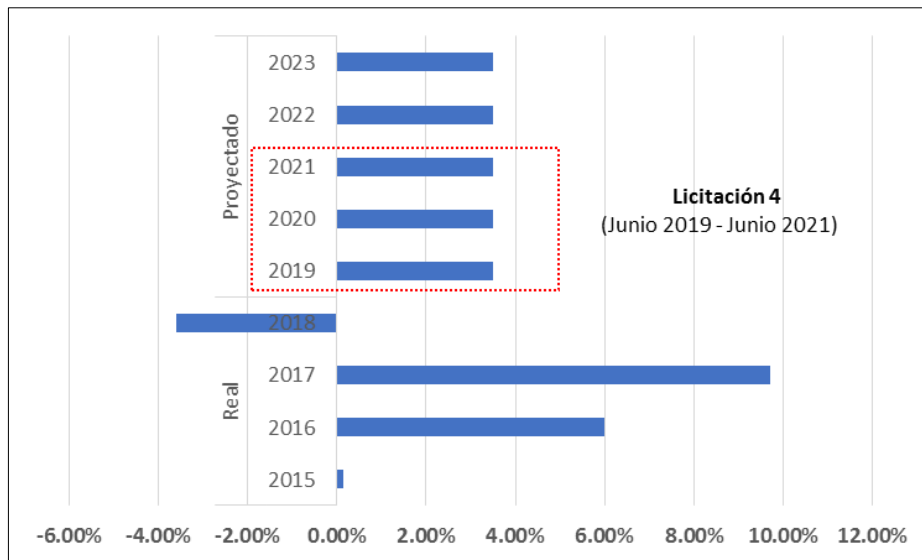
Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

⁵⁴ Desde 2016, con modificación de la Ley N° 29903, el afiliado que cumpla con los requisitos establecidos, podrá acogerse a la jubilación anticipada, disponiendo del 95,5 % de su CCI, saliendo de esta forma y de manera automáticamente del sistema.

6 Rentabilidad del fondo

La variable rentabilidad del fondo es una de las principales que se debe de proyectar. En los últimos años se ha visto que esta rentabilidad ha sido muy volátil, teniendo picos de 10 % y mínimos de -3 %. Cabe resaltar que estas rentabilidades son anuales y reales. Para la proyección se ha hecho un promedio geométrico con respecto al tamaño de los fondos. El promedio para las proyecciones se va a tomar 3,5 % de rentabilidad anual.

Grafico D. Rentabilidad del fondo



Fuente: AFP Integra 2019. Elaboración propia 2019

Supuestos de las variables más significativas

- Gasto Administrativo de AFP Integra tuvo una ratio promedio de 30 % de los ingresos, para las proyecciones se consideraron un porcentaje promedio similar y el Gasto de Ventas de AFP Integra tuvo una ratio promedio de 12 % de los ingresos, para las proyecciones se considerará un porcentaje por debajo de este máximo ya que, las inversiones de la empresa apuntan a una eficiencia en esta partida.
- Cabe resaltar con la adjudicación de la licitación 2019 y para poder mantener los márgenes de los últimos años, no se realizará inversiones de activo (Capex) importantes en los próximos dos años que dure la licitación. Una vez que pase este periodo, seguirá desarrollando el plan de inversiones en activos para darle mayor soporte a la empresa; este porcentaje de inversión se estimó en un 1,1 % de los ingresos
- Históricamente entre 2007- 2017 el AFP Integra no tiene deudas con terceros, esto se mantiene en las proyecciones.
- Las expectativas de inflación mencionan que no superará a 3 por ciento y se podría presentar una gradual disminución, según fuentes del BCRP.
- Los supuestos postulados han sido definidos a partir de la entrevista que el CFO de AFP Integra ofreció.
- **Valores negociables de propiedad de la AFP.** Corresponde a la participación de AFP Integra en fondos mutuos y fondos de inversión privados administrados por Fondos Sura SAF los cuales generan ganancia, se observó que los cuatros años anteriores, fue en

promedio igual a 16 %. De esta manera, se tomó dicho porcentaje para proyectar los valores de los años siguientes.

- **Cuentas por cobrar.** Se consideran principalmente a las comisiones sobre el saldo de los Fondos, asumidos por los afiliados a través de cargos realizados a sus respectivas CIC, se observó que los dos años anteriores, fue en promedio igual a 0,4 %. Se consideró tomar dicho porcentaje para proyectar los valores de los años siguientes.
- **Cuentas por cobrar a vinculadas.** En este rubro se considera a cuatro préstamos en soles y dólares otorgados a Sura Asset Management Perú S.A. Se observó que el promedio de los últimos 4 años fue 1 % y se conoce que, a nivel de Grupo, las vinculadas cuenta con la liquidez de AFP Integra para la planificación financiera. Esos préstamos se pagarán en los plazos previstos, pero pueden volver a tomarse otros. Así, se tomó el mencionado porcentaje para las proyecciones.
- **Encaje legal.** Consiste básicamente garantizar la rentabilidad mínima de los fondos de conformidad con los parámetros exigidos vigentes por ley; este valor será incorporado a cada Fondo en caso de no obtener la rentabilidad mínima. La rentabilidad de los fondos nunca ha estado por debajo del mínimo requerido, por esa razón, AFP Integra ha provisionado el valor que por ley se exige, aunque históricamente nunca haya tenido que cubrir ningún mal resultado. En las proyecciones se ha tomado como referencia este mismo comportamiento. Se provisiona el valor que corresponde a la rentabilidad mínima pero no es necesario asignar ese valor a ningún fondo para compensar incumplimiento de rentabilidad mínima.
- **Activos intangibles.** El rubro incluye valor estimado de los intangibles identificados como consecuencia de la adquisición de AFP Horizonte S.A. y además intangibles como Relación con los clientes, *software* y marca. Se observó que, en los últimos años decreció hasta llegar a 38%. Dicho comportamiento fue utilizado para realizar la proyección.
- **Cuentas por pagar comerciales.** Consisten básicamente proveedores locales, tienen vencimiento corriente y no generan intereses. Se observó que, en los últimos dos años en promedio es igual a 0,1 %. Dicho comportamiento fue utilizado para realizar la proyección.
- **Otras cuentas por pagar.** Corresponde por las primas pagadas por los afiliados al fondo de pensiones (pólizas por riesgo de invalidez y sobrevivencia) deben ser transferidas dichas pólizas a las compañías de seguros ganadoras del proceso de licitación; además, a los abonos recibidos por concepto de comisiones y otras retenciones relacionadas con depósitos y se obtuvo un nivel promedio en los últimos dos años de 5 %. Por ello, se utilizó dicho porcentaje para la proyección.
- **Pasivo por impuesto a la renta diferido.** Corresponde a las variaciones por valorización del encaje legal y los pagos a cuenta del impuesto a la renta de tercera categoría del encaje legal, además del impuesto proveniente del reconocimiento del valor razonable en la compra de AFP Horizonte (relación con clientes, marca y revaluación de inmuebles). Se observó que, en los últimos años creció hasta llegar a 8 %. Dicho comportamiento fue utilizado para realizar la proyección.

Anexo 13. Entrevista con CFO

Día: Martes 6 de marzo. 5:00 PM y Martes 31 de julio. 3:40 PM
Lugar: Oficinas AFP Integra – San Isidro
Participantes: César Chang – CFO
Toshio Leandro
Max Ramos
Gabriela Maycock

¿AFP Integra maneja algún ratio de inversión en Activos, o establece alguna estimación sobre su inversión en CAPEX y la amortización de estas, para sus proyecciones?

Históricamente, el activo ha sido conformado por las inversiones en inmuebles y oficinas. Básicamente en Lima, en provincias es otra la estrategia. Con el desarrollo tecnológico se ha marcado una clara necesidad a migrar el estilo de hacer gestión para la Administradora y sobretodo mantener el CRM (Customer relationship management) con nuestros afiliados. Para los próximos años, habrá un notable incremento porque la Administradora está desarrollando muchos proyectos que se concretarán en la adquisición de plataformas e implementaciones de la mano con la tecnología. Ya SURA como Grupo lo tiene claro y hacia ahí vamos. Valores no puedo precisar, pero son muy relevantes, están incluidos dentro de nuestros planes y estamos seguros, la salida en vivo de estos proyectos, marcará la diferencia en el sector. Con respecto al tratamiento contable de estas inversiones, se activa todo el gasto y se amortiza en un periodo máximo de 10 años.

¿Cuál es la tasa mínima de retorno de los proyectos que maneja la empresa?

Sura tiene bien identificados sus riesgos. El Grupo se mueve con una expectativa de retorno mínima en sus inversiones de no menos del 12.10 ... y aunque hemos tenido casos en los que algunos proyectos generan retornos mayores, esa es la tasa con la cual se mide la gestión y se generan expectativas de sostenibilidad.

¿Qué expectativas tiene con respecto al crecimiento de la empresa?

Todas! El mundo lo indica. La humanidad debe ser previsor. Nuestra organización está fundada bajo esos ideales.. de acompañar a la persona en el logro y tangibilización de superación, que viene traducida en la capacidad asegurar una madurez y vejez segura. La sociedad hacia allá va. Confiamos en que nuestros esfuerzos por generar conciencia en la sociedad, que no solo es nuestro sino de todo el sistema, acabará por demostrar que las AFP juegan uno sino, el rol más importante para el desarrollo de una sociedad en el mundo moderno.

Acompañado del crecimiento del PBI, los ingresos por la administración de la riqueza de las personas, también crecerá... como también hay expectativas de aumento del empleo formal y que la estabilidad política llegue lo más pronto posible.

¿Cuál es el retorno mínimo aceptable que los accionistas esperan?

El Grupo Sura se mueve con una expectativa de crecimiento y el retorno mínimo exigido es de 10.16%.

Nosotros hemos analizado su estructura de costos ¿Con respecto a los gastos de ventas y gastos administrativos, se espera alguna variación para los próximos años?

Que los gastos administrativos vayan a aumentar. Es lo que se espera, precisamente por lo que les comenté de todos los proyectos que tenemos *on going*. Muchos de estos proyectos son liderados con equipos multidisciplinarios internos, que hemos ido diseñando, con el performance y perfiles idóneos, en otros, hay un factor de talento importado, (ja ja ja- risas) Sura como grupo pretender que este plan de Continuidad sea integrado y se están haciendo sinergias en todos los países.. evidentemente hay un costo detrás que se verá en los próximos años.

Sin embargo, también se espera que, con la remodelación del sistema y la gestión de la venta, los gastos de ventas, me refiero a las comisiones, que hoy soy muy considerables, presentarán ahorros entre 3% a 5%, ya que tenemos iniciativas para poder disminuir este gasto.

¿Esperan que los ingresos del APV sigan en crecimiento?

No puedo decírtelo sin pedirte que sean prudentes. Hacia eso vamos. La conciencia en la sociedad y el pensamiento previsorio del peruano, se concretará en ese incremento de aportes voluntarios, sin duda alguna ese es el futuro de nuestra administradora.

Nuestro equipo ha analizado el modelo financiero y ha hecho supuestos sobre la estimación de una proyección resultados, puede darnos sus comentarios sobre nuestras consideraciones:

El crecimiento promedio de los sueldos es del 2% anual -> Es válido, el negocio espera que por lo menos los sueldos de nuestros afiliados, crezca un valor similar al de la inflación.

Incremento neto de APV en promedio 1% -> Con los cambios en la Ley, recientemente incorporados, se ve un crecimiento en el APV en esas magnitudes.

Comisión de APV 1.5%-> Eso es un buen estimado.

Rentabilidad promedio anual del fondo de 4% -> Tenemos unos “tigres”, en promedio la rentabilidad ha sido 5%, es conservador y adecuado pensar que podría rendir 4 %.

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

• **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

1. Costo de capital (**K_e**)

El método usado en el presente informe es CAPM (denominado en inglés Capital Asset Pricing Model) en un país emergente, se realiza algunos ajustes al modelo para recoger el riesgo adicional de un inversionista por comprometer capital en un país emergente; emplea la siguiente fórmula

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \text{Riesgo País} + \alpha$$

Donde:

1.1. Tasa Libre de Riesgo (**Rf**)

Se utiliza como Benchmark, la última referencia del Yield US Treasury Bond 10 Years, por ser un mercado líquido y profundo; este indicador de riesgo en diciembre 2018 fue 2.69%

1.2. Beta de Mercado. (**β**)

Se analizó el beta de 0.87 según Damodaran a través de una muestra de 334 empresas del mercado emergentes del sector de Inversión y Administración de Activos (Investments & Asset Management). Se consideró usar el beta de mercado emergente por que debe referenciar el riesgo asociado con la incertidumbre política, económica y social con relación al mercado debe ser mayor que uno, que sus comparables de tomar un beta de países desarrollados que usualmente tienen menores betas (beta =0.73); dentro del grupo de países conformados del mercado emergentes, tres países de la región lo conforman (México, Brasil y Chile).

1.3. Prima de riesgo de mercado. (**Rm – Rf**)

El valor de Risk Premium es la diferencia del retorno promedio del mercado americano (S&P 500) y del retorno promedio de los bonos del tesoro Americano. El promedio utilizado para obtener una mayor precisión en la valoración fue Geometric Average (1928–2018) de 4.66%, porque es una tasa de crecimiento compuesto y para evitar la dispersión utilizamos un horizonte de tiempo más prolongado; es decir, disminuye la variabilidad de las tasas promedio del retorno de mercado y otorga una mayor estabilidad al cálculo del CAPM.

1.4. Riesgo país

Se consideró 1.67%. Este es medido por el Estimating Country Risk Premiums el cual incorpora calificaciones soberanas en moneda local (de Moody's) y calculo predeterminado en base de los bonos gubernamentales libres predeterminada.

1.5. Premio por Tamaño⁵⁵ de la empresa.

Según Damodaran (2009) y Sabal, Jaime (2002) en el libro: Financial Decisions in Emerging Markets plantea aplicar un ajuste adicional al CAPM de mercados emergentes, además de la Prima de Riesgo País, el α para la diversificación del riesgo en un portafolio donde el inversionista puede invertir en distintos países; dado que el Riesgo país puede no cubrir todos los riesgos adicionales de invertir en mercados en desarrollo.

La tasa de descuento se muestra resumida en el siguiente cuadro.

Componetes	
Tasa Libre de Riesgo (<i>Rf</i>)	2.69
Beta (β)	0.87
Risk Premium (<i>Rm - Rf</i>)	4.66
Riesgo País (<i>Rp</i>)	1.67
Size Premium (α)	1.79
Ke	10.18

Fuente: Elaboración propia 2019

⁵⁵ Se consideró la información de Ibbotson para el Premio por Tamaño de la empresa, para este análisis se trató con el promedio ponderado del sector y de la Valoración de AFP Cuprum (Chile) por KPMG en 2014; para este componente consideramos que la mediana es un indicador más adecuado ya que busca capturar con mayor certeza el valor de la empresa.

Vale precisar, según en “Algunos errores comunes que se deben evitar al estimar y aplicar Tasas de Descuento” realizado por Deloitte (2014) en la práctica las tasas de descuento estimadas diferirán entre compañías, mercados y áreas geográficas debido a juicios de diferentes practitioners en torno a algunos de los componentes clave de la tasa de descuento y a los diferentes enfoques en aplicar el CAPM.

- **Limitaciones del CAPM**

Según Aswath Damodaran determina que los parámetros del modelo no pueden ser estimados con precisión, el modelo hace suposiciones poco realistas (las empresas pueden haber cambiado durante el periodo de ‘estimación’ y la definición de un índice de mercado). Además, si el modelo es correcto, debería haber: una relación lineal entre retornos y betas, y la única variable que debería explicar los retornos son os betas; pero la realidad es que la relación entre betas y retornos es débil y otras variables (tamaño, precio/valor contable) parecen explicar mejor las diferencias en los rendimientos.

Según Pablo Fernández (2015) determina que «La Prima de Riesgo del mercado» y «Beta de mercado de una empresa» es imposible determinar porque tales números no existen debido a las heterogéneas expectativas de los inversores. Además, el Beta calculado con datos históricos no es buena aproximación a la beta de la empresa y el CAPM no funciona (hay más factores que afectan a su rentabilidad exigida, además de la covarianza de la rentabilidad de una empresa con la rentabilidad del mercado, la tasa sin riesgo y la prima de riesgo del mercado).

- **Críticas a Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

Según Fischer Black, Myron S. Scholes y Michael C. Jensen (1972) realizaron una serie de pruebas, a través de la construcción de modelos de series de tiempo para verificar la relación lineal entre rentabilidad y riesgo a partir del coeficiente beta, los resultados mostraron evidencias satisfactorias de la validez del CAPM en el mercado bursátil estadounidense. Según Craig Mackinlay (1994) detalla que los modelos multifactores no explican del todo las desviaciones del CAPM, tales evidencias lo dividen en dos categorías: alternativas basadas en el riesgo y alternativas no basadas en el riesgo. Según Fama y French (1992) realizando un estudio del comportamiento del mercado bursátil norteamericano (durante el periodo de 1941 y 1990, concluyeron que la volatilidad de una acción medida únicamente por el coeficiente beta no explicara completamente el comportamiento de los rendimientos de la acción y del mercado.

Modelo de Tres factores de Fama y French

Explica que existen diferencias relevantes en la rentabilidad media de las acciones que no son explicadas por el riesgo sistemático, lo son por otras variables: el tamaño y ratio valor contable a valor de mercado, adicionales al coeficiente beta.

- **Método por el valor de los dividendos**

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y representa, en algunos casos, el único flujo de efectivo periódico que obtienen de las acciones. La política de dividendos de AFP Integra desde 2013 se ha mantenido con un ratio de payout por encima del 100%, lo que

significa que la empresa distribuye utilidades por más de la utilidad que genera, en algunos periodos. El Modelo de Gordon (1962) es más adecuado para empresas que tienen una política de pagos de dividendos bien establecidos y que sea perdurable en el futuro. Asimismo, para el modelo de dos periodos (H Model) se asume que el pago de dividendos y el costo de capital sean constante en el tiempo y no se vea afectado por la tasa de crecimiento (g). Este método de desestima porque la empresa no tiene una política de dividendos bien definidos como se reflejó en el periodo 2015 - 2018, por lo tanto el pago de dividendos y su costo de capital podría no ser constante en los próximos años, y despejar esa variable de tasa de descuento para hallarla será no apropiada; ocasionando una debilidad en este método.

- **Método múltiplos comparables**

AFP Horizonte fue vendida en el año 2013 a un precio de \$USD 515 Millones a tiempo de cambio al cierre de Marzo 2013 S/ 1,331 Millones. Esto representa un valor por acción de S/ 20.60 y si lo comparamos con el valor nominal de cada una de estas acciones 0.35; se concluye que AFP Horizonte fue vendido a 58.86 veces su valor nominal por acción.

Tabla A. Transacción de AFP Horizonte

AFP Horizonte	
Valor de Venta	515,978,727
TC Marzo 13	S/. 2.58
Valor Soles	1,331,225,116
Acciones	64,616,488
Valor Nominal Marzo 13	S/. 0.35
Valoe Venta x Accion	20.60
Multiplo	58.86

Fuente: SBS, BVL, Revista Gestión. Elaboración propia 2019

Pero esta transacción se dio hace más de 5 años; además, las condiciones del mercado no eran las mismas ya que por ejemplo el sueldo promedio de las AFP en ese entonces era S/ 2,750.00 comparado con el actual de S/ 3,100.00. Otra variable importante es que dentro de este contexto las inversiones tanto en minería como en otros rubros no eran los mismos que en la actualidad, esto es importante ya que los ingresos de las AFP dependen directamente al incremento del empleo formal y esto es una consecuencia del crecimiento de la economía (2013 el crecimiento de la economía de 5.02% mientras que para el cierre del 2018 fue de 4.00%). Debido a ello, no son comparables con AFP Integra como método de múltiplos comprables de transacción.

- **Método Pure-Play⁵⁶**

Pure-Play es un enfoque que se utiliza para estimar el costo de capital de las empresas, que implica examinar el coeficiente beta de las compañías comparables que operan dentro de la misma industria.

⁵⁶ Según el CFA Institute (2011) señala los aspectos a considerar en el método Pure-Play.

$$(1) \quad \beta_{U \text{ Comparable}} = \frac{\beta_{L \text{ Comparable}}}{\left[1 + \left((1 - t_{\text{Comparable}}) \frac{D_{\text{Comparable}}}{E_{\text{Comparable}}} \right) \right]}$$

Los betas estimados son betas apalancados⁵⁷, es decir, reflejan el riesgo no diversificable del negocio como el riesgo financiero relacionado con el nivel de apalancamiento de la empresa, por lo tanto hay que des-apalancar el beta y luego re-apalancar con la estructura de capital de la empresa que se va analizar.

$$(2) \quad \beta_{L \text{ Proyecto}} = \beta_{U \text{ Comparable}} \left[1 + \left((1 - t_{\text{Proyecto}}) \frac{D_{\text{Proyecto}}}{E_{\text{Proyecto}}} \right) \right]$$

El Beta Comparable de las AFP Chilenas⁵⁸ con el método Pure-Play se muestra en el siguiente cuadro:

Compañías Comparables	Mkt Cap	W	Beta	W*Beta	Tax	D/E	(1)
<i>AFP Habitat</i>	937,400	35%	0.82	0.29	26%	0.27	0.24
<i>AFP CUPRUM</i>	676,824	25%	0.55	0.14	19%	0.16	0.12
<i>AFP Provida</i>	1,049,700	39%	0.44	0.17	35%	0.05	0.17
Total	2,663,924					Beta despalancado	0.53
						*	(2)
			Beta despalancado		Tax	D/E	
			Beta Apalancado	0.53	33.5%	0	0.53

Nota: Impuesto y D/E es de AFP Integra

- **Hurdle Rate**

Las organizaciones definen Hurdle rate según la "tasa de rendimiento" mínima que considerarán al evaluar las propuestas de inversión y acción. En consecuencia, la práctica de la Hurdle rate no tiene por qué ajustarse a las normas de información GAAP o del gobierno. Por lo tanto, los funcionarios financieros pueden aplicar juicios subjetivos, aprovechar su experiencia y ajustar Hurdle rate a otra cosa que no sea WACC. Pueden elevar Hurdle rate en varios puntos porcentuales, por ejemplo, cuando creen que una propuesta es arriesgada.

⁵⁷ Al calcular el CAPM de una empresa, se obtiene del Beta Apalancado (incluye los riesgos económicos y financieros)

⁵⁸ Para determinar el beta se utilizó empresas comparables obtenidas por medio de Bloomberg, la regresión de 5 años históricos, frecuencia de datos semanal. Se utilizó el Beta Raw como muestra de Bloomberg.

Según Damodaran (2009) señala en el paper: “The Investment Principle: Estimating Hurdle Rates” que invierta en proyectos que produzcan un rendimiento mayor que la tasa mínima aceptable de Hurdle rate y el Costo del Equity o el Costo del Capital pueden usarse como Hurdle rate, dependiendo que si los retornos medidos son para inversionistas de equity o para todos los reclamantes de la empresa (capital). Por lo tanto, no existe una metodología estandarizada para su cálculo porque considera varios tipos de riesgos (inflación, riesgo país, tasa interés, etc.).

- **Metodología aplicada en la valoración de AFP Integra**

Es importante resaltar que la estimación de la tasa retorno se fundamenta principalmente del dato otorgado por el representante de la AFP Integra, en el anexo 13 menciona que la tasa retorno mínimo es de 10.16%, entrevistado con la finalidad de ampliar las consideraciones en torno al negocio y sus proyecciones. En la práctica, Hurdle rate no suele ser un método muy utilizado, por ser una tasa corte definida por la corporación y por lo tanto es información interna que no está disponible para un analista externo.

Vale precisar, según la “Ultimas Practicas Valorización Mercado” realizada por Ernst and Young (EY 2017) en la sección “Estimación de Tasa de Descuento” refleja que 74% el método utilizado es CAPM, Hurdle Rate con 24% utiliza un tasa corte definida por la corporación y dejando un 2% con otras metodologías; además, según “Enfoques para calcular proyecto con Hurdle rate” realizada por PriceWaterhouseCoopers (pwc 2011) en una encuesta global de CFO de 127 empresas sobre Hurdle rate, menciona que 60% representa en los proyectos para el WACC. Por lo tanto, CAPM es unas metodologías muy utilizadas en una valoración como se menciona en la encuesta de Ernst and Young (EY 2011), pero también tiene sus detractores por los supuestos y dificultades para sus cálculos; por no disponer la tasa de retorno requerida definida por la corporación.

Anexo 15. Metodología de cálculo de la valorización

Método de flujos de caja descontado o Discounted Cash Flow Method (DCF)

Según Pablo Fernández (2002) comenta diez métodos para una valorización de empresas, pero la más utilizada es la llamada Free Cash Flow to Firm (FCFF) que se muestra en la siguiente formula:

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

Por lo tanto tomando de la ecuación anterior, se obtiene Free Cash Flow to Equity (FCFE):

$$FCFE = FCFF + \Delta Deuda Financiera - Pago de Intereses * (1 - t)$$

Finalmente, el Valor Residual, según Pablo Fernández (2016) señala se puede calcular con la réplica del último año del flujo de caja que se considerada en la proyección, la formula se detalla así:

$$\text{Valor Residual} = \frac{CF_t * (1 + g)}{(k - g)}$$

En el denominador del valor residual se considera la tasa de descuento calculada, en este caso como AFP Integra no tiene deuda financiera el WACC será similar al Ke (10,16%) y la tasa de crecimiento a perpetuidad, en este caso consideramos una tasa al crecimiento del PBI proyectado de 3% (g = 3%). De este modo, ya que se proyectan los flujos de caja de diez periodos, su valor residual se replica el flujo de caja del año diez y que esto se plasma en la formula señalada previamente. Es así, la metodología FCFE es la más adecuada para aplicar, dado que AFP Integra no registra deuda financiera y según Damodaran (2008) menciona si se descuenta con Ke entonces se usa FCFE.

Anexo 16. Resumen de AFP's aplicando la metodología de valorización

Año	País	AFP	Oferente	Tipo de Adquisición	Entidad Valorizadora	Metodo de Valorización	Valorización (Valor por Acción)	# Acciones a adquirir
2006	Perú	AFP Union Vida S.A.	Prima AFP S.A.	Directa	SUMMA	Valor. Flujo de Caja	S/. 17.00	8,476
2008	Perú	Profutuo AFP S.A.	JH Holdings S.A. (Scotiabank)	Directa	Enfoca	Valor. Flujo de Caja	S/. 10.90	894,628
2010	Perú	Profutuo AFP S.A.	JH Holdings S.A. (Scotiabank)	Directa	SUMMA	Valor. Flujo de Caja	S/. 20.94	90,014

Fuente: SMV y BVL. Elaboración propia 2019

Año	País	AFP	Oferente	Tipo de Adquisición	Entidad Valorizadora	Metodo de Valorización	Valorización (Valor estimado del patrimonio).
2014	Chile	AFP Cuprum S.A.	Principal Institucional Chile	Ecuación de canje (Fusión)	KPMG	Valor. Flujo de Caja	654.600 CLP (pesos chileno)

Fuente: página web AFP Cuprum y KPMG. Elaboración propia 2019

Anexo 17. Estado de Resultado y Estado de Situación Financiera proyectados

1. Estado de Resultados proyectado (en miles soles)

	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
TOTAL INGRESOS BRUTOS	428,984	462,335	388,638	376,417	423,980	443,138	458,142	469,308	480,644	491,451	498,099	500,558
	-2%	8%	-16%	-3%	13%	5%	3%	2%	2%	2%	1%	0%
GASTOS OPERACIONALES												
Gastos Administrativos	(134,564)	(136,237)	(123,986)	(119,358)	(140,610)	(150,665)	(157,024)	(159,787)	(163,755)	(167,538)	(169,865)	(170,726)
Gastos de Venta	(40,815)	(43,616)	(38,849)	(37,628)	(42,382)	(44,297)	(45,797)	(46,913)	(48,047)	(49,127)	(49,791)	(50,037)
EBITDA	253,605	282,482	225,803	219,431	240,988	248,176	255,321	262,607	268,842	274,786	278,443	279,795
D&A	(31,789)	(32,305)	(22,206)	(22,237)	(18,876)	(16,028)	(15,312)	(16,750)	(17,046)	(17,328)	(17,502)	(17,566)
EBIT	221,816	250,177	203,597	197,195	222,112	232,148	240,008	245,858	251,796	257,458	260,941	262,229
OTROS INGRESOS Y EGRESOS	4,464	9,517	6,257	6,060	6,826	7,135	7,376	7,556	7,738	7,912	8,019	8,059
EBT (Utilidad antes de impuestos)	226,280	259,694	209,854	203,255	228,938	239,282	247,384	253,414	259,535	265,370	268,960	270,288
			(70,301)	(68,090)	(76,694)	(80,160)	(82,874)	(84,894)	(86,944)	(88,899)	(90,102)	(90,546)
Utilidad Neta	157,817	180,662	139,553	135,165	152,244	159,123	164,511	168,520	172,591	176,471	178,859	179,741

Fuente: AFP Integra, 2018. Elaboración propia 2019

2. Estado de situación financiera proyectado (en miles soles)

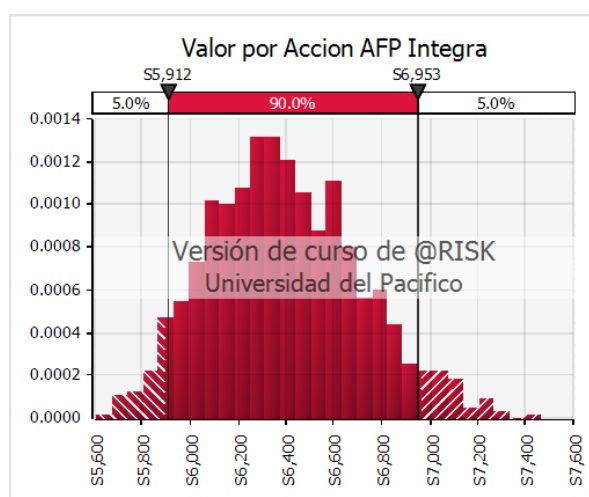
	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
Efectivo y Equivalentes de efectivo	22,280	26,994	25,190	21,853	24,861	42,236	35,687	30,108	33,025	25,639	26,053	16,057
Valores Negociables de Propiedad de las AFP	243,134	248,021	230,309	218,017	205,155	197,072	204,843	205,969	202,389	201,936	195,554	190,710
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	5,058	5,852	5,953	6,056	6,160	6,266	6,374	6,484	6,596	6,710	6,825	6,943
Cuentas por Cobrar a vinculadas	29	0	15	14	13	13	13	13	13	13	13	12
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	1,092	1,697	555	525	494	475	493	496	488	486	471	459
Gastos Contratados por Anticipado	1,391	961	972	984	996	1,008	1,020	1,032	1,044	1,057	1,069	1,082
Otros Activos	484	484	485	486	487	487	488	489	490	491	492	493
Activo Corriente	273,470	284,069	263,479	247,935	238,166	247,557	248,918	244,592	244,044	236,332	230,477	215,755
Encaje legal	561,698	545,325	573,098	578,829	584,617	590,463	596,368	602,332	608,355	614,439	620,583	626,789
Inmuebles, Maquinaria y Equipo (neto)	34,923	32,773	32,053	30,944	29,826	28,657	27,468	26,223	24,918	23,554	22,129	20,791
Activos Intangibles (neto)	571,615	547,723	535,688	517,155	498,463	478,931	459,060	438,247	416,442	393,641	369,839	347,477
Activo No Corriente	1,182,756	1,140,119	1,140,839	1,126,928	1,112,906	1,098,051	1,082,896	1,066,801	1,049,715	1,031,634	1,012,552	995,057
TOTAL ACTIVOS	1,456,226	1,424,188	1,404,317	1,374,863	1,351,072	1,345,608	1,331,815	1,311,393	1,293,759	1,267,965	1,243,029	1,210,812
Pasivos y Patrimonio												
Cuentas por Pagar Comerciales	1,037	2,066	2,129	2,193	2,260	2,328	2,399	2,471	2,546	2,624	2,703	2,785
Cuentas por Pagar a vinculadas	760	655	662	668	675	682	689	696	703	711	718	725
Otras Cuentas por Pagar	68,410	60,527	65,880	59,864	54,398	54,955	55,517	56,084	56,658	57,238	57,823	58,414
Pasivo Corriente	94,573	103,575	68,670	62,726	57,333	57,965	58,605	59,252	59,908	60,572	61,244	61,925
Pasivo por Impuesto a la Renta Diferido	127,496	108,930	110,837	112,777	114,751	116,759	118,803	120,882	122,998	125,151	127,341	129,570
Otros Pasivos	28,696	27,586	26,161	24,809	23,528	22,312	21,159	20,066	19,029	18,046	17,114	16,230
Pasivo No Corriente	156,192	136,516	136,997	137,586	138,278	139,071	139,962	140,948	142,028	143,197	144,455	145,800
Total Pasivos	250,765	240,091	205,667	200,312	195,611	197,036	198,567	200,200	201,935	203,769	205,699	207,725
Capital	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468	55,468
Capital Adicional	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732	649,732
Reserva Legal	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148	11,148
Otras Reservas	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76	76
Resultados Acumulados	51,800	19,617	56,347	58,769	61,294	63,928	66,675	69,540	72,528	75,645	78,896	82,286
Resultado Neto del Ejercicio	157,817	180,662	139,553	135,165	152,244	159,123	164,511	168,520	172,591	176,471	178,859	179,741
Ajustes al Patrimonio	279,420	267,394	286,326	264,194	225,499	209,098	185,639	156,708	130,281	95,656	63,151	24,636
Total Patrimonio	1,205,461	1,184,097	1,198,650	1,174,551	1,155,461	1,148,572	1,133,248	1,111,193	1,091,824	1,064,196	1,037,329	1,003,088
TOTAL PASIVOS + PATRIMONIO	1,456,226	1,424,188	1,404,317	1,374,863	1,351,072	1,345,608	1,331,815	1,311,393	1,293,759	1,267,965	1,243,029	1,210,812

Fuente: AFP Integra 2018. Elaboración propia 2019

Anexo 18. Análisis de sensibilidad a través de la simulación de Montecarlo

VARIABLES SENSIBILIZADAS DE AFP INTEGRA

- **Comisión por saldo:** Se asume una distribución triangular construida con la información del proceso total de licitaciones (descenso en el costo de la comisión ponderada) hasta la fecha bajo tres escenarios: base, pesimista y optimista, con rangos de comisiones entre 0.56% y 0.82%. El componente de Comisión por Flujo no ha sido considerado ya que en la reciente licitación AFP Integra ofreció cobrar 0%.
- **Nuevos afiliados:** Se asume una distribución triangular construida con la información de los analistas del mercado, se estima que cerca de 30.000 nuevos afiliados que se sumaran mensualmente al SPP, bajo tres escenarios: base, pesimista y optimista, con rangos de -10.000 y 33.000 (salida masiva de afiliado producto de la aprobación de una Ley bajo la cual se elimina el esquema de aportes obligatorios).
- **Tasa de crecimiento a perpetuidad:** Se asume distribución triangular para tres escenarios: base pesimista y optimista, con rango de crecimiento entre 2.5% y 3.5%.
- **Tasa de descuento:** Usando para la valorización de AFP Integra la metodología Hurdle Rate y se asume distribución triangular para tres escenarios: base pesimista y optimista, con rango de tasa entre 9.16% y 11.16%

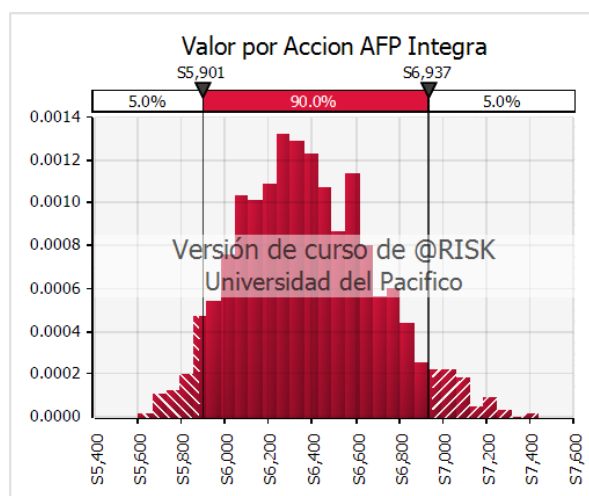


Fuente: Elaboración propia 2019

Información de resumen de simulación	
Nombre de libro de trabajo	Tesis AFP Integra.xlsx
Número de simulaciones	1
Número de iteraciones	10000
Número de entradas	4
Número de salidas	1
Tipo de muestreo	Monte Carlo
Tiempo de inicio de simulación	29/08/2019 13:03
	29/08/2019 13:03
Duración de simulación	00:00:08
Generador de # aleatorio	Mersenne Twister
Semilla aleatoria	141516
Total de errores	0
Recolectar muestras de distribución	Todos
Convergencia	Inhabilitado
Análisis de sensibilidad inteligente	Habilitado

Estadísticos resumen para Valor por Accion AFP Integra			
Estadísticos		Percentil	
Mínimo	S/ 5,610.89	1.0%	S/ 5,763.40
Máximo	S/ 7,460.70	2.5%	S/ 5,847.23
Media	S/ 6,394.94	5.0%	S/ 5,911.90
Desv Est	S/ 314.61	10.0%	S/ 5,999.49
Varianza	98980.65303	20.0%	S/ 6,118.53
Indice de sesgo	0.326759153	25.0%	S/ 6,161.58
Curtosis	2.820149482	50.0%	S/ 6,370.43
Mediana	S/ 6,370.43	75.0%	S/ 6,603.34
Moda	S/ 6,368.79	80.0%	S/ 6,660.39
X izquierda	S/ 5,911.90	90.0%	S/ 6,818.90
P izquierda	5%	95.0%	S/ 6,953.29
X derecha	S/ 6,953.29	97.5%	S/ 7,069.93
P derecha	95%	99.0%	S/ 7,152.13
#Errores	0		

- **Tasa de descuento:** Usando para la simulación el Beta Damodaran y se asume distribución triangular para tres escenarios: base pesimista y optimista, con rango de tasa entre 9.18% y 11.18%

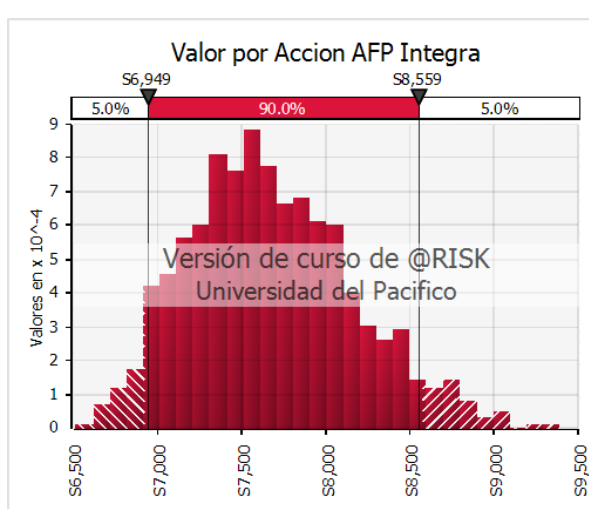


Fuente: Elaboración propia 2019

Información de resumen de simulación	
Nombre de libro de trabajo	Tesis AFP Integra.xlsx
Número de simulaciones	1
Número de iteraciones	10000
Número de entradas	4
Número de salidas	1
Tipo de muestreo	Monte Carlo
Tiempo de inicio de simulación	29/08/2019 13:09
	29/08/2019 13:09
Duración de simulación	00:00:08
Generador de # aleatorio	Mersenne Twister
Semilla aleatoria	141516
Total de errores	0
Recolectar muestras de distribución	Todos
Convergencia	Inhabilitado
Análisis de sensibilidad inteligente	Habilitado

Estadísticos resumen para Valor por Accion AFP Integra			
Estadísticos		Percentil	
Mínimo	S/ 5,601.08	1.0%	S/ 5,753.02
Máximo	S/ 7,441.66	2.5%	S/ 5,836.37
Media	S/ 6,381.63	5.0%	S/ 5,900.77
Desv Est	S/ 313.05	10.0%	S/ 5,987.93
Varianza	97999.00529	20.0%	S/ 6,106.65
Indice de sesgo	0.325751911	25.0%	S/ 6,149.54
Curtosis	2.819598776	50.0%	S/ 6,357.39
Mediana	S/ 6,357.39	75.0%	S/ 6,589.15
Moda	S/ 6,355.79	80.0%	S/ 6,645.37
X izquierda	S/ 5,900.77	90.0%	S/ 6,802.92
P izquierda	5%	95.0%	S/ 6,937.03
X derecha	S/ 6,937.03	97.5%	S/ 7,052.55
P derecha	95%	99.0%	S/ 7,135.02
#Errores	0		

- **Tasa de descuento:** Usando para la simulación la metodología Pure-Play para el cálculo del beta de las AFP Chilenas y se asume distribución triangular para tres escenarios: base pesimista y optimista, con rango de tasa entre 7.63% y 9.63%



Fuente: Elaboración propia 2019

Información de resumen de simulación	
Nombre de libro de trabajo	Tesis AFP Integra.xlsx
Número de simulaciones	1
Número de iteraciones	10000
Número de entradas	4
Número de salidas	1
Tipo de muestreo	Monte Carlo
Tiempo de inicio de simulación	29/08/2019 14:07
	29/08/2019 14:08
Duración de simulación	00:00:05
Generador de # aleatorio	Mersenne Twister
Semilla aleatoria	141516
Total de errores	0
Recolectar muestras de distribución	Todos
Convergencia	Inhabilitado
Análisis de sensibilidad inteligente	Habilitado

Estadísticos resumen para Valor por Accion AFP Integra			
Estadísticos		Percentil	
Mínimo	S/ 6,515.13	1.0%	S/ 6,726.46
Máximo	S/ 9,394.25	2.5%	S/ 6,855.23
Media	S/ 7,674.25	5.0%	S/ 6,949.13
Desv Est	S/ 488.78	10.0%	S/ 7,075.65
Varianza	238905.2134	20.0%	S/ 7,235.36
Indice de sesgo	0.42484822	25.0%	S/ 7,324.21
Curtosis	2.896299896	50.0%	S/ 7,619.76
Mediana	S/ 7,619.76	75.0%	S/ 7,996.18
Moda	S/ 7,607.59	80.0%	S/ 8,073.84
X izquierda	S/ 6,949.13	90.0%	S/ 8,335.73
P izquierda	5%	95.0%	S/ 8,558.98
X derecha	S/ 8,558.98	97.5%	S/ 8,748.48
P derecha	95%	99.0%	S/ 8,893.35
#Errores	0		

Anexo 19. Glosario de términos

- Administradora de Fondos de Pensiones (AFP): Empresa privada constituida con el objetivo exclusivo de administrar los Fondos de Pensiones de los trabajadores que se encuentran afiliados a esta y de otorgar pensiones de jubilación, invalidez, sobrevivencia y gastos de sepelio en el Sistema Privado de Pensiones (SPP).
- Afiliados Activos: Personas incorporadas al SPP que no se encuentran percibiendo ninguna pensión en el SPP.
- Afiliados Pasivo: Cuando se convierte en pensionista del sistema.
- Aportes Obligatorios: Pagos mensuales efectuados por cada afiliado sobre su remuneración asegurable y destinados a su Cuenta Individual de Capitalización.
- Aportes Voluntarios: Son aportes que pueden realizar los afiliados o sus empleadores para complementar sus aportes obligatorios con la finalidad de incrementar su pensión y pueden ser de dos tipos aportes voluntarios con fin previsional y sin fin previsional.
- Aportes voluntarios con fin previsional: Pueden ser realizados por el afiliado o su empleador, son inembargables, y pueden ser retirados al final de la etapa laboral activa del trabajador.
- Aportes voluntarios sin fin previsional: Pueden ser realizados por los afiliados con al menos cinco años de incorporación al SPP, o tener 50 años de edad, son embargables, se pueden retirar total o parcialmente, y pueden llegar a convertirse en aportes con fin previsional.
- Beneficiarios: Personas que tienen derecho a la pensión de sobrevivencia al fallecimiento del afiliado
- Capital Requerido Unitario (CRU): Término que recoge la expectativa de vida del titular y sus beneficiarios, y que se utiliza para expresar el número de unidades que se necesitan para pagar un Nuevo Sol de Pensión de manera Vitalicia. A modo de ejemplo, si el CRU de una persona es 100, para poder pagar una pensión de S/. 500, entonces se necesitará S/. 50,000 (100 por 500).
- Cartera Administrada: Es el total de los activos en los que se encuentran invertidos los recursos del Fondo de Pensiones y el Encaje Legal.
- Cobertura: La cobertura de los sistemas de capitalización individual radica en calcular la relación de afiliados o cotizantes sobre la Población Económicamente Activa (PEA).
- Cotizantes: Afiliados que realizan aportes a su Cuenta Individual de Capitalización (CIC), dichos aportes pueden corresponder a pagos ordinarios o devengados en meses anteriores.
- Comisión por flujo pura: Corresponde a los ingresos como porcentaje fijo sobre el flujo de aportes. En los últimos años esta comisión sufrió variantes y actualmente una minoría de participantes del fondo permanecen bajo esta estructura, los demás han migrado a otros mecanismos de pagos por el servicio, ningún nuevo afiliado puede acogerse a este sistema. Actualmente 1.55% del sueldo del afiliado
- Comisión por flujo mixta: Representada por dos fuentes de cobro, de un lado el porcentaje fijo sobre el sueldo del afiliado y del otro una comisión variable sobre ese mismo aporte. En promedio es 0.09% del sueldo.
- Comisión por saldo mixta: Esta comisión es una evolución de la anterior. Considera el valor de fondo que tiene el afiliado, y aplica un porcentaje de cobro por la administración del mismo. Además, toma en cuenta el porcentaje fijo del 0.45% del sueldo como cobro adicional. En promedio, se cobra 1.2% del sueldo

- Cuenta Individual de Capitalización (CIC): Cuenta donde se registran los aportes realizados por el afiliado. Pueden existir dos (2) clases de cuentas: La de Aportes Obligatorios, donde se consignan todos los pagos retenidos y pagados, y la de Aportes Voluntarios, donde se registran tanto los Aportes Voluntarios con fin como sin fin previsional.
- Encaje Legal: Recursos de propiedad de la AFP conformado por un porcentaje de las inversiones del Fondo de Pensiones. Se determina de acuerdo con la categoría de riesgo de los valores en los que se encuentra invertido el Fondo de Pensiones.
- Jubilación por Edad Legal: Jubilación que procede cuando el afiliado alcanza los sesenta y cinco años de edad (65), cumplidos en meses y días, al momento de presentar la solicitud de pensión de jubilación.
- Jubilación Anticipada: Jubilación que procede cuando el afiliado, no habiendo cumplido con los requisitos establecidos para percibir pensión de jubilación por edad legal, obtenga una pensión igual o superior al 50% del promedio de las remuneraciones percibidas y rentas declaradas durante los últimos ciento veinte (120) meses anteriores a la presentación de la solicitud de pensión de jubilación, actualizadas por el IPC.
- Multifondos o Fondos Múltiples: Posibilidad que ofrece el SPP para que el afiliado elija el tipo de Fondo donde se acumularán sus aportes obligatorios y/o voluntarios de acuerdo a su edad y expectativas, y el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir:
 - *Fondo Tipo 0 o de Protección de Capital* (conservación del capital y volatilidad mínima).
 - *Fondo Tipo 1 o de Preservación de Capital* (crecimiento estable y baja volatilidad).
 - *Fondo Tipo 2 o Fondo Mixto* (crecimiento moderado y volatilidad media).
 - *Fondo Tipo 3 o de Apreciación del Capital* (crecimiento alto y volatilidad mayor).
- Pensión: es el pago mensual que otorga el SPP a sus afiliados y, de ser el caso, a sus beneficiarios. Las pensiones son otorgadas por las AFP o por una empresa de seguros, dependiendo de la modalidad de pensión.
- Retiro Programado: Modalidad de pensión mediante la cual el afiliado, manteniendo la propiedad sobre los fondos acumulados en su Cuenta Individual de Capitalización (CIC), efectúa retiros mensuales contra el saldo de dicha cuenta hasta que la misma se extinga.

Anexo 20. Exposición a riesgos identificados

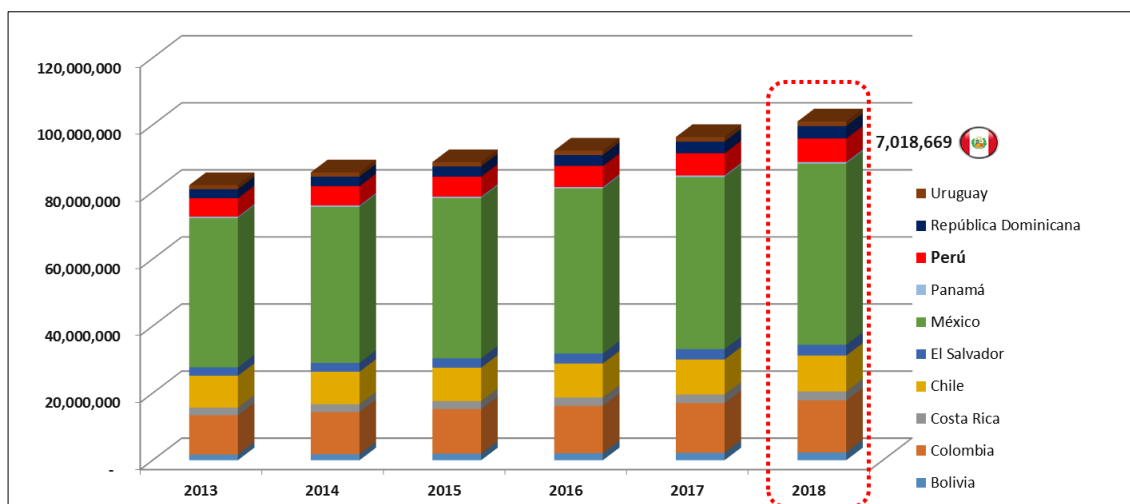
- Riesgos legales: En la medida en que AFP Integra es una empresa perteneciente al SPP, está bajo la supervisión de la SBS. En ese sentido, la nueva normativa que afecte directamente al giro del negocio tendrá un impacto directo en el desempeño de la compañía.
- Riesgos políticos: Por otro lado, la toma de decisiones legislativas ha representado, desde hace algunos años, un riesgo latente para las empresas del SPP, ya que se han presentado anteriormente proyectos de ley que buscan modificar la categoría de obligatorio a los aportes a las AFP por parte de la fuerza laboral. Estos documentos, por lo general, tienen motivaciones políticas y no cuentan con adecuados estudios de impacto en la calidad de vida futura de la población, mas no dejan de representar un riesgo para la compañía. Por ello, se debe contemplar este riesgo en el análisis de la valoración bajo el esquema de nuevos afiliados.
- Riesgos financieros: Un riesgo financiero se asocia a los rendimientos de los fondos, dado que una parte de los ingresos se relacionan con el tamaño del fondo administrado. Así, se ha

identificado que las principales variables que representan un riesgo para la compañía son las siguientes:

1. Tasa libre de riesgo
 2. Prima por riesgo de mercado esperada
 3. Riesgo sistémico (beta)
 4. Riesgo país (EMBIG Perú)
 5. Rentabilidad esperada de los fondos gestionados
- Riesgo del entorno macroeconómico: El modelo de valoración para AFP Integra comprende, además, supuestos sobre las variables macroeconómicas a tomar en cuenta, tales como la tasa de crecimiento de la economía peruana, inflación nacional e inflación extranjera (Estados Unidos). En ese sentido, dado que se han utilizado expectativas sobre las variables macroeconómicas, existe el riesgo de que el valor real de estas consigne una desviación respecto a lo pronosticado inicialmente

Anexo 21. Características de SPP en Latinoamérica

Gráfico A. Afiliados al sistema AFP en Latinoamérica

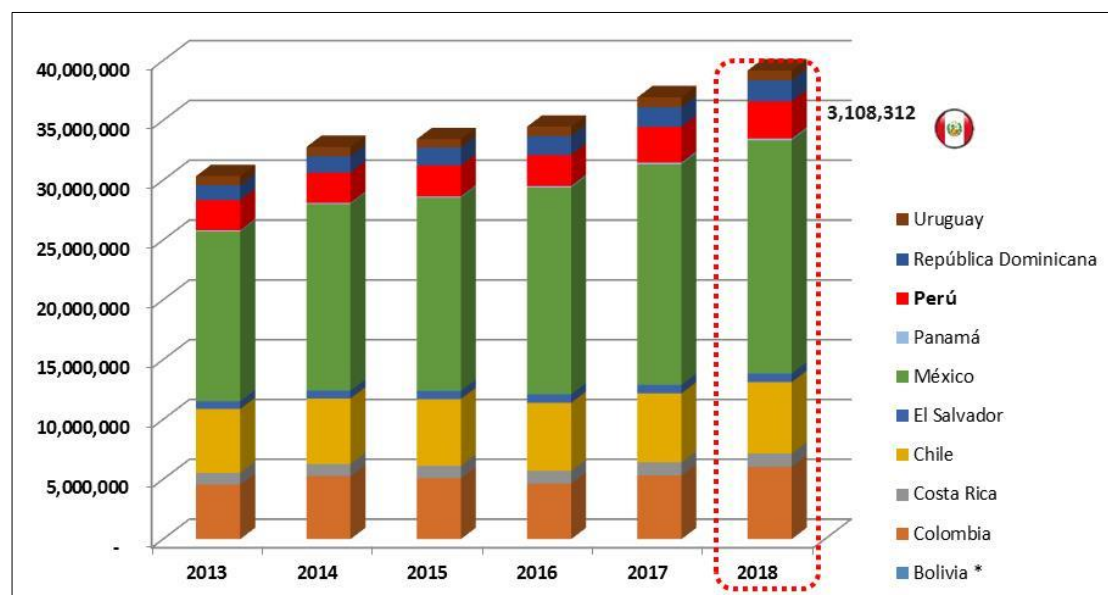


	# AFP	CAGR	Total Afiliados al Sistema de AFP's				(Cobertura) Afiliados/PEA, %			
			2018	2013-2018	2017	Peso	2018	Peso	2017	2018
Latinoamerica	48	4.26%	96,402,861		101,062,993		73%	75%	2.5%	2.9%
Perú (1993)*	4	5.07%	6,604,841	7%	7,018,669	7%	37%	38%	4.1%	3.6%
Chile (1981)*	6	**	10,433,137	11%	10,705,051	11%	116%	118%	1.3%	1.0%
Colombia (1994)*	4	***	14,841,656	15%	15,554,616	15%	56%	58%	3.3%	4.3%

Nota: *Año de inicio del sistema. **Capital, Cuprum, Habitar, Modelo, Planvital y Provida. ***Colfondos, Old Mutual, Porvenir y Protección.

Fuente: FIAP. Elaboración propia 2019

Gráfico B. Cotizantes al sistema AFP en Latinoamérica



	CAGR	Total Cotizantes al Sistema de AFP's				(Cobertura) Cotizantes/PEA, %			
	2013-2018	2017	Peso	2018	Peso	2017	2018	Var. %	CAGR (2013-2018)
Latinoamerica	5.24%	36,929,413		39,180,665		32.4%	33.2%	2.6%	2.4%
Perú	4.29%	2,976,190	8%	3,108,312	8%	17%	17%	2.3%	2.9%
Chile	2.26%	5,762,689	16%	5,970,249	15%	64.3%	65.8%	2.3%	0.9%
Colombia	5.84%	5,332,021	14%	6,052,148	15%	20%	23%	11.9%	4.4%

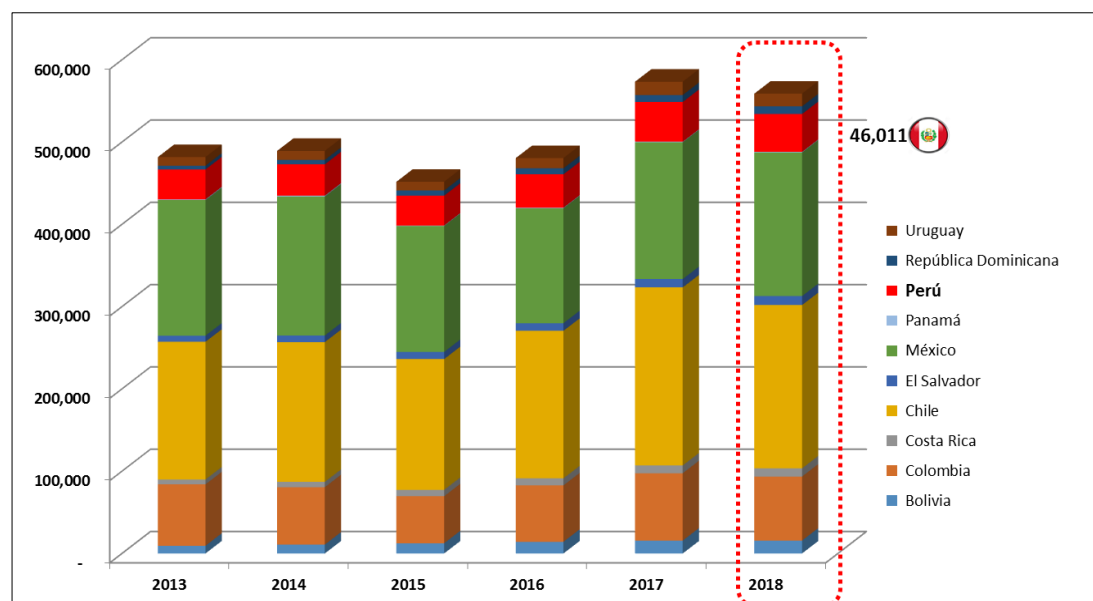
Nota: *n.d.: No disponible
Fuente: FIAP. Elaboración propia 2019

Gráfico B. Fondos de pensiones invertidos en la cartera estatal

Año	Sector	Tipo de inversión	LATINOAMERICA								
			Bolivia	Colombia	Costa Rica	Chile	El Salvador	México	Perú	República Dominicana	Uruguay
2017	Estatal	R. Fija	n.d.	34.40%	69.22%	18.95%	80.22%	46.36%	21.73%	74.39%	72.20%
		R. Variable	n.d.	-	-	-	-	-	-	-	-
2018	Estatal	R. Fija	n.d.	37.10%	64.76%	20.60%	81.01%	49.44%	23.28%	74.43%	66.02%
		R. Variable	n.d.	-	-	-	-	-	-	-	-
		Var. %	-	7.86%	-6.44%	8.71%	0.99%	6.65%	7.14%	0.06%	-8.56%

Fuente: FIAP. Elaboración propia 2019

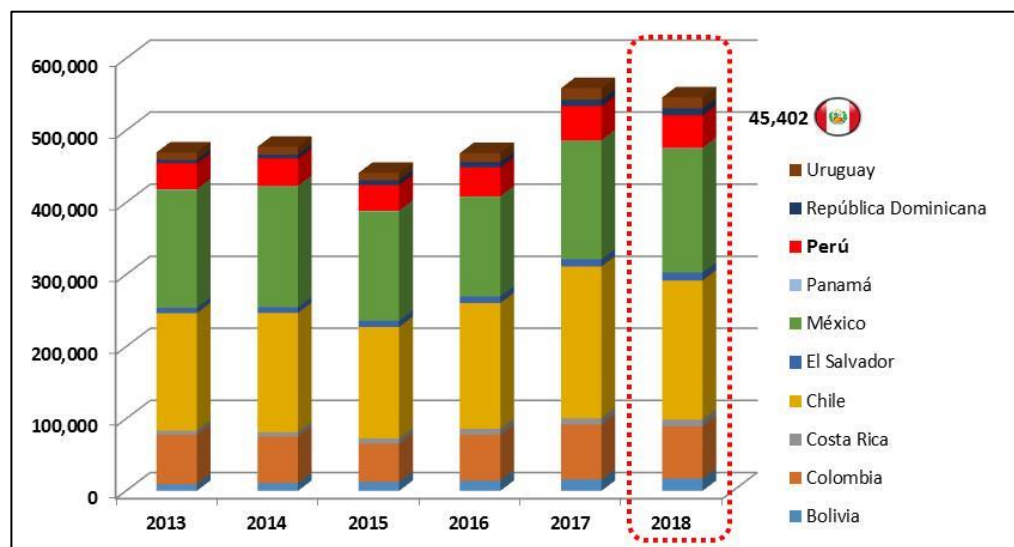
Gráfico C. Total Fondos Administrado - AUM (en millones de US\$)



	CAGR	Total AUM (Millones de US\$)				
	2013-2018	2017	Peso	2018	Peso	Var. %
Latinoamerica	3.01%	573,325		558,834		-2.5%
Perú	4.85%	48,273	8%	46,011	8%	-4.7%
Chile	3.47%	216,342	38%	198,468	36%	-8.3%
Colombia	0.83%	81,828	14%	77,779	14%	-4.9%

Fuente: FIAP. Elaboración propia 2019

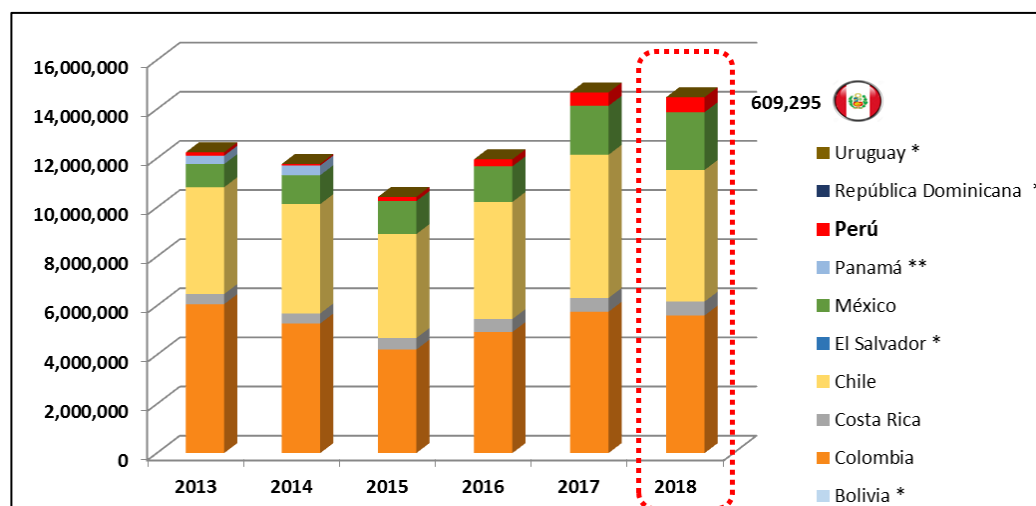
Gráfico D. Total Fondos AUM Aportes Obligatorio (en millones de US\$)



	CAGR	Total AUM Aportes Obligatorios (Millones de US\$)				Var. %
		2013-2018	2017	Peso	2018	
Latinoamerica	3.06%	558,647		545,875		-2.3%
Perú	4.66%	47,731	9%	45,402	8%	-4.9%
Chile	3.45%	210,512	38%	193,110	35%	-8.3%
Colombia	1.03%	76,076	14%	72,176	13%	-5.1%

Fuente: FIAP. Elaboración propia 2019

Gráfico E. Total Fondos AUM Aportes Voluntario (en miles de US\$)



	CAGR	Total AUM Aportes Voluntarios (Miles de US\$)				Var. %
		2013-2018	2017	Peso	2018	
Latinoamerica	3.42%	14,678,345		14,489,069		-1.3%
Perú	34.30%	541,532	4%	609,295	4%	12.5%
Chile	4.26%	5,830,104	40%	5,357,737	37%	-8.1%
Colombia	-1.57%	5,752,560	39%	5,602,878	39%	-2.6%

Nota: *n.d.: No disponible. **n.d.: No disponible en los años 2015 al 2017.

Fuente: FIAP. Elaboración propia 2019

Anexo 22. Análisis de consistencia (en miles de soles)

	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
Ratios Financieros												
Rentabilidad												
ROE	13%	15%	12%	12%	13%	14%	15%	15%	16%	17%	17%	18%
ROA	11%	13%	10%	10%	11%	12%	12%	13%	13%	14%	14%	15%
Margen EBITDA (como % de ingresos)	59%	61%	58%	58%	57%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
Margen Operativo	52%	54%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
Margen Neto	37%	39%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Liquidez												
Razón Corriente	2.89	2.74	3.84	3.95	4.15	4.27	4.25	4.13	4.07	3.90	3.76	3.48
Solvencia												
Pasivo Total / Activo Total	0.17	0.17	0.15	0.15	0.14	0.15	0.15	0.15	0.16	0.16	0.17	0.17
Pasivo Total / Patrimonio	0.21	0.20	0.17	0.17	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18	0.19	0.20	0.21
Estado Situación Financiera												
Efectivo y Equivalentes de efectivo	22,280	26,994	25,190	21,853	24,861	42,236	35,687	30,108	33,025	25,639	26,053	16,057
Valores Negociables de Propiedad de las AFP	243,134	248,021	230,309	218,017	205,155	197,072	204,843	205,969	202,389	201,936	195,554	190,710
Gastos Contratados por Anticipado	1,391	961	972	984	996	1,008	1,020	1,032	1,044	1,057	1,069	1,082
Encaje legal	561,698	545,325	573,098	578,829	584,617	590,463	596,368	602,332	608,355	614,439	620,583	626,789
Inmuebles, Maquinaria y Equipo (neto)	34,923	32,773	32,053	30,944	29,826	28,657	27,468	26,223	24,918	23,554	22,129	20,791
Activos Intangibles (neto)	571,615	547,723	535,688	517,155	498,463	478,931	459,060	438,247	416,442	393,641	369,839	347,477
TOTAL ACTIVOS	1,456,226	1,424,188	1,404,317	1,374,863	1,351,072	1,345,608	1,331,815	1,311,393	1,293,759	1,267,965	1,243,029	1,210,812
Pasivo por Impuesto a la Renta Diferido	127,496	108,930	110,837	112,777	114,751	116,759	118,803	120,882	122,998	125,151	127,341	129,570
TOTAL PASIVOS	250,765	240,091	205,667	200,312	195,611	197,036	198,567	200,200	201,935	203,769	205,699	207,725
TOTAL PATRIMONIO	1,205,461	1,184,097	1,198,650	1,174,551	1,155,461	1,148,572	1,133,248	1,111,193	1,091,824	1,064,196	1,037,329	1,003,088
Estado Resultados												
TOTAL INGRESOS BRUTOS	428,984	462,335	388,638	376,417	423,980	443,138	458,142	469,308	480,644	491,451	498,099	500,558
Gastos Administrativos	-134,564	-136,237	-123,986	-119,358	-140,610	-150,665	-157,024	-159,787	-163,755	-167,538	-169,865	-170,726
Gastos de Venta	-40,815	-43,616	-38,849	-37,628	-42,382	-44,297	-45,797	-46,913	-48,047	-49,127	-49,791	-50,037
EBITDA	253,605	282,482	225,803	219,431	240,988	248,176	255,321	262,607	268,842	274,786	278,443	279,795
D&A	-31,789	-32,305	-22,206	-22,237	-18,876	-16,028	-15,312	-16,750	-17,046	-17,328	-17,502	-17,566
UTILIDAD NETA	157,817	180,662	139,553	135,165	152,244	159,123	164,511	168,520	172,591	176,471	178,859	179,741
Comisión por Flujo Pura	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55
Comisión por Flujo Mixta	0.90	0.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Comisión por Saldo Mxta	1.20	1.20	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
Ingresos / Número de Afiliados Activos	214.12	229.97	176.86	147.65	158.77	168.72	177.41	184.88	192.69	200.56	206.99	211.87
RIA Acumulada	27,917	29,400	24,127	20,502	22,641	22,837	22,795	22,331	22,041	21,725	21,148	20,315
Afiliados	2,002,562	2,008,747	2,197,380	2,549,388	2,670,396	2,626,404	2,582,412	2,538,420	2,494,428	2,450,436	2,406,444	2,362,530
Cotizantes	808,931	820,504	882,240	1,074,758	1,182,061	1,162,588	1,143,114	1,091,521	1,072,604	1,041,435	998,674	945,012

Fuente: Estados financieros auditados de las AFP Integra 2013-2017. Elaboración propia 2019