

**VALORACIÓN DE EMPRESA MAPFRE SEGUROS GENERALES DE COLOMBIA
SA**

Glenda P.Marquez, Carlos Chaparro y Deivy A. Cubides

Facultad Negocios, Gestion y Sostenibilidad, Universidad Politécnicó Gran Colombiano

Trabajo de Grado

Profesor. Ivan Francisco Tunjano

12 de septiembre del 2020

TABLA DE CONTENIDO

Resumen.....	6
VALORACIÓN DE EMPRESA MAPFRE SEGUROS GENERALES DE COLOMBIA SA	7
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA.....	9
DEFINICIÓN DE SUPUESTOS DE PROYECCIÓN MODELO DETERMINÍSTICO.....	11
Ingresos	11
Gastos.....	12
Gastos Administrativos	13
Impuestos	14
Activos no Corrientes e Intangibles	14
DEFINICIÓN DE SUPUESTOS DE PROYECCIÓN MODELO PROBABILÍSTICO	15
TASA DE DESCUENTO PARA PROYECCIONES	20
CONCLUSIONES	22
Referencias.....	30

INDICE DE TABLA

Tabla 1 Variación Histórica de Ingresos (2015-2019).....	11
Tabla 2. Información Histórica – Gastos (2015-2019)	12
Tabla 3 información Proyectada - Gastos	12
Tabla 4. IPC Proyectado	13
Tabla 5. Proyección Activos No Corrientes.....	14
Tabla 6. Proyección Activos Intangibles	14
Tabla 7. Pronóstico de ingresos	15
Tabla 8 Pronostico de Gastos.....	15
Tabla 9 Proyección Valores a Perpetuidad	16
Tabla 10 Pronostico Perpetuidad Escenario Pesimista	17
Tabla 11Pronostico Perpetuidad Escenario Moderado	17
Tabla 12. Pronostico Perpetuidad Escenario Optimista.....	18
Tabla 13. Pronostico Distribución Triangular.....	19
Tabla 14. Modelo CAPM.....	21
Tabla 15. WACC.....	21

INDICE DE FIGURAS

Figura 1. Valor mínimo por acción	19
Figura 2. Valor máximo por Acción	20

INDICE DE ANEXOS

Anexo A Estados Financieros 2015-2019.....	24
Anexo B Análisis Vertical	25
Anexo C. Indicadores Financieros	27
Anexo D Inflación Trimestral Colombia	28
Anexo E. Pronostico Inflación Modelo Autoarima.....	29

Resumen

Para el presente trabajo de grado de especialización, se tomó como material de estudio la empresa Mapfre Seguros Generales de Colombia S.A. que es una entidad de carácter privado sometida al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, cuyo objeto social es la operación de seguros y reaseguros, actividad perteneciente al tercer pilar del sector financiero junto con el mercado de crédito, bancario y mercado de valores, es la tercera compañía con mayor participación de primas en el mercado asegurador y también tercera en el ranking de compañías con mayor generación de empleo.

Datos acreditados a 2019:

- 1.8 millones de clientes asegurados
- 198.305 autos asegurados
- 114.295 negocios y casas aseguradas
- 970 colaboradores
- 139 oficinas
- 1.150 empleados
- 2.619 intermediarios

Con lo cual se valorará por el método de flujo de caja descontado y se plantearán diferentes escenarios con los cuales se busca representar un valor razonable para la compañía.

VALORACIÓN DE EMPRESA MAPFRE SEGUROS GENERALES DE COLOMBIA

SA

Con el objetivo de determinar un valor justo de mercado de la empresa aseguradora Mapfre Seguros Generales de Colombia S.A. se hace uso del modelo de flujo de caja descontado; así como de la modelación de diferentes escenarios con el cual analizar las diferentes variables que construyen su valor.

Para la valoración se tendrá en cuenta los elementos que conforman la empresa; entre ellos los que hacen parte de la operación aseguradora, así como de los rendimientos de las diferentes inversiones que realiza, y que conforman las rentas que pueden generar en un futuro previsible, su valor a perpetuidad el cual parte del supuesto de que las empresas pueden tener un vida infinita y su valor dependerá de los flujos de efectivo futuros esperados, los cuales son devueltos a un valor presente a una tasa de descuento, que es el equivalente a su tasa de oportunidad con la cual se evalúa la inversión.

Como primera medida se analizó a la empresa mediante los estados financieros históricos a partir del año 2015 al 2019 para hacer la proyección a cinco años teniendo en cuenta los siguientes aspectos:

El estado separado de situación financiera mostrando las diferentes cuentas de activos y pasivos ordenados como corriente y no corriente. (Ver anexo A)

El flujo de caja descontado, el cual consiste en no tener en cuenta las partidas que no generan caja como las depreciaciones, amortizaciones y la provisión de impuestos; analizando la dinámica de su capital de trabajo con los cambios netos en los activos y pasivos derivados de las actividades de

operación, y por cualquier otra partida cuyos efectos monetarios se consideren flujos de efectivo de inversión o financiación, para los escenarios definidos.

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

Mapfre Seguros de Colombia S.A., al ser parte del sector asegurador presenta una dinámica particular, esto se debe a que su mayor fuente de financiación proviene de sus pasivos, que financian para el 2019 el 94.47% de sus activos, dejando solo al patrimonio una participación del 5.53 % (Ver anexo B), debido a que con la venta de cada póliza se exige una provisión la cual es llevada como pasivo de acuerdo con la normatividad establecida en el sector asegurador Colombiano, lo cual se profundizará en los apartados siguientes.

Debido a la naturaleza del negocio, sus ingresos por las primas de seguros, representan por una parte los ingresos para nuevas inversiones y por el otro lado estos mismo se convierten en una reserva técnica (que se determinan según el tipo de seguro por la superintendencia financiera), que es llevada al pasivo como fuente de financiamiento, y con la que se espera solventar las requisiciones que se puedan presentar durante la vigencia de la póliza, en el caso de que no se presenten esta es liberada y se convierte en el ingreso propio de la operación aseguradora; esto explica el sobre apalancamiento que presenta la empresa en cuanto a la distribución de pasivos vs patrimonio, así como también que se debe tener presente de analizar un resultado por la operación aseguradora y otro por la gestión de las inversiones que realiza en instrumentos financieros y en la compra, venta y alquiler de activos no corrientes.

En cuanto a la composición de sus activos, llama la atención que los no corrientes representaron en promedio para los años 2018 y 2019 el 79.36% del total de activos, seguido de los instrumentos de deuda con el 11.72% y por ultimo las cuentas por cobrar con el 6.63% (Ver anexo B), lo que deja de manifiesto su importancia en la correcta gestión de las inversiones que se realiza y que si bien no es la actividad principal cobra mucha relevancia en el resultado de la misma.

En cuanto a los resultados de la actividad aseguradora estos se deben mirar desde la óptica de la eficiencia y control de los gastos, buscando mantener pagos que no superen lo percibido por las primas, así como de la correcta gestión del riesgo en lo relacionado con los recobros a las reaseguradoras.

Como se puede observar la compañía mantiene márgenes pequeños surgidos de esta dinámica, ya que su Margen ebitda en promedio es del 2.17% (Ver Anexo C), toda vez que su operación es la síntesis de la eficiencia en el control de gasto tanto de la operación como de la administración de los recursos, así como del uso de esa liquidez que le permite realizar otro tipo de inversiones con los cuales funciona como complemento a los márgenes reportados.

Lo anterior deja de lado los indicadores de endeudamiento con entidades financieras, debido a su dinámica los costos financieros arrojan un valor cero al momento de su presentación, y como se explicaba en el primer apartado debido a su naturaleza, no requiere del cálculo de capital de trabajo operativo para medir el uso de flujo de caja en este indicador , ya que la gestión de los recursos es lo que permitirá a la compañía generar rendimientos.

DEFINICIÓN DE SUPUESTOS DE PROYECCIÓN MODELO DETERMINÍSTICO

Ingresos

Los supuestos para su proyección se calcularon con base en su variación histórica, los cuales hacen una descripción de su comportamiento año tras año, determinando un máximo, mínimo y promedio. Donde se tomó solo las variaciones del año 2016 a 2018 excluyendo el año 2019, ya que en dicho año ocurrió un incremento atípico.

A continuación, se muestra la información financiera histórica a partir del año 2015 al 2019 y los resultados de los supuestos para el cálculo de la proyección:

Tabla 1 Variación Histórica de Ingresos (2015-2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Primas emitidas	813,022,926	942,922,516	877,868,746	900,018,531	1,028,889,871
Liberación de reservas	158,094,405	242,589,614	269,834,128	266,932,282	314,644,761
Recobros y Recuperaciones	15,164,475	17,899,822	24,308,256	24,175,712	21,277,285
Ingreso reaseguros del exterior	3,389,243	6,152,310	3,910,189	-	-
Otros ingresos por productos de seguros	283,768,019	270,311,428	262,568,944	370,430,837	977,846,633
(=) Total Ingresos	1,273,439,068	1,479,875,690	1,438,490,263	1,561,557,362	2,342,658,550
Variación		16.21%	-2.80%	8.56%	50.02%

MAXIMO	16.21%
---------------	---------------

MINIMO	-2.80%
---------------	---------------

PROMEDIO	7.32%
-----------------	--------------

Fuente: Elaboración y formulación propia

Con estos cálculos se plantearon tres escenarios; pesimista, moderado y optimista. Donde el escenario pesimista se calcula tomando la variación mínima (-2.80%) y se multiplica por el total de ingresos del año anterior, por su parte el escenario moderado es el producto entre el total de ingresos del periodo anterior y la variación promedio (7,32%), y por el ultimo el escenario optimista resulta de multiplicar el ingreso del año anterior por la variación máxima (16,21%).

Gastos

Los supuestos para su proyección se calcularon de la proporción histórica de los gastos en relación con los ingresos, ya que presentaban un comportamiento similar para todos los años de estudio; de estos se plantearon 3 escenarios en base a los valores máximos mínimo y promedio tomando los porcentajes del año 2015 al 2019.

A continuación, se muestra la información financiera histórica a partir del año 2015 al 2019 y los resultados de los supuestos para el cálculo de la proyección.

Tabla 2. Información Histórica – Gastos (2015-2019)

	2015	2016	2017	2018	2019
Total, Gastos	-	-	-	-	-
	1,184,848,782	1,399,364,742	1,374,303,358	1,466,112,197	2,226,554,731
Valor % contra el ingreso	-93.0%	-94.6%	-95.5%	-93.9%	-95.0%

Fuente: Elaboración y formulación propia

Tabla 3 información Proyectada - Gastos

	2020	2021	2022	2023	2024
Máximo	-93%	-93.0%	-93.0%	-93.0%	-93.0%
Promedio	-94%	-94.4%	-94.4%	-94.4%	-94.4%

Mínimo	-96%	-95.5%	-95.5%	-95.5%	-95.5%
---------------	------	--------	--------	--------	--------

Fuente: Elaboración y formulación propia

Gastos Administrativos

El supuesto de proyección para los gastos administrativos se determinó que presentaban un comportamiento similar a la inflación por lo que se tomó un incremento teniendo en cuenta los pronósticos de inflación para los años subsiguientes.

Para tal fin se tomaron los datos históricos de la inflación por trimestre del año 2010 al 2019 (Ver Anexo D) , ya que estos años representan de forma razonable el comportamiento de la inflación en los últimos años.

Haciendo uso del modelo de pronóstico Autoarima (Ver Anexo E), se pronosticó los valores de la inflación para los años 2020 al 2024. Como aporte adicional tomando las perspectivas de inflación del Banco de la República para el año 2020 se tomó un spread de -1.15%, con el cual ajusta el pronóstico para este año.

Tabla 4. IPC Proyectado

	2020	2021	2022	2023	2024
IPC	3.15%	3.83%	4.03%	4.08%	4.10%
Spread	-1.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
IPC Estimado	2.00%	3.83%	4.03%	4.08%	4.10%

Fuente: Elaboración y formulación propia

Impuestos

El supuesto de proyección para los impuestos es calculado sobre la base de las leyes tributarias vigentes en Colombia a la fecha de corte de los estados financieros

	2020	2021	2022	2023	2024
Tasa impuesto teórico	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%

Activos no Corrientes e Intangibles

El supuesto para su proyección se determinó con base en el análisis de la variación histórica en las categorías de muebles y enseres del 3.5%, equipo de cómputo del 2,4% e intangibles del 5%.

Tabla 5. Proyección Activos No Corrientes

	2020	2021	2022	2023	2024
Muebles y enseres	1,760,330	1,822,384	1,886,625	1,953,131	2,021,982
Equipo de Computo	768,838	787,492	806,599	826,170	846,216
Vehículos	246,037	246,037	246,037	246,037	246,037
Edificios	6,844,977	6,844,977	6,844,977	6,844,977	6,844,977
Terrenos	4,850,926	4,850,926	4,850,926	4,850,926	4,850,926
Total, PPyE	14,471,108	14,551,816	14,635,165	14,721,242	14,810,138

Fuente: Elaboración y formulación propia

Tabla 6. Proyección Activos Intangibles

	2020	2021	2022	2023	2024
Intangibles	2,556,229	2,683,430	2,816,962	2,957,138	3,104,289

Fuente: Elaboración y formulación propia

DEFINICIÓN DE SUPUESTOS DE PROYECCIÓN MODELO PROBABILÍSTICO

Para la definición de los modelos probabilísticos se determinaron tres variables relevantes que afectan de forma directa el valor de la compañía, estos son los ingresos, los gastos y el valor a perpetuidad de la compañía.

Mediante la definición de pronósticos probabilísticos de los ingresos y gastos se generan valores aleatorios sobre la base de los valores mínimos y presumiendo un incremento aleatorio sobre el rango de variación mínima y máxima para cada año.

Estos a su vez se integran en los diferentes escenarios pesimista, moderado y optimista

Tabla 7. Pronóstico de ingresos

ESCENARIO	2020	2021	2022	2023	2024
PESIMISTA	2,277,144,990	2,213,463,548	2,151,562,988	2,091,393,507	2,032,906,693
OPTIMISTA	2,722,425,851	3,163,757,054	3,676,632,256	4,272,649,421	4,965,286,655
PRONOSTICO	2,332,577,623	2,278,503,899	3,379,192,873	2,810,388,868	3,498,482,012

Fuente: Elaboración y formulación propia

Tabla 8 Pronostico de Gastos

	2020	2021	2022	2023	2024
Máximo	-93%	-93.0%	-93.0%	-93.0%	-93.0%

Mínimo	-96%	-95.5%	-95.5%	-95.5%	-95.5%
Pronostico	-94%	-94%	-95%	-94%	-95%

Fuente: Elaboración y formulación propia

Para los valores a perpetuidad se plantean otros tres escenarios, con los cuales se calcula de forma diferenciada el **WACC** para cada uno. Para ese fin se tomó la inflación a cierre del 2019, ya que se asume que la compañía incrementara sus ingresos como mínimo lo que se incrementa la inflación, y así mismo sufre una pérdida de valor adquisitivo en igual proporción, lo que denota en los tres escenarios: pesimista donde se suma a la inflación del cierre del 2019 al WACC, en el moderado solo se toma el WACC, y en el optimista se resta al WACCC la inflación del cierre del 2019.

Tabla 9 Proyección Valores a Perpetuidad

Escenario	Valor
Pesimista	80,438,969
Moderado	94,843,637
Optimista	115,532,751

Fuente: Elaboración y formulación propia

Con base en lo anterior se tomaron tres muestras de 5.000 datos cada una, donde los ingresos y los gastos cambian de forma aleatoria según el rango de variación para cada escenario, pero tomando los valores a perpetuidad Pesimista, moderado y optimista. Con el fin de pronosticar los valores máximos, mínimo y promedio, mediante el uso de estadística descriptiva para cada una de las series de datos.

Tabla 10 Pronostico Perpetuidad Escenario Pesimista

Media	130.62
Error típico	0.48
Mediana	126.71
Moda	#N/D
Desviación estándar	34.16
Varianza de la muestra	1,166.69
Curtosis	- 0.38
Coefficiente de asimetría	0.44
Rango	183.50
Mínimo	56.42
Máximo	239.93
Suma	653,102.97
Cuenta	5000

Fuente: Elaboración y formulación propia

Tabla 11 Pronostico Perpetuidad Escenario Moderado

Media	139.85
Error típico	0.55
Mediana	136.10
Moda	#N/D
Desviación estándar	38.57
Varianza de la muestra	1,487.68

Curtosis	- 0.40
Coefficiente de asimetría	0.44
Rango	202.58
Mínimo	57.43
Máximo	260.02
Suma	699,271.28
Cuenta	5000

Fuente: Elaboración y formulación propia

Tabla 12. Pronostico Perpetuidad Escenario Optimista

Media	156.06
Error típico	0.66
Mediana	151.07
Moda	#N/D
Desviación estándar	46.53
Varianza de la muestra	2,165.37
Curtosis	- 0.46
Coefficiente de asimetría	0.45
Rango	235.10
Mínimo	62.93
Máximo	298.04
Suma	780,290.54
Cuenta	5000

Fuente: Elaboración y formulación propia

Adicional se utilizó una distribución de probabilidad triangular, se corrieron cinco mil escenarios, donde se estableció los valores mínimo, promedio y máximo para las variables ingresos, gastos y perpetuidad. Al igual que el modelo anterior estos escenarios se crean de forma aleatoria, pero con la particularidad que las tres variables corren de forma conjunta según los parámetros antes mencionados, esto se hace con el fin de identificar el valor más probable por acción y los valores mínimos y máximos teniendo un nivel de confianza del 95%.

Tabla 13. Pronostico Distribución Triangular

Nivel de confianza del 95%	Valor por Acción
Valor mínimo	115.71
Valor máximo	147.17
Valor Promedio	131.32

Fuente: Elaboración y formulación propia

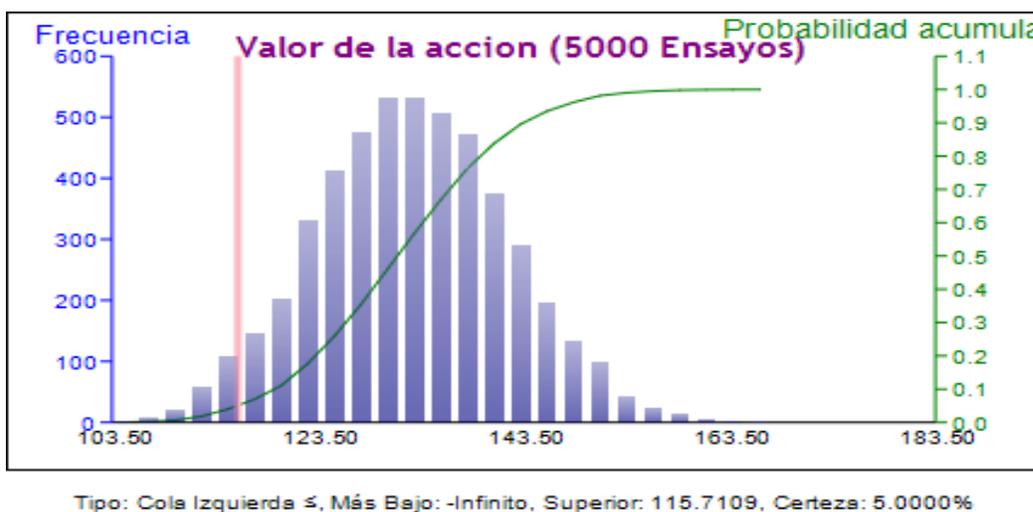


Figura 1. Valor mínimo por acción

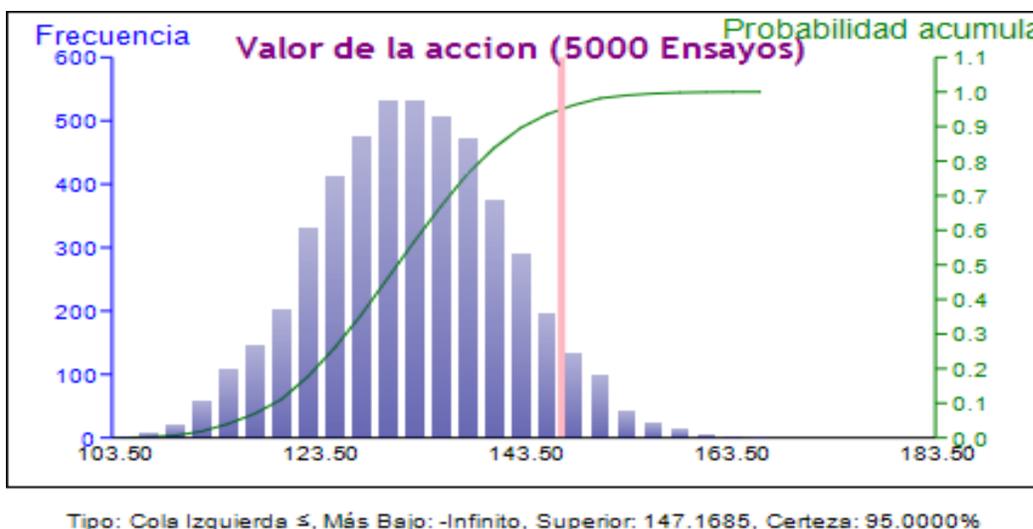


Figura 2. Valor máximo por Acción

TASA DE DESCUENTO PARA PROYECCIONES

Para la definición de una tasa de descuento adecuada para la compañía se hace uso del modelo CAPM, tomando para cada una de sus variables la información histórica a diciembre del 2019

$$k_E = k_{rf} + (k_m - k_{rf}) \times b + EMBI$$

k_E = Tasa de retorno requerida sobre la acción X

k_{rf} = Tasa de retorno libre de riesgo (risk free rate) se toman la tasa de los bonos del tesoro de 5 años con corte a 31 de diciembre del 2019 (U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, 2019)

k_m = Tasa de retorno del mercado (Standard & Poor's 500), Se tomo como referencia la variación de los años 2018 y 2019 del indicador S&P 500, (Federal Reserve Bank of ST.Louis, 2019)

Beta = Coeficiente beta de la acción X, se toma con base a los formulados por el Dr. Damodaran Para el sector Insurance (General), para el 2019. (Damodaran, 2020)

EMBI= Riesgo País, es el valor calculado del riesgo país para Colombia fuente (Invenómica, 2020)

Tabla 14. Modelo CAPM

Krf	1.92%
Km	28.88%
Beta	0.57
EMBI	1.61%
Ke	18.90%

Fuente: Elaboración y formulación propia

Ke Apalancado: 22.22%

Debido a que la compañía no presenta deuda con entidades financieras el WACC es igual al KE, debido a que el costo del dinero o así como del rendimiento que espera por sus stakeholders están representados únicamente por sus accionistas.

Tabla 15. WACC

We	100%
Wd	0%
Ke	21.22%
Kd	0
Kdt	0
WACC	21.22%

Fuente: Elaboración y formulación propia

CONCLUSIONES

Analizando los diferentes escenarios de sensibilidad, en el modelo determinístico se encuentra que la relación gastos vs valor a perpetuidad este último afecta en mayor grado el precio de la acción, arrojando un valor mínimo de 44, Promedio 128 y máximo de 255; de igual manera se estudió la relación ingreso vs gastos, estos presentan una relación directamente proporcional al incremento en el ingreso, dando un valor mínimo de 36, promedio 128 y máximo de 309. En estos dos escenarios planteados sus valores presentan una gran variación, por lo que en la búsqueda de suavizarlos se planteo un tercer escenario el cual se determinó como ingresos vs valores a perpetuidad, que como se expuso anteriormente son las variables que mejor demuestran el comportamiento en el precio de la acción, este escenario presenta un valor mínimo de 85, promedio de 128 y máximo de 192, los cuales son valores más ajustados a la dinámica presentada por la compañía.

Otro de los modelos usados para estimar el valor de acción se realizó mediante la creación de diferentes escenarios por medio de modelos estadísticos, donde en un primer análisis se hizo uso de la estadística descriptiva, donde se partió del supuesto que las variaciones de los ingresos y gastos cambian de forma aleatoria con base en la variación mínima y máxima histórica. Siguiendo la misma dinámica anterior se crearon tres escenarios tomando como base los valores a perpetuidad pesimista, moderado y optimista.

Mediante esta metodología se encontró un valor mínimo de 130.62, promedio de 139,85 y máximo de 156.06. estos valores presentan una variación menor y se ajustan mas a los valores del modelo determinístico.

En un segundo análisis se hace uso de la estadística probabilística, donde se pronostica el valor de la compañía, mediante el uso de una distribución de probabilidad triangular para las variables ingreso, gasto y valor a perpetuidad, buscando una combinación de los diferentes escenarios en forma conjunta al generar valores aleatorios para cada una de las variables según los rangos dados por su información histórica para el caso de los ingresos y gastos, para los valores a perpetuidad sus escenarios pesimista, moderado y optimista; Lo que arrojo con un nivel de confianza del 95%, un valor mínimo de 115.71, promedio 131.32 y máximo de 147.17, como se observa es una combinación del modelo determinístico y el estadístico descriptivo y son los que mejor describen el valor de la acción, por consiguiente, son los valores propuestos por este estudio.

Por último, vale la pena resaltar que el método de flujo de caja descontado, aunque es un modelo óptimo para realizar valoraciones de empresas y debido a la particularidad del negocio el eje central lo marcara como se ha dicho en anteriores apartados, el correcto control a las políticas operacionales tanto de la parte aseguradora como de inversión. sin embargo, las suposiciones que se emplearon para el desarrollo de esta valoración son razonables, ya que se ajustan a las previsiones y a los parámetros que mejor describen la dinámica del precio de la acción.

Anexo A Estados Financieros 2015-2019

	2015	2016	2017	2018	2019
Activos					
Efectivo y equivalente al efectivo	8,975,034 \$	9,976,380.00	11,446,698 \$	19,881,227.00	151,733,838
Instrumentos financieros de inversión					
(-) Instrumento de deuda	475,822,587 \$	527,169,055.00	534,514,600 \$	698,224,328.00	656,010,897
Inversiones negociables en títulos de deuda	138,746,300 \$	170,133,984.00	161,163,122 \$	282,265,444.00	220,034,221
Inversiones hasta el vencimiento en títulos de deuda	348,137,157 \$	358,059,811.00	373,621,478 \$	416,958,884.00	396,499,719
inversiones disponibles para la venta en títulos de deuda	939,080 \$	990,348.00	-	765,397.00	82,476,153
(-) Instrumentos de patrimonio	390,734 \$	437,462.00	563,326 \$	8,731,353.00	-
inversiones negociables en títulos participativos	390,734 \$	437,462.00	563,326 \$	8,731,353.00	-
Inversiones en subsidiarias	13,593,436 \$	10,937,076.00	11,450,660 \$	16,305,842.00	27,627,016
Cuentas por cobrar actividad aseguradora, neto	200,964,674 \$	273,236,588.00	334,310,422 \$	398,555,162.00	391,959,536
Otras cuentas por cobrar, neto	22,637,083 \$	18,244,954.00	25,414,393 \$	23,394,437.00	31,292,536
Otras Inversiones	-	-	-	-	-
(-) Activos financieros, neto	726,384,548 \$	840,091,515.00	918,160,089 \$	1,165,831,666.00	1,301,812,112
Reservas técnicas parte reasegurador	471,811,519 \$	566,306,531.00	689,571,627 \$	4,516,687,324.00	4,887,540,075
propiedad, planta y equipo, neto	2,718,836 \$	2,273,784.00	1,897,947 \$	5,083,511.00	27,612,084
Activos intangibles, neto	1,383,740 \$	2,665,938.00	3,521,261 \$	2,319,620.00	2,436,027
Impuesto diferido activo, neto	956,903 \$	-	-	7,412,473.00	11,929,117
Otros Activos, neto	55,961,656 \$	40,619,837.00	13,371,623 \$	8,988,967.00	-
Activos no concretos mantenidos para la venta	15,991,687 \$	15,802,688.00	15,686,038 \$	8,971,937.00	-
(-) Total Activos no financieros	547,814,339 \$	627,818,825.00	722,157,475 \$	4,590,974,481.00	4,929,516,333
(-) Total Activos	1,274,298,887 \$	1,467,818,344.00	1,640,317,484 \$	5,716,811,567.00	6,231,328,458
Pasivos					
Obligaciones financieras	16,825,198 \$	9,963,581.00	2,339,658 \$	23,331.00	-
Reservas técnicas	926,897,702 \$	1,066,742,123.00	1,231,160,484 \$	5,132,737,573.00	5,546,200,348
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	292,609,242 \$	250,638,383.00	228,661,938 \$	220,454,984.00	268,279,120
Beneficios a empleados	7,404,605 \$	6,390,587.00	5,726,487 \$	6,815,886.00	9,038,523
Provisiones	80,913 \$	1,110,180.00	717,617 \$	822,136.00	1,503,736
Pasivo por impuesto corriente, Neto	-	-	-	2,521,821.00	810,187
Impuestos diferidos pasivo, neto	-	2,585,548.00	1,282,138 \$	-	2,133,746
Otros pasivos	8,361,790 \$	18,705,188.00	10,537,598 \$	33,639,898.00	42,864,084
(-) Total Pasivos	1,162,569,452 \$	1,355,135,499.00	1,480,435,585 \$	5,397,013,959.00	5,870,819,658
Patrimonio					
Capital suscrito y pagado	76,522,687 \$	82,728,179.00	90,054,576 \$	95,046,781.00	103,368,242
Prima de colocación de acciones	-	-	41,886,104 \$	82,070,414.00	176,108,614
Aportaciones de capital anticipadas	-	-	-	88,096,273.00	-
Reservas	9,526,991 \$	10,215,589.00	10,572,561 \$	12,406,977.00	13,802,847
Ganancias acumuladas	3,601,367 \$	3,601,367.00	4,847,034 \$	10,261,696.00	19,735,918
Otro resultado integral	16,164,350 \$	32,168,091.00	11,780,076 \$	7,566,787.00	6,889,897
Resultado del ejercicio	6,804,830 \$	7,160,303.00	410,140 \$	13,923,336.00	40,633,573
(-) Total Patrimonio	111,709,435 \$	112,682,935.00	159,881,629 \$	319,797,888.00	360,588,792
(-) Total Pasivo y patrimonio	1,274,298,887 \$	1,467,818,344.00	1,640,317,484 \$	5,716,811,567.00	6,231,328,458
Estado de resultados					
Ingresos Actividades de seguro					
Primas emitidas	813,022,926 \$	942,922,516.00	877,868,746 \$	900,018,521.00	1,026,089,071
Liberación de reservas	116,094,485 \$	247,189,614.00	269,874,128 \$	266,932,282.00	314,644,761
Recebras y recuperaciones	15,164,475 \$	17,899,822.00	24,166,266 \$	24,175,712.00	21,277,285
Ingreso reaseguro del exterior	3,389,243 \$	6,152,310.00	3,310,189 \$	-	-
Otros ingresos por productos de seguro	263,769,016 \$	279,311,420.00	262,668,944 \$	370,430,037.00	877,846,033
(-) Total Ingresos	1,273,439,688 \$	1,479,875,690.00	1,438,498,263 \$	1,561,557,362.00	2,142,658,558
Gastos Actividades de seguro					
Salarios liquidados	381,894,129 \$	430,116,002.00	459,389,175 \$	554,427,088.00	1,118,110,547
Constitución de reservas	219,264,283 \$	274,118,210.00	333,812,103 \$	374,660,382.00	354,950,374
Gastos de reaseguro	497,733,138 \$	588,182,782.00	457,884,666 \$	470,121,352.00	423,371,893
Comisiones	86,957,032 \$	108,237,138.00	137,257,715 \$	110,927,126.00	123,002,348
Detrasno de incursión y primas por recaudar	-	-	-	5,976,763.00	6,119,639
(-) Total Gastos	1,186,848,782 \$	1,399,364,742.00	1,374,363,759 \$	1,486,112,197.00	2,226,594,711
Resultado neto actividades de seguro	88,590,906 \$	89,510,948.00	64,186,505 \$	95,445,165.00	116,103,815
(-) Instrumentos a las ganancias					
Impuesto de renta del periodo corriente	-11,873,106 \$	12,433,627.00	296,774 \$	11,186,390.00	21,673,668
sobre tasa impuesto de renta	-5,154,768 \$	3,275,777.00	-1,434,286 \$	15,292,591.00	-11,624,893
Impuesto de renta periodos anteriores	-	3,747,933.00	-173,384 \$	-	-
Impuesto del CREE	-1,955,716 \$	1,179,290.00	-	1,831,860.00	-
Sobre tasa del CREE	-998,964 \$	736,187.00	-	-	-
Subtotal impuestos del periodo corriente	-8,081,438 \$	8,341,777.00	-1,584,182 \$	19,811,601.00	-11,824,893
Impuesto diferido neto del periodo	-3,871,668 \$	3,482,450.00	1,293,408 \$	8,794,611.00	-7,995,361
Ajuste impuesto diferido neto del periodo	-	-	-	-	-2,052,914
Resultado del ejercicio	8,834,990 \$	3,569,709.00	488,749 \$	13,958,700.00	40,633,574
	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	1.7%

Anexo B Análisis Vertical

	ANALISIS VERTICAL				
	2015	2016	2017	2018	2019
Activos					
Efectivo y equivalente al efectivo	0,70%	0,68%	0,70%	0,35%	2,44%
Instrumentos financieros de inversión					
(= Instrumento de deuda	37,65%	35,92%	32,61%	12,21%	11,22%
Inversiones negociables en títulos de deuda	10,89%	11,59%	9,82%	5,11%	3,53%
Inversiones hasta el vencimiento en títulos de deuda	26,69%	24,26%	22,79%	7,10%	6,36%
inversiones disponibles para la venta en títulos de deuda	0,07%	0,07%	0,00%	0,00%	1,32%
(= Instrumentos de patrimonio	0,03%	0,03%	0,03%	0,15%	0,00%
inversiones negociables en títulos participativos	0,03%	0,03%	0,03%	0,15%	0,00%
Inversiones en subsidiarias	1,07%	0,75%	0,70%	0,29%	0,45%
Cuentas por cobrar actividad aseguradora, neto	15,77%	18,62%	20,38%	6,97%	6,29%
Otras cuentas por cobrar, neto	1,78%	1,24%	1,55%	0,41%	0,50%
Otras inversiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
(= Activos financieros, neto	57,00%	57,23%	55,97%	20,39%	20,89%
Reservas técnicas parte reasegurador	37,03%	38,58%	42,04%	79,01%	78,43%
propiedad, planta y equipo, neto	0,22%	0,15%	0,12%	0,10%	0,44%
Activos intangibles, neto	0,11%	0,20%	0,21%	0,04%	0,04%
Impuesto diferido activo, neto	0,07%	0,00%	0,00%	0,13%	0,19%
Otros Activos, neto	4,32%	2,76%	0,82%	0,17%	0,00%
Activos no corrientes mantenidos para la venta	1,25%	1,08%	0,83%	0,16%	0,00%
(= Total Activos no financieros	43,00%	42,77%	44,03%	79,61%	79,11%
(= Total Activos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

	ANALISIS VERTICAL				
	2015	2016	2017	2018	2019
Pasivos					
Obligaciones financieras	1,45%	0,74%	0,16%	0,00%	0,00%
Reservas técnicas	79,74%	78,64%	83,16%	95,10%	94,47%
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	17,38%	18,50%	15,45%	4,08%	4,57%
Beneficios a empleados	0,63%	0,47%	0,39%	0,13%	0,15%
Provisiones	0,01%	0,08%	0,05%	0,02%	0,03%
Pasivo por impuesto corriente, Neto	0,00%	0,00%	0,00%	0,05%	0,01%
Impuestos diferidos pasivo, neto	0,00%	0,19%	0,09%	0,00%	0,04%
Otros pasivos	0,81%	1,38%	0,71%	0,62%	0,73%
(= Total Pasivos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	91,23%	92,32%	90,25%	94,41%	94,21%
Patrimonio					
Capital suscrito y pagado	68,50%	73,42%	56,35%	29,72%	28,67%
Prima de colocación de acciones	0,00%	0,00%	26,27%	28,79%	48,85%
Aportaciones de capital anticipadas	0,00%	0,00%	0,00%	27,55%	0,00%
Reservas	8,53%	9,07%	6,61%	3,88%	3,83%
Ganancias acumuladas	3,22%	3,20%	3,09%	3,21%	5,47%
Otro resultado integral	13,57%	11,15%	7,37%	2,49%	1,91%
Resultado del ejercicio	6,17%	3,17%	0,31%	4,36%	11,27%
(= Total Patrimonio	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
(= Total Pasivo y patrimonio	8,77%	7,68%	9,75%	5,59%	5,79%

	ANALISIS VERTICAL				
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Actividades de Seguro					
Primas emitidas	63,84%	63,72%	61,03%	57,64%	43,92%
Liberación de reservas	12,41%	16,39%	18,76%	17,09%	13,43%
Recobros y Recuperaciones	1,19%	1,21%	1,69%	1,55%	0,91%
Ingreso reaseguros del exterior	0,27%	0,42%	0,27%	0,00%	0,00%
Otros ingresos por productos de seguros	22,28%	18,27%	18,25%	23,72%	41,74%
(-) Total Ingresos	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Gastos Actividades de Seguro					
Siniestros liquidados	-29,99%	-29,06%	-31,94%	-35,50%	-47,77%
Constitución de reservas	-17,22%	-18,53%	-22,29%	-20,79%	-15,15%
Costos de reaseguros	-39,09%	-39,79%	-31,77%	-30,11%	-26,61%
Comisiones	-6,75%	-7,18%	-9,54%	-7,10%	-5,25%
Deterioro de reservas y primas por recaudar	0,00%	0,00%	0,00%	-0,38%	-0,26%
(-) Total Gastos	-93,04%	-94,56%	-95,54%	-93,89%	-95,04%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado neto actividades de seguro	6,96%	5,44%	4,46%	6,11%	4,96%
Otros ingresos operacionales	3,47%	2,61%	1,42%	2,06%	1,03%
Participación en utilidades compañías asociadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,09%
Otros gastos operacionales	-6,20%	-4,46%	-3,29%	-3,75%	-2,16%
Gastos de administración	-5,83%	-4,87%	-4,79%	-5,31%	-3,75%
(=) Resultado operacional bruto	-1,60%	-1,28%	-2,20%	-0,70%	0,17%
	0,00%				
Ingresos financieros	3,19%	2,50%	2,30%	2,61%	2,64%
(=) Costos financieros	-0,12%	-0,13%	-0,04%	-0,30%	-0,15%
Utilidad antes de impuestos	1,47%	1,08%	0,05%	1,61%	2,66%

Anexo C. Indicadores Financieros

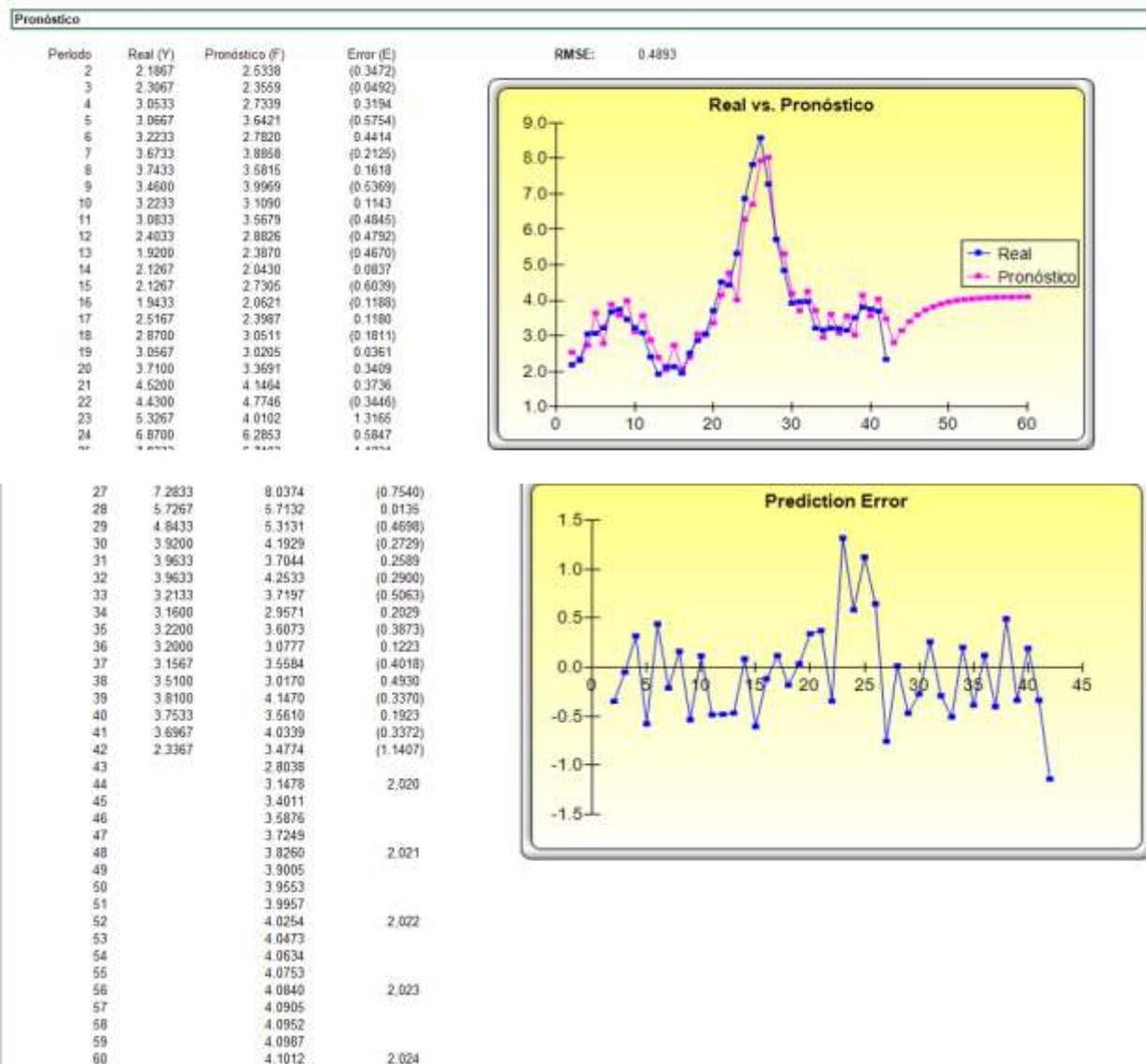
Indicadores de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019
Razon corriente	1	0.62	1	0.22	0
Ebitda	\$ 31,570,463	\$ 19,690,921.00	\$ 4,621,311	\$ 38,765,202.00	\$ 85,983,038
Margen Ebitda	2.5%	2.0%	0.3%	2.5%	3.6%
Indicadores de Endeudamiento					
Endeudamiento total	91%	92%	90%	94%	94%
Endeudamiento financiero	2%	3%	0%	0%	0%
Deuda Financiera / EBITDA	0.53	0.34	0.51	0.00	0.00

Indicadores de Rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019
Margen bruto	7%	3%	4%	8%	5%
Margen Ebitda	2%	2%	0%	2%	4%
Margen operacional	-2%	-3%	-2%	-1%	0%
Margen neto	1%	0%	0%	1%	2%
Rendimiento del patrimonio (ROE)	6%	3%	0%	4%	11%
Rendimiento del activo (ROA)	1%	0%	0%	0%	1%
Apalancamiento financiero	1141%	1303%	1026%	1788%	1728%
Indice dupont	0%	0%	0%	0%	0%
ROPA	0.54%	0.24%	0.09%	0.24%	0.65%
NOPAT/ UODI	\$ 6,894,990	\$ 3,569,709.00	\$ 488,749	\$ 13,958,700.00	\$ 40,613,374
RONA	6%	3%	0%	4%	11%
ACTIVOS FINANCIADOS CON COSTO	\$ 111,709,439	\$ 112,682,935.00	\$ 159,881,899	\$ 319,797,608.00	\$ 360,508,792
PASIVO CON COSTO	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
PATRIMONIO CON COSTO	\$ 111,709,439.00	\$ 112,682,935.00	\$ 159,881,899.00	\$ 319,797,608.00	\$ 360,508,792.00
WACC	21%	21%	21%	21%	21%
WE	100%	100%	100%	100%	100%
WD	0%	0%	0%	0%	0%
KD	0%	0%	0%	0%	0%
KDT	0%	0%	0%	0%	0%
KE	21%	21%	21%	21%	21%
EVA	-15.05%	-18.05%	-20.91%	-16.86%	-9.55%

Anexo D Inflación Trimestral Colombia

Años	Trimestres	Promedio de Inflación total 1
2010	Trim.1	1.97
	Trim.2	2.19
	Trim.3	2.31
	Trim.4	3.05
2011	Trim.1	3.07
	Trim.2	3.22
	Trim.3	3.67
	Trim.4	3.74
2012	Trim.1	3.46
	Trim.2	3.22
	Trim.3	3.08
	Trim.4	2.40
2013	Trim.1	1.92
	Trim.2	2.13
	Trim.3	2.13
	Trim.4	1.94
2014	Trim.1	2.52
	Trim.2	2.87
	Trim.3	3.06
	Trim.4	3.71
2015	Trim.1	4.52
	Trim.2	4.43
	Trim.3	5.33
	Trim.4	6.87
2016	Trim.1	7.83
	Trim.2	8.59
	Trim.3	7.28
	Trim.4	5.73
2017	Trim.1	4.84
	Trim.2	3.92
	Trim.3	3.96
	Trim.4	3.96
2018	Trim.1	3.21
	Trim.2	3.16
	Trim.3	3.22
	Trim.4	3.20
2019	Trim.1	3.16
	Trim.2	3.51
	Trim.3	3.81
	Trim.4	3.75
2020	Trim.1	3.70
	Trim.2	2.34
Total general		3.71

Anexo E. Pronostico Inflación Modelo Autoarima



Referencias

Damodaran, A. (30 de Enero de 2020). *Betas by Sector (US)*. Obtenido de Damodaran On Line:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Federal Reserve Bank of ST.Louis. (31 de 12 de 2019). *S&P 500 (SP500)*. Obtenido de

fred.stlouisfed.org: <https://fred.stlouisfed.org/series/SP500>

Invenómica. (30 de 06 de 2020). *Riesgo País EMBI – América Latina – Serie Histórica*.

Obtenido de invenomica: <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-america-latina-serie-historica/>

U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. (31 de 12 de 2019). *Daily Treasury Yield Curve*

Rates. Obtenido de U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY:

<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>