



VALORACIÓN DE EMPRESA: ASSA COMPAÑÍA DE SEGUROS, S. A.  
Mediante Modelo de Descuento de Dividendos

VALORACIÓN DE EMPRESAS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Edith Adriana Madrid Naranjo

Profesor Guía: Marcelo González

Panamá, Enero 2020

## Índice de Contenido

<b>Dedicatoria</b> .....	4
<b>Agradecimientos</b> .....	5
1. Resumen Ejecutivo.....	6
2. Principales Métodos de Valoración.....	7
2.1. Modelo de Descuento de Dividendos.....	7
3. Descripción de la Empresa e Industria.....	9
3.1. Descripción de la Industria.....	9
3.2. Resumen Descripción de la Aseguradora.....	12
3.3. Filiales de ASSA Compañía de Seguros, S. A. al 30 de junio de 2019.....	13
3.4. Descripción de ASSA Compañía Tenedora, S. A.....	16
3.5. Descripción de Grupo ASSA, S. A.....	17
3.6. Empresas Comparables a ASSA Compañía de Seguros, S. A.....	18
3.7. Participación de ASSA Compañía de Seguros, S. A en el Mercado.....	20
4. Proyección de los Estados Financieros de ASSA Panamá.....	23
4.1. Crecimiento Histórico y Proyección de la Industria de Seguros en Panamá...	23
4.2. Crecimiento Histórico y Proyección de la Aseguradora.....	25
4.3. Estado de Resultado Histórico y Proyecciones.....	26
4.4. Necesidades de capital requeridos para margen de solvencia y liquidez.....	35
4.5. Balance de Situación Histórico y Proyecciones.....	36
5. Proyección de Flujos de Dividendos para el Accionista de ASSA Panamá.....	39
6. Valoración Económica del Patrimonio de ASSA Compañía de Seguros, S. A.....	42
6.1. Resumen de Valoración por el Método de Descuento de Dividendos.....	42
6.2. Resumen de Obtención de Tasa de Descuento.....	43
6.3. Insumos utilizados para el cálculo de la Perpetuidad.....	43
6.4. Análisis de Sensibilidad de las tasas de descuento y de crecimiento.....	44
7. Conclusiones.....	46
8. Anexos.....	48
8.1. Bibliografía.....	48
8.2. Cálculo de la Tasa de Crecimiento Perpetuo.....	49

## Índice de Tablas e Ilustraciones

Ilustración 1: Organigrama.....	12
Ilustración 2: Participación de ASSA Panamá en ASSA Tenedora .....	16
Ilustración 3: Dividendos pagados por acción .....	18
Tabla 1: Participación de Primas por Líneas de Negocio - ASSA Panamá .....	19
Tabla 2: Participación de Primas por Líneas de Negocio – A. Generali SpA.....	19
Tabla 3: Participación de Primas por Líneas de Negocio - Seguros Banistmo, S. A. ...	20
Tabla 7: Crecimiento Histórico del Mercado de Seguros en Panamá.....	23
Tabla 8: Crecimiento de la Industria en Primas Suscritas .....	24
Tabla 9: Crecimiento Histórico de ASSA Panamá.....	26
Tabla 10: Proyección de Primas Suscritas y Primas Netas Retenidas .....	27
Tabla 11: Proyección de las Primas Netas Ganadas .....	28
Tabla 12: Proyección de los Reclamos y Beneficios Netos Incurridos .....	30
Tabla 13: Costos de Suscripción y Adquisición, Netos .....	31
Tabla 14: Proyección de Pérdidas Crediticias Esperadas en Primas .....	31
Tabla 15: Proyección de los Gastos Administrativos.....	32
Tabla 16: Proyección de Gastos de Depreciación.....	33
Tabla 17: Proyección del Ingreso Financiero Neto.....	34
Tabla 18: Proyección del Impuesto Sobre la Renta .....	34
Tabla 19: Proyección del Patrimonio Técnico Ajustado.....	35
Tabla 20: Necesidades de Capital Requerido .....	36
Tabla 21: Estado de Situación Financiera - Datos Históricos.....	37
Tabla 22: Proyecciones del Estado de Situación Financiera.....	38
Tabla 23: Flujo de Caja de los Accionistas.....	39
Tabla 24: Utilidades Retenidas Disponibles para los Accionistas.....	39
Tabla 25: Índice de Margen de Solvencia .....	40
Tabla 26: Índice de Liquidez .....	40
Tabla 27: Índice de Calce de Inversiones con Reservas Técnicas de Seguros.....	41
Tabla 28: Valor Económico por Acción - Flujo de Dividendos Descontados.....	42
Tabla 29: Flujos de Dividendos Descontados .....	42
Tabla 30: Sensibilidad del Valor Económico de la Acción.....	45
Tabla 33: Resumen de Valoración de ASSA Compañía de Seguros, S. A.....	47

## **Dedicatoria**

*“Cualquier persona que deja de aprender es viejo, ya sea a los veinte u ochenta. Cualquier persona que sigue aprendiendo se mantiene joven. La cosa más grande en la vida es mantener la mente joven” Henry Ford.*

Para mis hijos, **Daniella, Luis y Violeta**, mi total inspiración. Aprender, desde las cosas más sencillas y básicas de la vida, hasta las más complejas y técnicas para su profesión son los que los hace útil en la vida. No vivan por un salario, no vivan por el compromiso de vivir. Vivan por dejar un legado de sabiduría, vivan por mantener su mente joven y activa.

Mi misión es ser el mejor ejemplo para sus vidas. Los amo hasta la eternidad y más allá.

## **Agradecimientos**

A mi querido Dios, quien siempre me acompaña, cuida de mi y de los míos. Aclara mis dudas y mis pensamientos y me lleva al entendimiento. Si ti mi Dios, yo nada soy.

A mis queridos padres, que tanto me apoyan, que tanto me enseñan. Quisiera ser para mis hijos, el ejemplo de padres que han sido ustedes para mí. Gracias por creer tanto en mí.

A mi esposo e hijos quienes han sido y siguen siendo pacientes. Siempre dispuestos a aceptar compartir su tiempo con mis estudios. Gracias por ser tan pacientes.

Por supuesto a mis profesores que, con tanta dedicación, nunca se cansaron de responder a mis innumerables preguntas. Cada una, algunas tontas, otras más complejas fueron importantes para cerrar cada eslabón de mi conocimiento. Estoy totalmente agradecida por lo tanto que aprendí.

Y, por último, mas no menos importante, a mis jefes quienes confiaron en mi y me permitieron este tiempo compartido para engrandecer mis conocimientos. Ahora ya estoy lista para servirles mejor.

A todos ustedes, muchas gracias.

## 1. Resumen Ejecutivo

El informe a continuación presenta una propuesta de valoración económica de la empresa aseguradora ASSA Compañía de Seguros, S. A., al 30 de junio del 2019, utilizando el modelo de descuento de dividendos y el método de valoración por múltiplos.

ASSA Compañía de Seguros, S.A. es una empresa constituida en la República de Panamá que actualmente no cotiza en bolsa y cuenta con 4,538,746 acciones emitidas de las cuales 99.9% pertenecen a ASSA Compañía Tenedora, S. A. Con el 24.1% de las primas emitidas en Panamá, ASSA es la empresa líder en la industria de seguros.

Para obtener la tasa de descuento utilizamos como empresa referente a la compañía AIG, empresa estadounidense para determinar la beta, con una estructura en líneas de negocio y moneda, muy similar a la de ASSA Panamá. La beta de AIG fue desapalancada con la estructura de financiamiento de esta compañía y luego apalancada con la estructura de capital objetivo de ASSA Panamá.

En las proyecciones, consideramos el crecimiento de la industria provisto por reportes de entes económicos como Fitch Solutions y aplicamos crecimiento orgánico de la participación del mercado para los años 2019 al 2023 estableciendo así un crecimiento en primas para ASSA Panamá. Las necesidades de capital consideramos los requerimientos mínimos de capital, solvencia y liquidez exigidos por regulación. Los flujos de caja de los accionistas fueron proyectados para cada año hasta el 2023, más una perpetuidad a partir del año 2024. Al traer estos flujos a valor presente con la tasa de costo patrimonial ( $k_p$ ) obtenida de 12.58% obtuvimos un valor económico para ASSA Compañía de Seguros, S. A. en Panamá de USD 74.45 por acción.

## 2. Principales Métodos de Valoración

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, los resultados podrían diferir. Existen diversos grupos de métodos de valoración: los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos<sup>1</sup>. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables<sup>2</sup>.

En el caso de entidades financieras como bancos y seguros, los métodos más apropiados de valoración se enfocan en el patrimonio. El modelo más utilizado suele ser el modelo de descuento de dividendos.

### 2.1. Modelo de Descuento de Dividendos

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

---

<sup>1</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p.

<sup>2</sup> Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA= Dividendo por acción

$K_p$ = rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante  $g$ , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde  $\text{DPA}_1$  son los dividendos por acción del próximo periodo.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p.



### 3. Descripción de la Empresa e Industria

#### 3.1. Descripción de la Industria

El sector de seguros en Panamá es altamente competitivo y alberga una serie de compañías nacionales, regionales y multinacionales bien capitalizadas. Las empresas han fortalecido su posición en el mercado tanto orgánicamente como a través de fusiones y adquisiciones en los últimos años. La fluidez del mercado, y su receptividad a los inversores extranjeros, así también como las pocas barreras de entrada y el entorno reglamentario favorable a la inversión extranjera, ofrece a estas una clara oportunidad para expandir su presencia.

Tanto los sectores de vida como los distintos de vida están bien desarrollados, cuentan con estándares regionales y con carteras de productos bien diversificadas disponibles a una variedad de precios.

En el sector de vida (ramos personas), los productos de los principales proveedores incluyen seguros de vida tradicional – con pago por fallecimiento o en caso de enfermedad crítica, planes de seguro a término, planes de protección permanente, seguro familiar y productos compuestos que incluyen el control y cuidado de la salud. Muchos de estos productos ofrecen opciones de ahorro a largo plazo. La mayoría de estos productos están disponibles tanto en forma individual como colectiva.

Para el sector distinto de vida (ramos generales), la oferta de productos es bastante diversa. Esta incluye seguros de motor (equipo rodante y maquinarias), cobertura de flotas, cobertura a la propiedad y el contenido, coberturas de robo, averías de maquinaria, responsabilidad civil, seguro de carga, seguro de transporte, seguro de casco marítimo y de aviación, cobertura a equipos pesados y responsabilidad de los empleados.

Dada la importante ruta comercial que tiene Panamá a través del canal interoceánico, existe una importante participación de las aseguradoras del mercado cubriendo específicamente la ingeniería y el transporte marítimo. Otras compañías del mercado mantienen su enfoque en la gama de los productos de microseguros para captar el negocio de los consumidores de menores ingresos.

La industria de seguros en Panamá está supervisada por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá quien se encarga de fiscalizar, reglamentar y vigilar las actividades y operaciones que conllevan a la prestación de coberturas sobre intereses asegurables e incluyen la captación, inversión y administración de los recursos de los asegurados.<sup>4</sup>

La actividad de seguros es considerada una actividad de interés público y es por esto que, al Estado, a través de la Superintendencia, le corresponde proteger a los asegurados y controlar el adecuado desarrollo del mercado asegurador en este país.

La Ley No 12 de 3 de abril de 2012 regula las actividades de seguros y reaseguros y establece requerimientos mínimos de capital, solvencia y liquidez para operar, así como también establece normas para la determinación de los pasivos técnicos de seguros y las reservas legales, catastróficas y de desviación estadísticas<sup>5</sup>.

Con el propósito también de lograr una sana correspondencia entre las provisiones técnicas de seguros, las reservas patrimoniales y los activos, la Ley de seguros establece también una serie de características que debe cumplir el activo para ser

---

<sup>4</sup> Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá. “Ley 12 de 3 de abril de 2012”. Título I, Capítulo I, Artículo 1. Pág. 1

<sup>5</sup> Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá. “Ley 12 de 3 de abril de 2012”. Título V, Capítulo II. Pág. 70-76.

considerado un activo admitido. Los activos admitidos son básicamente “inversiones fácilmente realizables para cubrir los riesgos asumidos en cada cartera”<sup>6</sup>.

Los seguros al ser un mercado de interés públicos las compañías aseguradoras y reaseguradoras están obligadas a publicar en sus páginas web su información financiera anual auditada por una firma idónea de gran reputación en el mercado y reportes trimestrales internos que presenten los índices de solvencia y liquidez de la compañía de acuerdo con la fórmula establecida por el regulador.

Por otro lado, las compañías de seguros por normativa están desde el año 2018, en un proceso dinámico de implementación de un marco de referencia para una supervisión basada en riesgo<sup>7</sup> lo cual consiste en identificar las actividades que representan riesgos materiales a la salud financiera y evaluar la gestión realizada por las administraciones de las compañías de seguros para mitigar dichos riesgos. Este proceso inició en el 2015 con normas y metodologías para regular el blanqueo de capitales y el financiamiento del terrorismo y ahora está en la identificación y clasificación de los riesgos financieros y operativos. El regulador espera entrar en un marco de regulación basado en Solvencia II en un medio plazo.

Los contratos de seguros son “acuerdos entre dos partes en el cual el emisor (la compañía de seguros) acepta un riesgo de seguros de la otra parte (el tenedor de la póliza) acordando compensar al tenedor si ocurre un evento futuro incierto (suceso asegurado) que afecta de forma adversa al tenedor de la póliza de seguro.” NIIF 17, Apéndice A.

---

<sup>6</sup> Inversiones fácilmente realizables son aquellas inversiones que pueden convertirse en líquido con facilidad y agilidad previsiblemente y sin pérdida sustancial de valor según Artículo 214 de la Ley 12 de Seguros.

<sup>7</sup> Resolución No DG-SSRP-008 de 10 de diciembre de 2018 “Por el cual se adopta el Marco de Referencia para la Supervisión Basada en Riesgo”.

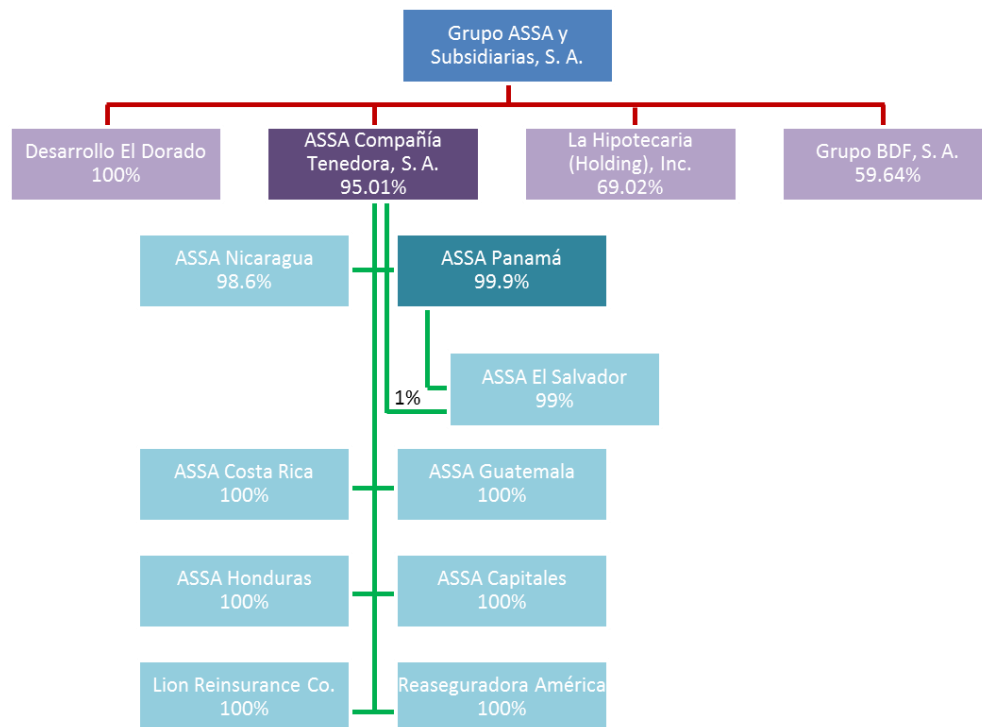
El mercado de seguros es un componente clave en la industria financiera panameña, por su importante papel en la economía del país. La protección de daños patrimoniales, así como daños a la integridad física de las personas favorecen el desarrollo de la actividad económica del país.

### 3.2. Resumen Descripción de la Aseguradora

ASSA Compañía de Seguros, S. A., (en adelante “ASSA Panamá”) es una sociedad anónima constituida el 12 de marzo de 1980, conforme a las leyes de la República de Panamá con registro único de contribuyente (RUC) número 3724-103-53659.

Esta compañía forma parte de un conglomerado de entidades de seguros con el mismo nombre y presencia en Centroamérica, cuya compañía matriz se denomina ASSA Compañía Tenedora, S. A. y quien a su vez forma parte en un 95.01% del conglomerado financiero denominado Grupo ASSA, S. A. y quien a su vez es la última casa matriz.

Ilustración 1: Organigrama



Fuente: Memoria Anual 2018 de la Compañía publicada en su página web.

ASSA Panamá ofrece productos de seguros de vida tanto a nivel individual como colectivo, así también como seguros de salud y accidentes. Para los productos de no vida, ASSA Panamá cuenta con una amplia gama de líneas de propiedad y accidentes, incluyendo diversas coberturas comerciales y marinas, seguros de automóviles, cobertura de responsabilidad profesional y productos de aviación. Ramos generales representan alrededor del 55% de las primas, mientras que ramos personales representan el 45%. ASSA cuenta con una red nacional de oficinas de atención con presencia en David, Chitré, Colón, Santiago, Chorrera, Penonomé, y sus oficinas principales en la ciudad de Panamá. La colocación de los productos se realiza predominantemente a través de agentes de seguros, aunque existen otros canales de venta como lo son socios de distribución y directamente como clientes corporativos.

La compañía en Panamá contaba al 30 de junio de 2019 con un total de 948 colaboradores. A esta fecha ASSA Panamá mantenía 4,538,746 acciones emitidas y en circulación, siendo ASSA Compañía Tenedora, S. A. dueña del 99.9% de estas acciones.

### 3.3. Filiales de ASSA Compañía de Seguros, S. A. al 30 de junio de 2019

Las compañías filiales de ASSA Panamá son:

#### a. Compañías subsidiarias de ASSA Compañía Tenedora, S. A.

ASSA Compañía de Seguros, S. A. – Constituida en Nicaragua desde el año 1996 y dedicada a la actividad de seguros.

ASSA Compañía de Seguros, S. A. – Constituida en Costa Rica desde el año 2010 y dedicada a la actividad de seguros.

ASSA Compañía de Seguros, S. A. – Constituida en Guatemala desde el año 1966. También dedicada a la actividad de seguros. Esta compañía cuenta con una sucursal en Honduras.

Lion Reinsurance Company, Ltd – Constituida en Islas Bermudas desde el año 2011. Se dedica al negocio de reaseguros para las empresas afiliadas.

Reaseguradora América SPC, Ltd – Constituida en Islas Caimán desde el año 2012. El objetivo principal de esta compañía es crear oportunidades para que ciertos clientes participen en sus propios riesgos a través del uso de la cartera segregada subyacente de la empresa.

ASSA Capitales, S. A. – Constituida en Panamá desde el año 2018 dedicada exclusivamente al manejo de portafolios de inversión en instrumentos financieros.

b. Compañías subsidiarias de Grupo BDF, S. A.

Banco de Finanzas, S. A. – Constituida en Nicaragua desde el año 1992. Es un banco comercial del sector privado. Su actividad principal es la intermediación financiera y la prestación de servicios bancarios enfocados en la banca de consumo y corporativa.

Inversiones de Oriente, S. A. (INVORI) – Constituida en Nicaragua desde el año 2008 y dedicada al desarrollo y venta de viviendas de interés social en la República de Nicaragua.

Ajustes y Avalúos Istmeños, S. A. – Constituida en el año 1985 bajo las leyes de la República de Panamá y propietaria de terrenos localizados en Nicaragua con oportunidad para ser desarrollados.

Inversiones Corporativas Nova, S. A. – Constituida en al año 2014 bajo las leyes de la República de Panamá. Sus actividades son propias de una compañía tenedora de

acciones. Esta compañía es tenedora del 96.15% de las acciones de Inversiones Mobiliaria, S. A., entidad constituida en Nicaragua a cargo del desarrollo inmobiliario de la plaza principal donde se encuentra Banco de Finanzas, S. A. y otras entidades afiliadas.

c. Compañías subsidiarias de La Hipotecaria (Holding) Inc.

Banco La Hipotecaria, S. A. y Subsidiarias – Constituida en el año 1996 bajo las leyes de la República de Panamá. En el 2010 recibe la licencia bancaria general para iniciar sus operaciones como Banco y Fiduciaria. Banco La Hipotecaria, S. A. cuenta con sus subsidiarias: La Hipotecaria Compañía de Financiamiento, S. A., constituida en Colombia y La Hipotecaria, S. A. de C.V. constituida en El Salvador. Ambas dedicadas a otorgar préstamos hipotecarios residenciales y personales en sus países de origen.

Onlyne Systems, S. A. – Constituida en Panamá y dedicada al desarrollo y mantenimiento de programas de computadora.

Mortgage Credit Reinsurance Limited – Constituidas en Islas Turcas y Caicos y dedicada al negocio de reaseguro.

Securitization and Advisor – Constituidas en Islas Vírgenes y dedicada a la asesoría financiera internacional.

d. Otras Compañías vinculadas a Grupo ASSA, S. A.

Inmobigral, S. A. – Constituida en el año 1965 bajo las leyes de la República de Panamá. Es una compañía inversionista.

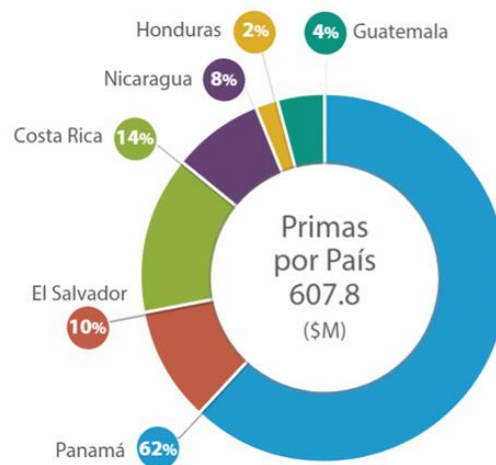
Desarrollo el Dorado, S. A. – Constituida en 1971 bajo las leyes de la República de Panamá y cuya actividad principal es el alquiler de inmuebles.

### 3.4. Descripción de ASSA Compañía Tenedora, S. A.

Entidad Controladora de ASSA Compañía de Seguros, S. A.

ASSA Compañía Tenedora, S. A. es una compañía tenedora de acciones constituida de acuerdo con las leyes de la República de Panamá el 28 de octubre de 2009 dedicada a consolidar y mantener independencia en las operaciones de seguros bajo una sola estructura. De esta manera, el Grupo se beneficia al mantener una división de seguros en la que se comparten las mejores prácticas a nivel regional, se consolidan operaciones y se facilita el proceso de control, diseño de estrategias y toma de decisiones bajo una dirección especializada y enfocada en esta industria.

Ilustración 2: Participación de ASSA Panamá en ASSA Tenedora



Fuente: Memoria Anual 2018 de la Compañía publicada en su página web.

ASSA Panamá representó al 31 de diciembre de 2018 el 62% de las primas suscritas totales. Las cifras al 30 de junio de 2019 presentan un incremento en la participación de las primas suscritas consolidadas de 2% (ahora 64% en primas suscritas), siendo ASSA Panamá la principal contribuidora de las primas totales en Tenedora.

De igual manera, ASSA Panamá contribuyó al 30 de junio de 2019 en un 64.6% a las utilidades netas consolidadas.



Las operaciones de seguros provienen de dos fuentes principales de ingresos: operaciones técnicas de seguros e ingresos financieros.

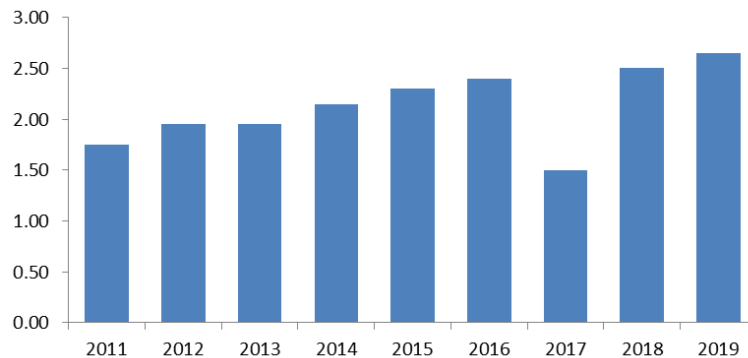
### 3.5. Descripción de Grupo ASSA, S. A. Última Entidad Controladora

Grupo ASSA, S. A. es una compañía tenedora de acciones y la última casa matriz de ASSA Panamá. Constituida bajo las leyes de la República de Panamá el 06 de octubre de 1971.

Grupo ASSA, S. A. es un conglomerado financiero adscrito a la Bolsa de Valores de Panamá, con ticker ASSA e ISIN PAL3134071A7. Sus principales operaciones provienen del negocio de seguros, de operaciones bancarias, actividades financieras y de operaciones de inversiones, todas estas agrupadas en tres principales grupos económicos: ASSA Compañía Tenedora, S.A. con el 72% de contribución a las utilidades netas, Grupo BDF, S.A. con una afectación importante en sus operaciones dada la crisis económica en el país donde opera (Nicaragua) y La Hipotecaria (Holding), S.A. con una contribución a las utilidades netas del 9.7%. Grupo ASSA, S. A. además maneja un portafolio de inversión en instrumentos patrimoniales en empresas privadas que generan flujos de dividendos constantes, contribuyendo así en un 19% a las utilidades netas consolidadas.

Al 30 de junio de 2019, Grupo ASSA cuenta con 12,000,000 de acciones autorizadas sin valor nominal de las cuales al 30 de junio de 2019 se presentaron 10,132,559 acciones en circulación distribuidas entre 1,040 accionistas donde solo un accionista cuenta con el 19.7% de participación accionaria y el resto cuenta con una participación menor del 10%. El grupo declara dividendos trimestrales recurrentemente estableciendo el dividendo por acción al inicio de cada año y un dividendo extraordinario definido en el mes de diciembre de acuerdo con los resultados de las operaciones. Al año 2019, el dividendo trimestral corresponde a \$0.60 por acción.

Ilustración 3: Dividendos pagados por acción



Fuente: Elaboración propia con datos de los estados financieros

### 3.6. Empresas Comparables a ASSA Compañía de Seguros, S. A.

Para la elaboración de este informe, utilizamos tres empresas como referentes para ASSA Panamá.

La primera fue American International Group, Inc (NYSE: AIG). Esta compañía la utilizamos para obtener la beta patrimonial de ASSA Panamá. Ninguna de las compañías que operan en Panamá cotizan en mercados de valores activos por lo que el mercado más parecido en términos de la moneda en curso es Estados Unidos. Seleccionamos a AIG por la similitud existente en las líneas de negocios y participación con ASSA Panamá. AIG fue fundada en 1919 y es la cuarta compañía más grande en Estados Unidos a nivel de activos. Actualmente tiene el 31% de sus acciones en ramos personales, 67% en generales y 2% en otros, muy parecida a la composición de ASSA Panamá de 45% y 55% respectivamente.

Para el método de valoración por múltiplos utilizamos como referencia dos aseguradoras panameñas que fueron vendidas en los últimos cinco años, Seguros Banistmo S.A. y Assicurazioni Generali S.p.A. Utilizamos su precio de venta como Patrimonio Económico. Seguros Banistmo S.A. fue adquirida en el 2015 por Suramericana S.A. por un monto de USD 96.4 millones. Assicurazioni Generali S.p.A. fue adquirida en el 2018 por ASSA Compañía de Seguros S.A. por USD 172 millones.

Nuestra selección fue basada en la similitud existente entre las distribuciones para las líneas de negocio de ASSA Panamá y las de estas entidades referentes tal y como podemos apreciar a continuación:

Tabla 1: Participación de Primas por Líneas de Negocio - ASSA Panamá

Junio 2019	Primas Suscritas	%
Vida Individual	26,191,775	13.1%
Accidentes Personales	2,225,588	1.1%
Salud	30,957,404	15.5%
Colectivo de Vida	30,316,160	15.2%
Incendio y Líneas Aliadas	34,281,478	17.2%
Multiriesgo	2,368,306	1.2%
Transporte de Carga	3,156,964	1.6%
Casco	5,828,457	2.9%
Automovil	30,095,559	15.1%
Ramos Técnicos	2,880,019	1.4%
Responsabilidad Civil	7,544,746	3.8%
Robo	5,557,825	2.8%
Fianzas	11,919,558	6.0%
Otros	6,135,293	3.1%
<b>Total</b>	<b>199,459,133</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos estadísticos de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá

Tabla 2: Participación de Primas por Líneas de Negocio – A. Generali SpA

Diciembre 2017	Primas Suscritas	%
Vida Individual	25,366,727	23.3%
Accidentes Personales	1,623,329	1.5%
Salud	12,452,346	11.4%
Colectivo de Vida	7,187,964	6.6%
Incendio y Líneas Aliadas	17,434,290	16.0%
Multiriesgo	-	0.0%
Transporte de Carga	1,957,460	1.8%
Casco	1,510,086	1.4%
Automovil	27,678,057	25.4%
Ramos Técnicos	-	0.0%
Responsabilidad Civil	2,717,883	2.5%
Robo	743,974	0.7%
Fianzas	318,182	0.3%
Otros	10,110,920	9.3%
<b>Total</b>	<b>109,101,218</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos estadísticos de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá

Tabla 3: Participación de Primas por Líneas de Negocio - Seguros Banistmo, S. A.

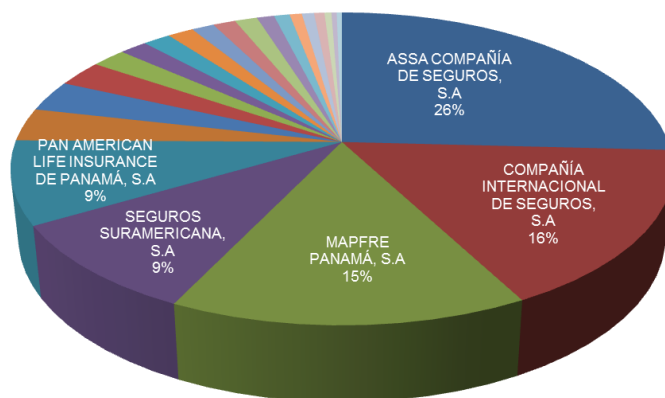
Diciembre 2014	Primas Suscritas	%
Vida Individual	5,193,915	10.2%
Accidentes Personales	765,214	1.5%
Salud	1,257,308	2.5%
Colectivo de Vida	15,643,466	30.6%
Incendio y Líneas Aliadas	7,507,899	14.7%
Multiriesgo	-	0.0%
Transporte de Carga	910,893	1.8%
Casco	207,069	0.4%
Automovil	14,843,104	29.0%
Ramos Técnicos	-	0.0%
Responsabilidad Civil	355,348	0.7%
Robo	2,281,287	4.5%
Fianzas	116,172	0.2%
Otros	2,079,054	4.1%
<b>Total</b>	<b>51,160,729</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia con datos estadísticos de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá

### 3.7. Participación de ASSA Compañía de Seguros, S. A en el Mercado

La industria de seguros en Panamá está compuesta por 23 aseguradoras, con una alta concentración en cinco (5) compañías que representan el 75.1% del total de primas. El resto de las aseguradoras mantienen una participación en primas menor al 3.5%. Esto demuestra que aun cuando el mercado está bastante fragmentado, la concentración de los principales participantes es significativa y creciente.

Ilustración 4: Market Share al 30 de Junio de 2019



Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá

El mercado para los productos de vida presenta al 30 de junio de 2019 una población asegurada total de 2,360,383<sup>8</sup> concentrando la participación en primas en 4 competidores: ASSA Panamá con el 24.1%; Panamerican Life Insurance de Panamá (aseguradora de capital norteamericano) con el 17.8%; Compañía Internacional de Seguros (aseguradora de capital panameño) con el 15%; y Mapfre Panamá, S. A. (aseguradora de capital europeo) con el 14.3%. Estas cuatro (4) aseguradoras hacen una participación combinada del mercado del 71.2%.

ASSA Panamá es la mayor empresa del sector por primas brutas y lo ha sido durante algunos años. Al 30 de junio lleva USD 86.7 millones en primas de vida (Diciembre 2018 terminó con USD 100.3 millones), esto la hace partícipe del 24.1%. Le sigue Panamerican Life Insurance de Panamá que a esta misma fecha llevaba USD 66.2 millones (Diciembre 2018 USD 59.3%) participando en el 17.8% del mercado. Panamerican Life Insurance Group (PALIG) es una de las aseguradoras de vida más grandes del Caribe también tiene una presencia sustancial en Centroamérica y algunos otros países de América Latina.

El mercado para los productos de ramos generales (productos distintos de vida) cuenta con un total de 1,247,428 pólizas suscritas en el territorio panameño al 30 de junio de 2019 que aseguran un total de 1,593,346 unidades asegurables. Estas pólizas se distribuyen entre 18 aseguradoras participantes del mercado para riesgos de ramos generales.

ASSA Panamá lidera también el mercado de los productos distintos de vida con el 27.3% de participación a través de la suscripción de primas por USD 109.8 millones. Le sigue Compañía Internacional de Seguros, S. A. (capital panameño) con un primaje de USD 71.4 millones y participación del 17.8%. El tercer y cuarto lugar le corresponden a Mapfre Panamá, S. A. (capital europeo) y Seguros Suramericana, S. A. (capital colombiano) con el 15.4% y 11.5% respectivamente. Estas cuatro (4) aseguradoras representan el 72%

---

<sup>8</sup> Según datos proporcionados por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá. Estadísticas. Ranking de Compañía de Seguros. Población Asegurada.

del mercado de productos distintos de vida. Las 14 aseguradoras restantes participantes poseen una participación menor al 5% del mercado.

La creciente presencia de las aseguradoras multinacionales en el mercado ejerce una presión competitiva significativa sobre los precios y fomenta el desarrollo de nuevos productos que sirvan para diferenciar los servicios de cada aseguradora. Naturalmente, esto beneficia a los consumidores.

Por otro lado, el gran número de empresas con participación en el mercado menor al 5% indica que existe un margen significativo para la consolidación del sector lo cual complementaría las oportunidades de crecimiento orgánico propio de un mercado en desarrollo.

#### 4. Proyección de los Estados Financieros de ASSA Panamá

##### 4.1. Crecimiento Histórico y Proyección de la Industria de Seguros en Panamá

Al 30 de junio de 2019 la población asegurada totalizaba 3,953,729. Esta industria presenta alta sensibilidad con actividades como el transporte, la construcción y actividades inmobiliarias.

Los periodos del 2014 al 2017 presentaron un crecimiento económico superior al 5% generados principalmente por el desarrollo de infraestructuras de gran magnitud como el metro, 3er puente sobre el canal, hidroeléctricas, entre otras. Este tipo de infraestructuras requieren la activación de los segmentos distintos de vida tales como Fianzas (caución), responsabilidad civil, incendio, daños de maquinaria y equipo, equipos de construcción, entre otros.

Con la apertura del 3er juego de esclusas, las actividades de transporte de carga terrestre y marítima generaron un incremento considerable de crecimiento y esto también requiere una cobertura de riesgo.

Las actividades inmobiliarias impulsaron los productos de vida e incendio que son requeridos por ley cuando se realiza a través de un trámite de préstamo bancario. El aumento de vehículos también aporta al mercado de seguros con la venta de los productos de daños a terceros que son obligatorios para la circulación en la República de Panamá.

Tabla 4: Crecimiento Histórico del Mercado de Seguros en Panamá<sup>9</sup>

Año	Primas	% crecimiento	Siniestros	% crecimiento	PIB	% crecimiento	IPC	% crecimiento
2014	1,343,055,093		527,162,581		34,404		102.2	
2015	1,388,772,656	3.4%	563,890,125	7.0%	36,376	5.7%	102.5	0.3%
2016	1,396,109,026	0.5%	577,136,139	2.3%	38,183	5.0%	104.0	1.5%
2017	1,471,100,680	5.4%	716,441,502	24.1%	40,215	5.3%	104.5	0.5%
2018	1,569,681,115	6.7%	718,959,075	0.4%	41,693	3.7%	104.7	0.2%
Junio 2019	774,145,531	-1.4%	353,045,537	-1.8%	43,490	4.3%	105.0	0.3%

<sup>9</sup> Se excluyen primas suscritas por operaciones de reaseguros.

Fuente: Elaboración propia con datos estadísticos de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá y el Consejo Monetario Centroamericano.

Las expectativas de crecimiento de la industria son muy positivas, tanto para los segmentos de vida como para ramos generales. Reportes económicos como los generados por Fitch Solutions<sup>10</sup>, estiman mayores crecimientos para las líneas de negocio de daños, segmento de ramos generales.

El crecimiento de vida se apoya en los altos ingresos disponibles, la demografía favorable y las oportunidades y facilidades de financiamiento para la obtención de viviendas y vehículos. El reporte menciona que la clase media de Panamá es una de las de mayor crecimiento en América Latina, lo cual indica que el nivel de ahorros y seguros de vida seguirán creciendo durante los próximos cinco años. Se espera que el crecimiento de este segmento en los próximos años esté entre los 4.3% a 4.5%.

Para los productos de ramos generales, se espera un crecimiento entre 6.1% y 7.6% en primas generadas principalmente por los seguros de salud y automóviles. Este crecimiento se apoya en el crecimiento del PIB del país y la demanda por bienes domésticos, además de las grandes obras de infraestructura previstas para los próximos años, como lo son la línea tres del Metro y el cuarto puente sobre el Canal de Panamá, entre otras.

Tabla 5: Crecimiento de la Industria en Primas Suscritas

	2019	2020	2021	2022	2023
Primas de Vida (MM USD)	409.1	427.5	446.8	466.5	486.7
Porcentaje de Crecimiento	5.0%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%
Primas Generales (MM USD)	1218.3	1303.3	1401	1506.8	1619.7
Porcentaje de Crecimiento	6.1%	7.0%	7.5%	7.6%	7.5%
Primas Totales	1627.4	1730.8	1847.8	1973.3	2106.4
Porcentaje de Crecimiento	5.8%	6.4%	6.8%	6.8%	6.7%

Fuente: Fitch Panama Insurance Report

<sup>10</sup> Fitch Panama Insurance Report: Includes 5-years forecast to 2023. Q4 2019.



## 4.2. Crecimiento Histórico y Proyección de la Aseguradora

ASSA Panamá ha permanecido dentro de las compañías líderes del mercado de seguros por más de 10 años. Sus operaciones han crecido un 79% en los últimos 5 años (2014 – 2018). En el 2018, sus primas suscritas alcanzaron los USD367.9 millones quedando como líderes del mercado con una participación de 23.44%.

Es importante mencionar que, en los últimos 5 años, la compañía ha realizado 2 compras de carteras las cuales contribuyeron en el crecimiento histórico de primas suscritas presentando en ASSA Panamá incrementos por encima del crecimiento de la industria.

En agosto de 2016, ASSA Panamá adquiere el 100% de las operaciones de seguros de American International Group Inc. (AIG). Esta compañía mantenía a la fecha de la transacción una participación en el mercado del 2.32% equivalentes a USD 21.2 millones en primas suscritas<sup>11</sup>. El 96% de sus operaciones de seguros correspondían a los segmentos distintos de vida (ramos generales).

En abril de 2018 se completó el proceso donde ASSA Panamá adquirió los activos, pasivos y operaciones comerciales de Assicurazioni Generali SpA en Panamá. Generali mantenía a la fecha de la transacción una participación en el mercado del 7.18% equivalentes a USD 26.4 millones en primas suscritas<sup>12</sup> donde el 48% de sus operaciones de seguros correspondían a las líneas de negocio relacionadas al segmento de vida y el 52% a las líneas de negocio de Daños (segmentos distintos de vida).

La consolidación de las operaciones de seguros a través de sociedades anónimas con la marca ASSA en Centroamérica facilitó también el incremento en primas suscritas enfocadas en grupos económicos extranjeros con participación en la región. El

---

<sup>11</sup> Según estadísticas del Ranking de Compañías de Seguros publicado en la página web de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá. Agosto 2016.

<sup>12</sup> Según estadísticas del Ranking de Compañías de Seguros publicado por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá. Marzo 2018.

crecimiento en primas superó a la industria. La compañía pasó de tener una participación en el mercado de 15.3% en el 2014 a 25.8% en Junio 2019.

#### 4.3. Estado de Resultado Histórico y Proyecciones

ASSA Panamá ha experimentado en los últimos años crecimientos significativos. Sus primas suscritas durante el quinquenio 2014-2018 crecieron en un 79% llegando a superar los USD 360 millones al 31 de diciembre de 2018. Mucho de este crecimiento fue originado por las combinaciones de negocio y su posicionamiento en el mercado, esto último apoyado de la diversidad de productos que ofrece, los diferentes canales de comercialización, la regionalización y calidad de la atención brindada.

Tabla 6: Crecimiento Histórico de ASSA Panamá<sup>13</sup>

Año	Primas	% crecimiento	Participación	% crecimiento
2014	205,492,105		15.30%	
2015	230,329,293	12.1%	16.59%	1.3%
2016	243,222,537	5.6%	17.42%	0.8%
2017	260,044,873	6.9%	17.68%	0.3%
2018	367,871,241	41.5%	23.44%	5.8%
Junio 2019	199,459,133	8.4%	25.80%	2.4%

Fuente: Elaboración propia con datos estadísticos de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá

Es importante mencionar que las primas suscritas equivalen al total facturado de los riesgos adquiridos por el tiempo de cobertura contratado, sin embargo, las entidades de seguros suelen a su vez trasladar algunos riesgos a entidades reaseguradoras o a compartir sus riesgos con otras compañías aseguradoras del mercado<sup>14</sup>. Esto es lo que denominamos primas cedidas. El diferencial sería el ingreso por primas retenidas.

<sup>13</sup> Se excluyen primas suscritas por operaciones de reaseguros

<sup>14</sup> Cuando se comparten los riesgos con otras compañías aseguradoras del mercado se denomina “coaseguros”.

Para nuestra proyección del estado de resultados, partimos del crecimiento en primas suscritas dado por especialistas económicos<sup>15</sup>. A estas primas le calculamos la participación esperada de ASSA Panamá para los años de proyección y establecimos el crecimiento estimado. Utilizamos diciembre 2018 como año base y del año 2019 al 2024 calculamos la prima suscrita del año anterior más tasa de crecimiento esperada tal y como se presenta a continuación:

$$PS \text{ de ASSA Panamá}_t = PS_{t-1} + (1 + \hat{g})$$

Donde,

PS = Primas suscritas

$\hat{g}$  = tasa de crecimiento estimado

Tabla 7: Proyección de Primas Suscritas y Primas Netas Retenidas

	Industria				ASSA Panamá				
	Año	Proyección de primas de la industria en mio USD	Crecimiento de Market Share de ASSA Panamá	Participación de ASSA Panamá en el mercado	Primas suscritas proyectadas	Tasa de crecimiento esperado en Facturación	Primas Suscritas Proyectadas	% de Retención	Primas Retenidas Proyectadas
Dato histórico	2014			15.3%			206,842,101	54.07%	111,831,579
	2015		1.29%	16.6%		13.03%	233,794,989	51.93%	121,398,901
	2016		0.83%	17.4%		5.94%	247,677,785	55.35%	137,089,628
	2017		0.26%	17.7%		5.81%	262,074,590	55.66%	145,874,293
	2018	1,570	5.76%	23.4%	367.9	45.71%	381,879,983	54.52%	208,201,115
Proyección	2019	1,627	2.36%	25.8%	419.9	14.11%	435,763,249	54.50%	237,490,971
	2020	1,731	0.55%	26.4%	456.1	8.62%	473,326,041	55.20%	261,275,975
	2021	1,848	0.55%	26.9%	497.1	8.99%	515,878,052	56.20%	289,923,465
	2022	1,973	0.55%	27.5%	541.7	8.98%	562,203,901	57.20%	321,580,631
	2023	2,106	0.55%	28.0%	589.8	8.88%	612,127,607	58.20%	356,258,267
	2024	2,183	0.55%	28.6%	623.1	5.66%	646,774,030	59.20%	382,890,226

Para la estimación del porcentaje de retención de las primas decidimos mantener la retención del año 2019 con los resultados provistos al 30 de junio de 2019 considerando que los contratos de reaseguros se renuevan durante el primer trimestre de cada año por lo que no se esperarí un cambio significativo al cierre del año.

Para el año 2020, se utilizó el promedio de los años 2016 al 2018 considerando que la compañía dentro de su crecimiento ha estructurado una vicepresidencia encargada de

<sup>15</sup> Fitch Panama Insurance Report: Includes 5-years forecast to 2023. Q4 2019

la administración de los riesgos. Una adecuada administración de riesgos permitirá una mejor negociación de reaseguros y la posibilidad de retener mayor negocio. Es por esta razón, que se considera el incremento de 1% cada año del 2021 al 2024.

Las primas netas retenidas representan el porcentaje estimado de las primas suscritas.

#### Primas netas ganadas

Las primas netas ganadas representan la porción del riesgo facturado que ya cumplió cobertura. La porción del riesgo restante se mantiene como parte de las provisiones técnicas de seguros que se va devengando diariamente en la medida en que se va realizando el periodo de cobertura. Esta provisión se presenta en el pasivo como "Provisión de Riesgo en Curso".

Tabla 8: Proyección de las Primas Netas Ganadas

	Año	Primas netas retenidas	% de devengamiento	Primas netas ganadas
Dato histórico	2014	111,831,579	92.9%	103,869,679
	2015	121,398,901	89.4%	108,526,771
	2016	137,089,628	91.8%	125,865,087
	2017	145,874,293	91.4%	133,378,029
	2018	208,201,115	98.0%	203,965,782
Proyección	2019	237,490,971	95.7%	227,278,859
	2020	261,275,975	93.7%	244,815,589
	2021	289,923,465	93.7%	271,658,287
	2022	321,580,631	93.7%	301,321,051
	2023	356,258,267	93.7%	333,813,996
	2024	382,890,226	93.7%	358,768,142

Dado que los contratos de seguros suelen facturarse por el periodo de 12 meses, el porcentaje devengado o ganado suele aproximarse al 100% cuando se renuevan todos los años.

Para el año 2019 mantuvimos la relación  $\frac{\text{Primas netas ganadas}}{\text{Primas retenidas}}$  presentada con los resultados al 30 de junio de 2019. Para la proyección de 2020 en adelante, utilizamos el promedio de los años 2016 al 2018.

#### Costos Variables

Los costos variables están constituidos por los reclamos y beneficios netos incurridos por los asegurados y los costos de adquisición:

##### a. Reclamos y Beneficios netos incurridos por los asegurados

Los reclamos y beneficios netos incurridos por los asegurados incluyen todos los costos que están directamente relacionados con el procesamiento y liquidación de un suceso como la pérdida de vida en el caso de productos de vida, o por un siniestro para el caso de pérdidas materiales en los productos distintos de vida. Los reclamos se registran en resultados sobre la base de las notificaciones con cálculos estimados de las pérdidas probables considerando las sumas aseguradas máximas. A estas pérdidas se le descuentan las reducciones del valor de salvamento y otras recuperaciones, así como cualquier ajuste entre el cálculo estimado de la pérdida y el pago final del reclamo.

La siniestralidad del año 2019 se mantuvo con el índice de  $\frac{\text{Reclamos y beneficios netos incurridos}}{\text{Primas retenidas}}$  presentada con los resultados al 30 de junio de 2019. Para la proyección de 2020 en adelante, utilizamos el promedio de los años 2016 al 2018.

Tabla 9: Proyección de los Reclamos y Beneficios Netos Incurridos

	Año	Primas netas retenidas	% de siniestralidad	Reclamos y Beneficios Netos Incurridos
Dato histórico	2014	111,831,579	49.2%	54,999,619
	2015	121,398,901	48.2%	58,535,720
	2016	137,089,628	50.1%	68,658,906
	2017	145,874,293	52.0%	75,896,532
	2018	208,201,115	48.7%	101,449,660
Proyección	2019	237,490,971	51.1%	121,357,886
	2020	261,275,975	50.3%	131,421,815
	2021	289,923,465	50.3%	145,831,503
	2022	321,580,631	50.3%	161,755,057
	2023	356,258,267	50.3%	179,197,908
	2024	382,890,226	50.3%	192,593,784

b. Costos de suscripción y adquisición, netos

Los costos de suscripción y adquisición representan los costos de adquirir nuevos contratos de seguros o renovar vigencias de contratos anteriores. Estos costos son cargados directamente a gastos en la medida en que se incurren y corresponden en su mayoría a: comisiones de agentes, costos de contratos de exceso de pérdida, costos de atención y servicios al asegurado, entre otros.

Dada la reciente adquisición de la cartera de Generali, la compañía mantiene una estrategia de fidelización de agentes o corredores de seguros donde esperan incrementar sus comisiones para mantener los clientes de la adquisición en ASSA Panamá. Es de nuestro conocimiento que se estima elevar estos costos hasta el 8% neto de reaseguros. Por esta razón 2020 al 2024 se proyecta con el 8% de las primas suscritas.

Tabla 10: Costos de Suscripción y Adquisición, Netos

	Año	Primas		Costos de Suscripción y Adquisición
		Suscritas	%	
Dato histórico	2014	206,842,101	8.2%	16,970,523
	2015	233,794,989	6.9%	16,200,540
	2016	247,677,785	7.8%	19,394,287
	2017	262,074,590	7.9%	20,659,052
	2018	381,879,983	12.5%	47,594,690
	Proyección	2019	435,763,249	7.6%
2020		473,326,041	8.0%	37,866,083
2021		515,878,052	8.0%	41,270,244
2022		562,203,901	8.0%	44,976,312
2023		612,127,607	8.0%	48,970,209
2024		646,774,030	8.0%	51,741,922

#### Pérdidas crediticias esperadas en primas

Las pérdidas crediticias esperadas en primas representan la reserva establecida en los activos que considera el riesgo de impago de la prima por cobrar. El modelo para evaluar estas pérdidas crediticias utiliza una probabilidad de incumplimiento y evalúa las condiciones de mercado para proyectar los posibles incumplimientos de pago. Este modelo está en proceso de calibración y según el equipo experto, se estima un gasto sobre la prima neta ganada de 0.76% para el año 2019, 0.40% para el 2020 y 0.50% para los años siguientes, tal y como se presenta a continuación:

Tabla 11: Proyección de Pérdidas Crediticias Esperadas en Primas

	Año	Primas netas		Pérdidas crediticias esperadas en primas
		Ganadas	%	
Dato histórico	2014	103,869,679	0.00%	-
	2015	108,526,771	0.00%	-
	2016	125,865,087	0.29%	364,448
	2017	133,378,029	0.40%	526,966
	2018	203,965,782	-0.98%	- 1,998,092
	Proyección	2019	227,278,859	0.76%
2020		244,815,589	0.40%	979,262
2021		271,658,287	0.50%	1,358,291
2022		301,321,051	0.50%	1,506,605
2023		333,813,996	0.50%	1,669,070
2024		358,768,142	0.50%	1,793,841

## Gastos administrativos

Los gastos administrativos representan principalmente los gastos salariales y gastos para mantener la infraestructura.

Para la proyección se consideró la relación  $\frac{\text{gastos administrativos}}{\text{primas netas ganadas}}$  de los resultados históricos hasta el año 2019. Año 2020 en adelante se consideró las proyecciones provistas por el International Monetary Fund para la inflación de precios al consumidor en Panamá (IPC).

$$\text{gasto administrativo}_t = \text{gasto administrativo}_{t-1} + (1 + \widehat{IPC})$$

Tabla 12: Proyección de los Gastos Administrativos

	Año	Primas netas Ganadas	%	Índice de precios al Consumidor	Gastos Administrativos
Dato histórico	2014	103,869,679	20.31%		21,094,470
	2015	108,526,771	22.15%		24,041,570
	2016	125,865,087	20.39%		25,669,753
	2017	133,378,029	21.17%		28,231,156
	2018	203,965,782	19.25%		39,260,456
Proyección	2019	227,278,859	17.60%		40,001,079
	2020	244,815,589	17.90%	1.80%	43,821,990
	2021	271,658,287	18.30%	2.00%	49,713,467
	2022	301,321,051	18.70%	2.00%	56,347,037
	2023	333,813,996	19.10%	2.00%	63,758,473
	2024	358,768,142	19.50%	2.00%	69,959,788

## Gastos de depreciación y amortización

A partir de abril de 2018, se incluye la amortización de los activos intangibles con vida definida producto de prima pagada a los accionistas de Generali equivalente al valor



razonable de la relación de clientes relacionada a la cartera adquirida (VOBA<sup>16</sup>). De acuerdo con el estado financiero de la compañía, este intangible presenta una vida útil estimada de 28 años por lo cual es considerado constante en la perpetuidad.

A partir del año 2019 la amortización se realiza al 100% aunado a la construcción de una nueva torre en las oficinas principales que inicia su depreciación en este mismo periodo.

Tabla 13: Proyección de Gastos de Depreciación

	Año	Primas netas Ganadas	%	Pérdidas crediticias esperadas en primas
Dato histórico	2014	103,869,679	1.14%	1,188,072
	2015	108,526,771	1.28%	1,384,649
	2016	125,865,087	1.25%	1,571,071
	2017	133,378,029	1.18%	1,568,007
	2018	203,965,782	2.49%	5,073,914
Proyección	2019	227,278,859	4.90%	11,136,664
	2020	244,815,589	4.90%	11,995,964
	2021	271,658,287	4.90%	13,311,256
	2022	301,321,051	4.90%	14,764,731
	2023	333,813,996	4.90%	16,356,886
	2024	358,768,142	4.90%	17,579,639

#### Rendimiento histórico de las inversiones

Año 2019 considera el promedio de los rendimientos de mercado disponible en las páginas web de las instituciones bancarias con quienes se mantienen relaciones comerciales. Se toma como base la tasa ofrecida en el mercado para instrumentos de renta fija con vencimiento igual o menor a 5 años. Años 2020 a 2024 permanecen constantes considerando el rendimiento exigido para cubrir los pasivos de seguros.

<sup>16</sup> Value of Business Acquisition (VOBA). El valor presente del negocio adquirido es la metodología más común utilizada para determinar el valor razonable de los pasivos de seguros en una combinación de negocios.

Tabla 14: Proyección del Ingreso Financiero Neto

	Año	Activos de Inversión (t-1)	Rendimiento esperado	Ingreso financiero (t)
Dato histórico	2014		4.09%	
	2015	255,004,448	3.97%	10,177,570
	2016	256,205,756	4.17%	12,040,496
	2017	272,559,093	3.50%	18,510,422
	2018	318,633,086	4.88%	6,304,000
Proyección	2019	427,459,776	4.73%	20,218,847
	2020	436,680,400	4.80%	20,960,659
	2021	453,402,055	4.80%	21,763,299
	2022	473,302,179	4.80%	22,718,505
	2023	496,863,008	4.80%	23,849,424
	2024	524,345,364	4.80%	25,168,577

#### Tasa efectiva de impuesto sobre la renta

La tasa de impuesto sobre la renta para entidades de seguros es de 25%. Las operaciones de inversión que se transan en instituciones bancarias legales y mercado de capitales están exentas del impuesto sobre la renta.

La tasa efectiva la determinamos considerando la utilidad técnica de seguros más los otros ingresos generados (si aplica). Al ver que las tasas efectivas se acercaban mucho al 20%, consideramos esta tasa como la justa para proyectar 2020 al 2024.

Tabla 15: Proyección del Impuesto Sobre la Renta

	Año	Utilidad técnica de Seguros	Otros Ingresos	Utilidad neta gravable	Tasa efectiva	Impuesto sobre la renta
Dato histórico	2014	9,616,995	32,926	9,649,921	16.91%	1,631,716
	2015	8,364,292	75,010	8,439,302	20.18%	1,703,134
	2016	10,206,622	(118,178)	10,088,444	19.93%	2,011,017
	2017	6,496,316	46,915	6,543,231	13.72%	897,954
	2018	12,585,154	(1,217,063)	11,368,091	19.15%	2,176,866
Proyección	2019	19,937,904	246,148	20,184,052	20.90%	4,218,467
	2020	18,730,475	-	18,730,475	20.00%	3,746,095
	2021	20,173,526	-	20,173,526	20.00%	4,034,705
	2022	21,971,309	-	21,971,309	20.00%	4,394,262
	2023	23,861,450	-	23,861,450	20.00%	4,772,290
	2024	25,099,168	-	25,099,168	20.00%	5,019,834

#### 4.4. Necesidades de capital requeridos para margen de solvencia y liquidez

Las necesidades de capital fueron consideradas tomando en cuenta los requerimientos mínimos establecidos por el regulador y necesarios para operar según la Ley No. 12 del 03 de abril de 2012 la cual regula la actividad de seguros y reaseguros en Panamá.

El patrimonio técnico ajustado incluye el capital pagado, las reservas legales y otras reservas de capital, y las utilidades no distribuidas deduciendo aquellas partidas del activo que no son objetos de realización por si solos para obtener liquidez ante un pago de reclamo significativo. Algunos de estos son activos con gravámenes, activos intangibles, plusvalías y transacciones entre compañías del grupo, colaboradores y/o directores.

Para la estimación del patrimonio técnico ajustado sobre el patrimonio total consideramos el promedio de esta relación desde el año 2014 al 2018. Este promedio establece que el 28% del patrimonio total son activos que requieren ser excluidos para la evaluación del patrimonio técnico ajustado.

Tabla 16: Proyección del Patrimonio Técnico Ajustado

		Patrimonio		
		Tecnico Ajustado	Patrimonio Total	%
Dato histórico	Año			
	2014	154,108,090	154,681,291	99.6%
	2015	131,745,572	166,437,044	79.2%
	2016	129,848,658	185,016,579	70.2%
	2017	166,583,460	218,354,581	76.3%
	2018	75,986,430	219,613,959	34.6%
Proyección	2019	171,808,179	238,622,471	72.0%
	2020	175,596,293	243,883,740	72.0%
	2021	180,373,454	250,518,686	72.0%
	2022	186,350,353	258,819,935	72.0%
	2023	195,145,095	271,034,854	72.0%
	2024	206,382,506	286,642,370	72.0%

Las necesidades de capital de trabajo se calcularon sobre la base del patrimonio mínimo requerido para operar menos el patrimonio técnico ajustado. En los casos en que el

patrimonio técnico ajustado supera el patrimonio mínimo requerido, no es necesario la aportación de capital de trabajo. Para los casos contrarios se estableció la necesidad basada en el diferencial requerido para cubrir con el patrimonio mínimo requerido para operar tal y como se presenta a continuación:

Tabla 17: Necesidades de Capital Requerido

Necesidades de capital requeridas	6m 2019	2020	2021	2022	2023	2024
Margen de solvencia mínimo requerido	35,738,096	39,307,316	43,606,540	48,357,215	53,560,960	57,557,854
Reservas técnicas requeridas	107,298,380	112,523,900	118,322,369	124,753,982	131,879,147	139,536,952
Capital mínimo para operar con licencia de seguros	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000	6,000,000
Capital requerido para liquidez y activos de inversión		14,012,712	8,503,861	3,131,893		
Patrimonio mínimo requerido para operar	149,036,476	171,843,928	176,432,770	182,243,090	191,440,107	203,094,806
Patrimonio inicial (30-jun-2019)	240,914,111	238,622,471	243,883,740	250,518,686	258,819,935	271,034,854
Patrimonio Técnico Ajustado (72% del patrimonio)	173,458,160	171,808,179	175,596,293	180,373,454	186,350,353	195,145,095
<b>Necesidades de capital de trabajo</b>	<b>-</b>	<b>35,749</b>	<b>836,477</b>	<b>1,869,636</b>	<b>5,089,754</b>	<b>7,949,711</b>

#### 4.5. Balance de Situación Histórico y Proyecciones

El balance de situación presenta la situación económica y financiera de la empresa. ASSA Panamá ha mantenido un crecimiento en activos que supera el 10% anualmente. En el 2018, la combinación de negocio producto de la adquisición de los activos y pasivos de Generali aportaron al crecimiento de los activos en un 53%. Al 30 de junio de 2019, el aporte a capital del financiamiento de la deuda afectó adversamente la disponibilidad de efectivo y equivalentes que, para el segundo semestre del año, se estima sea compensado con las operaciones.

Tabla 18: Estado de Situación Financiera - Datos Históricos

Estado de Situación Financiera (Resumen)						
	2014	2015	2016	2017	2018	Junio 2019
<b>Activos</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	16,576,730	8,104,202	18,210,539	63,984,853	35,105,741	23,284,648
Cuentas, préstamos por cobrar de seguros y otras	64,851,062	91,857,733	99,778,019	102,474,426	151,720,742	138,216,244
Inversiones	238,427,718	248,101,554	254,348,554	254,648,233	392,354,035	406,060,972
Participación de los reaseguradores en las provisiones	49,669,365	56,201,444	71,008,911	73,107,884	101,068,241	103,481,458
Depósitos de reaseguros de exceso de pérdida	545,445	626,799	417,939	499,963	3,708,271	2,360,915
Inmuebles, mobiliario, equipo y mejoras, neto de depreciación	8,294,515	8,266,390	8,714,291	15,975,514	29,772,525	31,177,952
Impuesto sobre la renta diferido	-	212,827	440,825	318,331	461,114	373,324
Otros activos	6,705,980	19,212,009	40,000,365	34,193,953	125,053,150	122,367,753
<b>Total Activos</b>	<b>385,070,815</b>	<b>432,582,958</b>	<b>492,919,443</b>	<b>545,203,157</b>	<b>839,243,819</b>	<b>827,323,266</b>
<b>Pasivos</b>						
Provisiones sobre contratos de seguros						
Primas no devengadas	55,621,427	74,390,296	85,813,354	89,202,802	129,426,721	124,707,916
Reclamos en trámite	37,542,622	28,687,179	38,997,748	40,318,621	74,061,680	77,013,243
Sobre pólizas de vida individual a largo plazo	84,391,751	93,700,311	102,631,362	113,346,903	228,256,189	236,398,877
Reaseguro por pagar	22,512,642	32,856,397	34,661,752	35,398,853	62,286,516	52,012,213
Pasivos financieros	-	-	-	-	55,000,000	35,000,000
Cuentas por pagar de seguros y otras	29,078,865	34,808,597	44,097,163	47,448,966	70,598,754	61,276,906
Impuesto sobre la renta por pagar	1,242,217	1,703,134	1,701,485	1,132,431	-	-
<b>Total Pasivos</b>	<b>230,389,524</b>	<b>266,145,914</b>	<b>307,902,864</b>	<b>326,848,576</b>	<b>619,629,860</b>	<b>586,409,155</b>
<b>Patrimonio</b>						
Acciones comunes	20,351,320	20,351,320	20,351,320	20,351,320	20,351,320	20,351,320
Reservas	84,899,932	85,002,320	91,350,249	106,977,232	102,548,561	109,590,020
Utilidades no distribuidas	49,430,039	61,083,404	73,315,010	91,026,029	96,714,078	110,972,771
<b>Total Patrimonio de los accionistas</b>	<b>154,681,291</b>	<b>166,437,044</b>	<b>185,016,579</b>	<b>218,354,581</b>	<b>219,613,959</b>	<b>240,914,111</b>

Los pasivos de las compañías de seguros están compuestos en su mayoría por provisiones técnicas de seguros que implican cálculos actuariales determinados por la probabilidad de ocurrencia de un evento futuro incierto que afecta de forma adversa al tenedor de seguros basados en factores de desarrollo de pérdidas históricas. En ASSA Panamá, estas provisiones representaron en promedio el 74% del total de los pasivos para el quinquenio bajo estudio y se espera que el periodo 2019-2024 aumenten al 76% del total de los pasivos.

El patrimonio por su parte está compuesto de las acciones comunes, las reservas patrimoniales requeridas por la regulación local y las utilidades no distribuidas. El patrimonio de ASSA Panamá ha aumentado en un 9.3% en promedio desde 2014 al 2018. El patrimonio 2018 se vio afectado por el precio de compra pactado para la adquisición de los activos y pasivos de Generali. Esto también presentó impactos en los indicadores de solvencia y liquidez que presentaron los índices más bajos en los últimos 10 años sin embargo siempre permanecieron dentro del cumplimiento regulatorio.

Las proyecciones de patrimonio que ya incluyen los dividendos potenciales calculados estiman un crecimiento patrimonial progresivo que va entre 2% a 6% hasta el 2024.

Tabla 19: Proyecciones del Estado de Situación Financiera

<b>Balance de Situación (Resumen)</b>	<b>PROYECCIONES</b>					
<b>Cifras en dólares de los Estados Unidos de América</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Activos de inversión	436,680,400	453,402,055	473,302,179	496,863,008	526,522,198	561,251,798
Participación de los reaseguradores en las provisiones	125,073,747	129,732,036	134,901,081	140,634,542	146,986,271	153,812,821
Activos fijos + Propiedades de inversión + intangibles de vida finita	119,601,897	107,605,933	94,294,677	79,529,946	63,173,060	45,593,421
Otros activos	167,108,399	174,446,074	182,588,285	191,619,555	201,624,712	212,377,801
<b>Total de activos</b>	<b>848,464,443</b>	<b>865,186,098</b>	<b>885,086,222</b>	<b>908,647,051</b>	<b>938,306,241</b>	<b>973,035,841</b>
Reservas Técnicas	441,956,702	458,417,088	476,682,266	496,941,846	519,386,117	543,508,201
Pasivos financieros	35,000,000	30,000,000	25,000,000	20,000,000	15,000,000	10,000,000
Otros pasivos	132,885,270	132,885,270	132,885,270	132,885,270	132,885,270	132,885,270
<b>Total de los pasivos</b>	<b>609,841,972</b>	<b>621,302,358</b>	<b>634,567,536</b>	<b>649,827,116</b>	<b>667,271,387</b>	<b>686,393,471</b>
Acciones comunes	20,351,320	20,351,320	20,351,320	20,351,320	20,351,320	20,351,320
Reservas patrimoniales	107,298,380	112,523,900	118,322,369	124,753,982	131,879,147	139,536,952
Utilidades no distribuidas	110,972,771	111,008,520	111,844,997	113,714,633	118,804,387	126,754,098
<b>Total del patrimonio</b>	<b>238,622,471</b>	<b>243,883,740</b>	<b>250,518,686</b>	<b>258,819,935</b>	<b>271,034,854</b>	<b>286,642,370</b>

## 5. Proyección de Flujos de Dividendos para el Accionista de ASSA Panamá

Luego de establecer las proyecciones de las utilidades netas para los periodos futuros; deducir los fondos de las utilidades requeridas para la creación de las reservas regulatorias; y determinar las necesidades de capital, podemos establecer los flujos disponibles que podrían ser dividendos potenciales para los periodos 2020 al 2014 y los 6 meses restantes de año 2019 cuyos resultados presentamos a continuación:

Tabla 20: Flujo de Caja de los Accionistas

Cifras en dólares de los Estados Unidos de América	6m 2019	2020	2021	2022	2023	2024
Primas suscritas	230,068,883	473,326,041	515,878,052	562,203,901	612,127,607	646,774,030
Primas netas retenidas	125,384,232	261,275,975	289,923,465	321,580,631	356,258,267	382,890,226
Primas netas ganadas	119,983,945	244,815,589	271,658,287	301,321,051	333,813,996	358,768,142
Reclamos y beneficios netos incurridos	(64,041,955)	(131,421,815)	(145,831,503)	(161,755,057)	(179,197,908)	(192,593,784)
Costo de suscripción y adquisición	(17,491,119)	(37,866,083)	(41,270,244)	(44,976,312)	(48,970,209)	(51,741,922)
Pérdidas crediticias esperadas en primas	(1,254,327)	(979,262)	(1,358,291)	(1,506,605)	(1,669,070)	(1,793,841)
Gastos administrativos	(21,127,357)	(43,821,990)	(49,713,467)	(56,347,037)	(63,758,473)	(69,959,788)
Gastos de depreciación y amortización	(5,857,859)	(11,995,964)	(13,311,256)	(14,764,731)	(16,356,886)	(17,579,639)
<b>Utilidad técnica de seguros</b>	<b>10,211,328</b>	<b>18,730,475</b>	<b>20,173,526</b>	<b>21,971,309</b>	<b>23,861,450</b>	<b>25,099,168</b>
Ingresos financieros, neto	6,480,110	20,960,659	21,763,299	22,718,505	23,849,424	25,273,066
Otros ingresos de operación, neto	-	-	-	-	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>16,691,438</b>	<b>39,691,134</b>	<b>41,936,825</b>	<b>44,689,814</b>	<b>47,710,874</b>	<b>50,372,234</b>
Impuesto sobre la renta	(2,132,861)	(3,746,095)	(4,034,705)	(4,394,262)	(4,772,290)	(5,019,834)
Impuesto diferido	-	-	-	-	-	-
<b>Utilidad neta</b>	<b>14,558,577</b>	<b>35,945,039</b>	<b>37,902,120</b>	<b>40,295,552</b>	<b>42,938,584</b>	<b>45,352,400</b>
Reservas técnicas requeridas del periodo	(2,508,456)	(5,225,520)	(5,798,469)	(6,431,613)	(7,125,165)	(7,657,805)
Necesidades de capital	-	(35,749)	(836,477)	(1,869,636)	(5,089,754)	(7,949,711)
<b>Dividendos potenciales</b>	<b>12,050,121</b>	<b>30,683,770</b>	<b>31,267,174</b>	<b>31,994,303</b>	<b>30,723,665</b>	<b>29,744,884</b>

Las utilidades retenidas son los rendimientos generados a través de los años como producto de los resultados en las operaciones. Estos usualmente se transforman en dividendos o se retienen para ser invertidos en nuevos proyectos.

Como parte del proceso de valoración, es importante verificar que los dividendos potenciales calculados no afecten el patrimonio total de la compañía ni su capacidad para mantener sus operaciones en marcha.

Tabla 21: Utilidades Retenidas Disponibles para los Accionistas

Cifras en dólares de los Estados Unidos de América	2019	2020	PROYECCIONES			
			2021	2022	2023	2024
Utilidades no distribuidas al inicio del periodo	96,714,078	110,972,771	111,008,520	111,844,997	113,714,633	118,804,387
Utilidad neta	36,096,641	35,945,039	37,902,120	40,295,552	42,938,584	45,352,400
Reservas patrimoniales	(4,749,819)	(5,225,520)	(5,798,469)	(6,431,613)	(7,125,165)	(7,657,805)
Dividendos pagados	(17,088,129)	(30,683,770)	(31,267,174)	(31,994,303)	(30,723,665)	(29,744,884)
<b>Utilidades no distribuidas al final del periodo</b>	<b>110,972,771</b>	<b>111,008,520</b>	<b>111,844,997</b>	<b>113,714,633</b>	<b>118,804,387</b>	<b>126,754,098</b>

También verificamos el cumplimiento de los indicadores mínimos de solvencia y liquidez tal y como se presenta a continuación:

Tabla 22: Índice de Margen de Solvencia

		Año	Patrimonio Neto Ajustado	Margen de Solvencia Requerido	Índice
Dato histórico		2014	154,108,090	27,369,953.00	5.63
		2015	131,745,572	35,315,669.00	3.73
		2016	129,848,658	29,897,085.00	4.34
		2017	166,583,460	34,739,830.00	4.80
		2018	75,986,430	49,316,943.00	1.54
Proyección		2019	171,808,179	35,738,095.65	4.81
		2020	175,596,293	39,307,316.25	4.47
		2021	180,373,454	43,606,539.75	4.14
		2022	186,350,353	48,357,214.65	3.85
		2023	195,145,095	53,560,960.05	3.64
		2024	206,382,506	57,557,853.90	3.59

Tabla 23: Índice de Liquidez<sup>17</sup>

		Año	Liquidez Actual	Liquidez Mínima Requerida	Índice
Dato histórico		2014	226,369,483	53,296,855	4.25
		2015	217,027,847	58,311,227	3.72
		2016	235,522,368	63,330,604	3.72
		2017	280,858,922	68,161,902	4.12
		2018	388,363,511	129,228,426	3.01
Proyección		2019	436,680,400	308,186,426	1.42
		2020	453,402,055	320,112,263	1.42
		2021	473,302,179	333,413,434	1.42
		2022	496,863,008	348,163,382	1.43
		2023	526,522,198	364,492,046	1.44
		2024	561,251,798	381,722,182	1.47

<sup>17</sup> Considera que el total de activos de inversión proyectado es líquido (depósitos a plazo, corrientes, depósitos de ahorros, instrumentos financieros líquidos)



Tabla 24: Índice de Calce de Inversiones<sup>18</sup> con Reservas Técnicas de Seguros

	Año	Inversiones Admitidas	Reservas Estatutarias	Índice
Dato histórico	2014	234,781,972	212,786,367	1.10
	2015	250,677,153	225,578,662	1.11
	2016	257,079,799	247,783,802	1.04
	2017	302,287,209	276,737,674	1.09
	2018	443,166,992	433,224,910	1.02
Proyección	2019	426,200,070	424,181,335	1.00
	2020	442,520,406	441,208,952	1.00
	2021	461,942,927	460,103,554	1.00
	2022	484,938,296	481,061,286	1.01
	2023	513,885,665	504,278,993	1.02
	2024	547,781,755	529,232,332	1.04

Con todas las verificaciones realizadas y cumpliendo con los requerimientos regulatorios mínimos para continuar como negocio en marcha, podemos concluir que se permite la distribución de los dividendos potenciales calculados.

<sup>18</sup> Considera que el 97.6% de las inversiones totales son inversiones admitidas por el regulador.

## 6. Valoración Económica del Patrimonio de ASSA Compañía de Seguros, S. A.

### 6.1. Resumen de Valoración por el Método de Descuento de Dividendos

La compañía no cuenta con una política de declaración de dividendos que defina indicador base de distribución como, por ejemplo, el payout-ratio, en consecuencia, hemos considerado la totalidad de los flujos disponibles determinados en la sección 5 que precede, como dividendos potenciales y procedimos a traer a valor presente a una tasa de costo patrimonial (kp) de 12.58%, generando un valor económico por acción de USD 74.45 por acción. Esto equivale al 1.40 veces su valor en libros.

Tabla 25: Valor Económico por Acción - Flujo de Dividendos Descontados

Valor presente de los dividendos potenciales	USD 99,453,584
Valor terminal	USD 238,441,605
<b>Valor económico</b>	<b>USD 337,895,189</b>
No. de acciones emitidas y en circulación	4,538,746
<b>Valor económico por acción</b>	<b>USD 74.45</b>
<b>Valor en libros por acción</b>	<b>USD 53.08</b>

Tabla 26: Flujos de Dividendos Descontados

Flujos de dividendos potenciales descontados	0.5 6m 2019	1.5 2020	2.5 2021	3.5 2022	4.5 2023
Dividendos potenciales	USD 12,050,121	USD 30,683,770	USD 31,267,174	USD 31,994,303	USD 30,723,665
Costo de capital (kp)	12.58%	12.58%	12.58%	12.58%	12.58%
Factor de descuento	0.94	0.84	0.74	0.66	0.59
Valor presente de los dividendos	11,356,926	25,687,205	23,250,673	21,132,861	18,025,919
<b>Total de valor presente de los dividendos</b>					<b>99,453,584</b>
<b>Perpetuidad</b>					
Utilidad neta estabilizada					USD 45,352,400
ROE (al 2023)					15.8%
Tasa de crecimiento (g)					3.75%
Payout ratio*					0.76
Costo de capital (kp)					12.58%
Factor de descuento					0.59
<b>Valor presente de perpetuidad (Growth Model)**</b>					<b>USD 238,441,605</b>

## 6.2. Resumen de Obtención de Tasa de Descuento

Dado que la evaluación para las entidades financieras se realiza sobre la base de sus flujos de caja patrimoniales disponibles, la tasa de descuento a seleccionar corresponde al costo patrimonial ( $k_p$ ). Para esto utilizamos la beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa.

El costo patrimonial lo obtuvimos a través de la fórmula CAPM:

$$K_p = R_f + PRM * \beta_{CD} + Premio \text{ por Liquidez}$$

$$K_p = 3.90\% + 7.47\% * 0.76 + 3\%$$

$$K_p = 12.58\%$$

Donde,

$R_f$  = Tasa libre de riesgo. Utilizamos la tasa de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 30 años obtenidos que al 30 de junio de 2019 se presentaba en 2.52% más un ajuste de prima por riesgo país de 1.38%.

$PRM$ =Prima por Riesgo Mercado. Provista por Damodaran y ajustada al riesgo país a Julio de 2019

$\beta_{CD}$ = Beta con deuda. Beta apalancada con la estructura de capital objetivo.

*Premio por Liquidez* = penalización considerando que las acciones de ASSA Panamá no cotizan en bolsa ni en ningún mercado activo.

## 6.3. Insumos utilizados para el cálculo de la Perpetuidad

La perpetuidad se calculó considerando la utilidad neta proyectada en el año 2024 por USD 45,353,400.

La tasa de crecimiento ( $g$ ) fue tomada de las proyecciones presentadas por el International Monetary Fund de los Estados Unidos de América donde estima el Producto

Interno Bruto (PIB) y el Índice de Precio al Consumidor (IPC) para Panamá. La proyección calculada presenta un crecimiento de 3.75%.

El payout ratio se determinó considerando la siguiente fórmula matemática:

$$\text{Pay out ratio}_p = 1 - \frac{g}{ROE}$$

$$\text{Pay out ratio}_p = 1 - \frac{3.75\%}{\frac{USD 42,938,584}{USD 271,034,854}}$$

$$\text{Pay out ratio}_p = 1 - \frac{3.75\%}{15.8\%}$$

$$\text{Pay out ratio}_p = 76\%$$

Donde: g – tasa de crecimiento es 3.75% como se indica en los párrafos que preceden.

ROE – retorno del patrimonio es el resultado de la utilidad neta entre el patrimonio al 31 de diciembre de 2023.

ROE = 15.8%

El factor de descuento se determina al dividir  $\frac{1}{(1+12.58\%)^t}$ . Para la perpetuidad, el factor de descuento equivale al factor de descuento del año 2023 cuando t = 4.5 años.

#### 6.4. Análisis de Sensibilidad de las tasas de descuento y de crecimiento

Un análisis de sensibilidad es una técnica utilizada para medir el cambio en los resultados, dado un cambio en variables específicas. Cuando realizamos valoraciones utilizamos muchos supuestos que están sujetos a incertidumbre. Los principales supuestos utilizados en nuestra valoración son: la tasa de descuento y la tasa de crecimiento perpetuo.

Con la intención de poder examinar cómo el cambio en los supuestos mencionados afecta el valor económico de la acción de ASSA Panamá, procedimos a construir escenarios posibles que nos permitan analizar el resultado ante variaciones de +/-0.5pp en la tasa de descuento (kp) y +/-0.25pp en la tasa de crecimiento perpetuo (g). Los resultados se presentan a continuación:

Tabla 27: Sensibilidad del Valor Económico de la Acción

		Tasa de descuento (costo patrimonial)										
		USD 74.45	10.08%	10.58%	11.08%	11.58%	12.08%	12.58%	13.08%	13.58%	14.08%	14.58%
tasa de crecimiento (g)	2.00%	94.75	88.95	83.79	79.18	75.03	71.28	67.87	64.76	61.91	59.30	
	2.25%	95.87	89.86	84.53	79.78	75.52	71.68	68.19	65.02	62.12	59.46	
	2.50%	97.06	90.82	85.31	80.42	76.04	72.09	68.53	65.29	62.33	59.62	
	2.75%	98.33	91.84	86.13	81.08	76.57	72.53	68.88	65.57	62.55	59.79	
	3.00%	99.68	92.92	87.00	81.78	77.13	72.98	69.24	65.85	62.78	59.97	
	3.25%	101.11	94.06	87.92	82.51	77.72	73.44	69.61	66.15	63.01	60.14	
	3.50%	102.65	95.28	88.88	83.28	78.33	73.93	70.00	66.45	63.24	60.33	
	3.75%	104.31	96.58	89.91	84.10	78.98	74.45	70.40	66.77	63.49	60.51	
	4.00%	106.09	97.97	91.01	84.96	79.66	74.98	70.82	67.09	63.74	60.70	
	4.25%	108.02	99.47	92.17	85.87	80.38	75.55	71.26	67.44	64.00	60.90	
	4.50%	110.11	101.08	93.42	86.85	81.14	76.14	71.72	67.79	64.27	61.10	
4.75%	112.38	102.82	94.76	87.88	81.94	76.76	72.20	68.16	64.55	61.30		
5.00%	114.87	104.70	96.20	88.99	82.80	77.42	72.71	68.55	64.84	61.52		

El cuadro de sensibilidad confirma que, ante tasas de descuento más bajas, el valor económico de la acción sube. Pudimos observar que el valor de la acción es más sensible a cambios en las tasas de descuento (kp) que en las tasas de crecimiento perpetuo (g). Cambios en las tasas de descuento podrían afectar entre USD 11.86 y USD 17.74 el valor de cada acción, mientras que las variaciones en las tasas de crecimiento (g) podrían afectar entre USD 0.72 y USD 6.49 el valor de la acción.

Otro aspecto importante que pudimos observar es que aun con el aumento de 200pb a las tasas de descuento y la disminución de 175pb en las tasas de crecimiento, el valor económico de la acción sigue presentando valores por encima del valor en libros, lo cual respalda la fortaleza financiera y la estructura patrimonial robusta que ASSA Panamá presenta.

## 7. Conclusiones

Luego de utilizar el modelo de descuento de dividendos para la valoración de la empresa ASSA Compañía de Seguros, S.A., obtuvimos un valor económico de USD 74.45 por acción a una tasa de costo patrimonial o tasa de descuento de 12.58%. Sin embargo, pudimos notar que el valor de la empresa es muy sensible al cambio en la tasa de crecimiento (g) pero sobre todo a la tasa de descuento y los supuestos que la componen: tasa libre de riesgo, prima de riesgo de mercado, beta patrimonial con deuda y prima por iliquidez.

Cambios en las tasas de descuento presentan una volatilidad entre USD 11.86 y USD 17.74 el valor de cada acción, mientras que las variaciones en las tasas de crecimiento (g) presentan volatilidades entre USD 0.72 y USD 6.49 el valor de la acción.

A modo de comparación, utilizamos el modelo de descuento por múltiplos en donde obtuvimos un valor por acción de USD 97.49 al utilizar la razón precio-patrimonio contable y USD 90.82 al utilizar la relación precio-utilidad neta.

Al ser el modelo de descuento de dividendos un modelo más preciso que el de múltiplos, podemos concluir que el precio de la acción de ASSA Panamá es de USD 74.45 y que para la venta de Seguros Banistmo S.A. y Assicurazioni Generali S.p.A. se utilizaron diferentes supuestos para calcular la tasa de costo patrimonial. Sin embargo, si hubiésemos sido menos ácidos en la prima por iliquidez y consideramos un 1% en vez del 3% considerado, el precio por acción sería de USD 96.58, acercándose más al precio obtenido por valoración por múltiplos.

Tabla 28: Resumen de Valoración de ASSA Compañía de Seguros, S. A.

Metodología	Ratio	En USD	
		Valor Total	Valor por acción
Flujo de dividendos descontados		337,895,189	74.45
Múltiplos patrimoniales	Patrimonio económico / Patrimonio en Libros	442,478,917	97.49
Múltiplos patrimoniales	Patrimonio económico / Utilidad neta	412,186,726	90.82
		Promedio USD	87.58
		Desviación estandar USD	11.85

## 8. Anexos

### 8.1. Bibliografía

- Aswath Damodaran. "Beta, Unlevered beta and other risk measures by Sector". [adamodar@stern.nyu.edu](mailto:adamodar@stern.nyu.edu). Jan-2019
- Aswath Damodaran. "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset". Second Edition (2002), 382p.
- Fernández, Pablo. "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p. 36p.
- Fitch Solutions: Panama Insurance Report. Includes 5-year forecasts to 2023. Q4 2019.
- Maquieira, Carlos. Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica. Santiago, Editorial Andrés Bello, 2010. Capítulo 8, pp.249-277.
- Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá. "Ley 12 de 3 de abril de 2012". Título I, Capítulo I, Artículo 1. Pág. 1. Título V, Capítulo II. Pág. 70-76.
- Sitio web: aig.com
- Sitio web: assanet.com
- Sitio web: imf.org
- Sitio web: secmca.org
- Sitio web: superseguros.gob.pa
- Sitio web: treasury.gov



## 8.2. Cálculo de la Tasa de Crecimiento Perpetuo

La tasa de crecimiento (g) fue tomada de las proyecciones presentadas por el International Monetary Fund de los Estados Unidos de América donde estima el Producto Interno Bruto (PIB) y el Índice de Precio al Consumidor (IPC) para Panamá. La proyección calculada presenta un crecimiento promedio de 3.75%.

Las imágenes siguientes presentan el detalle de los cálculos realizados para determinar este valor.

g:	Tasa de crecimiento											Criterio experto	3.75%
	<a href="http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/weoselsr.aspx?a=&amp;c=283&amp;t=1">http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/weoselsr.aspx?a=&amp;c=283&amp;t=1</a>												
	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	Promedio	
variación interanual PIB	5.07%	5.73%	4.97%	5.32%	3.68%	4.31%	5.50%	5.49%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	
Variación interanual Inflación	0.97%	0.29%	1.46%	0.48%	0.16%	0.80%	1.80%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
<b>tasa de crecimiento</b>	<b>3.02%</b>	<b>3.01%</b>	<b>3.22%</b>	<b>2.90%</b>	<b>1.92%</b>	<b>2.56%</b>	<b>3.65%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.75%</b>	<b>3.75%</b>	
Gross domestic product, constant prices	34.404	36.376	38.183	40.215	41.693	43.490	45.882	48.401	51.063	53.871	56.834		
Inflation, end of period consumer prices	102.20	102.50	104.00	104.50	104.67	105.50	107.40	109.55	111.74	113.98	116.26		

World Economic Outlook Database, October 2019

Step 5 of 5

5. Report for Selected Countries and Subjects

You will find [notes](#) on the data and options to [download](#) the table below your results.

Country	Subject Descriptor	Units	Scale	Country/Series-specific Notes	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Panama	Gross domestic product, constant prices	National currency	Billions	ii	32.745	34.404	36.376	38.183	40.215	41.693	43.490	45.882	48.401	51.063
Panama	Inflation, end of period consumer prices	Index		ii	101.218	102.200	102.500	104.000	104.500	104.666	105.503	107.402	109.550	111.741

Notes

Country/Series-specific Notes

**Panama: Gross domestic product, constant prices (National currency)**  
Source: National Statistics Office  
Latest actual data: 2018  
National accounts manual used: System of National Accounts (SNA) 1993  
GDP valuation: Market prices  
Start/end months of reporting year: January/December  
Base year: 2007. The 2007 base year publication is labelled preliminary ; revisions are expected in the future. The deflator in base year 2007 is not exactly 100 because of data splicing (based on recently released data for the last three years only)  
Chain-weighted: Yes, from 2007  
Primary domestic currency: U.S. dollar  
Data last updated: 08/2019

**Panama: Inflation, end of period consumer prices (Index)**  
Source: National Statistics Office  
Latest actual data: 2018