

eman ta zabal zazu



Universidad  
del País Vasco

Euskal Herriko  
Unibertsitatea

# **ENPRESA BATEN BALORAZIOA:**

GRUPO CATALANA OCCIDENTE TALDEA



EKONOMIA ETA ENPRESA FAKULTATEA  
(GIPUZKOAKO ATALA)

**GRADU AMAIERAKO LANA**

EGILEA: MARTA OLLACARIZQUETA SOLANA

ZUZENDARIA: AITZIBER LERTXUNDI LERTXUNDI

2018-2019 IKASTURTEA



## AURKIBIDEA

<b>1. SARRERA .....</b>	<b>1</b>
<b>2. ENPRESAREN BALORAZIORAKO METODOAK .....</b>	<b>2</b>
<b>2.1 Enpresaren balorazioa .....</b>	<b>2</b>
<b>2.2 Balioa .....</b>	<b>3</b>
<b>2.3 Enpresaren oinarritzko azterketa .....</b>	<b>3</b>
<b>2.4 Enpresaren baloraziorako prozesua .....</b>	<b>4</b>
<b>2.5 Enpresa baloratzeko metodoak .....</b>	<b>4</b>
<b>3. ENPRESARI BURUZKO AZTERKETA .....</b>	<b>12</b>
<b>3.1 Historia .....</b>	<b>12</b>
<b>3.2 Izaera juridikoa eta enpresaren egoera legala .....</b>	<b>14</b>
<b>3.3 Negozio lerroak eta produktuak .....</b>	<b>15</b>
<b>3.4 Taldearen balio soziala .....</b>	<b>19</b>
<b>3.5 Estrategia eta berrikuntza .....</b>	<b>22</b>
<b>3.6 Etika eta gizarte erantzukizuna .....</b>	<b>24</b>
<b>3.7 Akziodunen egitura eta banaketa .....</b>	<b>26</b>
<b>4. SEKTOREAREN ANALISIA.....</b>	<b>28</b>
<b>4.1 Espainiako eta munduko ekonomia.....</b>	<b>28</b>
<b>4.2 Aseguruen sektorea Espainian .....</b>	<b>30</b>
<b>4.3 Aseguruen sektorea nazioartean .....</b>	<b>32</b>
<b>4.4 Aseguru enpresen etorkizuna.....</b>	<b>32</b>
<b>4.5 Lehiakideak .....</b>	<b>33</b>
<b>5. AZTERKETA EKONOMIKO-FINANTZARIOA .....</b>	<b>35</b>
<b>5.1 Balantzearen analisisa .....</b>	<b>35</b>



<b>5.2 Galdu- irabazien analisia.....</b>	<b>38</b>
<b>5.3 Pertsonalaren politika .....</b>	<b>39</b>
<b>5.4 Politika fiskala .....</b>	<b>39</b>
<b>5.5 Errentagarritasun ekonomikoa .....</b>	<b>40</b>
<b>5.6 Errotazio Fondoa .....</b>	<b>41</b>
<b>5.7 Kaudimena .....</b>	<b>42</b>
<b>5.8 Errentagarritasun finantzarioa .....</b>	<b>44</b>
<b>6. BALORAZIO METODOEN APLIKAZIOA .....</b>	<b>47</b>
<b>6.1 Epea .....</b>	<b>47</b>
<b>6.2 Kapitalaren Bataz Besteko Kostu Haztatua (KBKH) .....</b>	<b>47</b>
<b>6.3 Kutxa Fluxu Askeak .....</b>	<b>49</b>
<b>6.4 Hondar Balioa .....</b>	<b>52</b>
<b>6.5 Balioaren estimazioa .....</b>	<b>53</b>
<b>6.6 Sentikortasun analisia .....</b>	<b>53</b>
<b>6.7 PER .....</b>	<b>54</b>
<b>7. ONDORIOAK.....</b>	<b>56</b>
<b>8. BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>57</b>

## IRUDI, TAULEN ETA GRAFIKOEN AURKIBIDEA

### IRUDIAK

<b>Irudia 1: Kutxa Fluxuen metodoaren faseak .....</b>	<b>7</b>
<b>Irudia 2: Biderkatzaile eta alderagarrietan oinarrituriko metodoaren urratsak .....</b>	<b>9</b>
<b>Irudia 3: Enpresa baten PER baldintzatzen duten faktoreak.....</b>	<b>10</b>
<b>Irudia 4: Negozio tradizionala osatzen duten negozio lerroak.....</b>	<b>16</b>
<b>Irudia 5: Negozio tradizionala osatzen duten marka nagusiak .....</b>	<b>16</b>
<b>Irudia 6: Negozio tradizionalan erabiltzen diren plataforma operatiboak .....</b>	<b>17</b>
<b>Irudia 7: Kreditu aseguruaren barneko negozio lerroak .....</b>	<b>18</b>
<b>Irudia 8: Kreditu aseguruako marka nagusiak .....</b>	<b>18</b>
<b>Irudia 9: Langile kopurua eta bilakaera .....</b>	<b>20</b>
<b>Irudia 10: Langileen produktibitatea .....</b>	<b>20</b>
<b>Irudia 11: Bezeroen esperientzia negozio tradizionalan .....</b>	<b>21</b>
<b>Irudia 12: Estrategiaren oinarriak.....</b>	<b>23</b>
<b>Irudia 13: Automobilaren fabrikazioaren aurreikuspenak Europa, E.E.U.U eta Txinan .....</b>	<b>29</b>

### TAULAK

<b>Taula 1: Enpresen baloraziorako metodoak .....</b>	<b>5</b>
<b>Taula 2: Kutxa fluxu askearen formulazio analitikoa .....</b>	<b>8</b>
<b>Taula 3: Biderkatzaile bidezko metodoen abantaila eta desabantailak.....</b>	<b>9</b>
<b>Taula 4: Emaitzei lotutako beste ratio batzuk .....</b>	<b>11</b>
<b>Taula 6: Interes taldeak eta haiek dituzten konpromisoak.....</b>	<b>26</b>
<b>Taula 7: Espainiako BPGaren hazkundearen aurreikuspena 2019 urterako.....</b>	<b>28</b>
<b>Taula 8: Espainiako etxebizitzaren kopuruaren aurreikuspena (2018-2033).....</b>	<b>30</b>
<b>Taula 9: Espainiar aseguru primen bilakaera .....</b>	<b>31</b>
<b>Taula 10: Aktiboa (milioi eurotan).....</b>	<b>35</b>
<b>Taula 11: Aktiboko partida nagusiak eta hauen balio erlatiboa. ....</b>	<b>36</b>
<b>Taula 12: Ondare garbia eta pasiboa (milioi eurotan). ....</b>	<b>37</b>

<b>Taula 13: Ondare garbi eta pasiboko partida nagusiak eta hauen balio erlatiboa .....</b>	<b>37</b>
<b>Taula 14: Galdu- irabaziak (milioi eurotan). .....</b>	<b>38</b>
<b>Taula 15: Taldearen produktibitatearen kalkulua.....</b>	<b>39</b>
<b>Taula 16: Politika fiskalaren estimazioa. ....</b>	<b>39</b>
<b>Taula 17: Interes aurreko emaitzaren kalkulua. ....</b>	<b>40</b>
<b>Taula 18: ROI kalkulua.....</b>	<b>40</b>
<b>Taula 19: Errotazio fondoaren emaitza .....</b>	<b>41</b>
<b>Taula 20: Epe laburreko kaudimeneko ratioen kalkulua. ....</b>	<b>43</b>
<b>Taula 21: Epe luzeko kaudimeneko ratioen kalkulua.....</b>	<b>44</b>
<b>Taula 22: Errentagarritasun finantzarioarentzako kalkuluak.....</b>	<b>45</b>
<b>Taula 23: 10 urteko bono espainiarraren bilakaera .....</b>	<b>48</b>
<b>Taula 24: Baliabide propioen tasaren kalkulua.....</b>	<b>48</b>
<b>Taula 25: Baliabide propioen egituraren kalkulua .....</b>	<b>49</b>
<b>Taula 26: Sarrera eta gastuen banaketa .....</b>	<b>50</b>
<b>Taula 27: Ibilgetuen amortizazioa (milioi eurotan).....</b>	<b>50</b>
<b>Taula 28: Zerga-tasaren bilakaera eta batzbestekoa .....</b>	<b>51</b>
<b>Taula 29: Errotazio fondoaren aldaketaren kalkulua.....</b>	<b>51</b>
<b>Taula 30: Kutxa- fluxuen estimazioak (milioi eurotan) .....</b>	<b>52</b>
<b>Taula 31: Sentikortasun analisiaren kalkulua .....</b>	<b>54</b>

## GRAFIKOAK

<b>Grafiko 1: GCO taldeak produktu desberdinetan duen merkatuko posizioa eta kuota .....</b>	<b>19</b>
<b>Grafiko 2: Akzioen egitura .....</b>	<b>26</b>
<b>Grafiko 3: Akzioaren bilakaera .....</b>	<b>27</b>
<b>Grafiko 4: Aseguru enpresen merkatu kuoten banaketa Espainian.....</b>	<b>33</b>
<b>Grafiko 5: Errotazio fondoaren egoera 2015 urtean.....</b>	<b>42</b>

## 1. SARRERA

Lan honen oinarritzko helburua Grupo Catalana Occidente taldearen balorazioa egitea izan da, 2018 urte amaieran. Horrela, talde honek duen benetako balioa estimatu ahal izan dut. Horretarako, Kutxa Fluxu Askearen metodoaz baliatu naiz.

Gai hau aukeratzearen arrazoia edo motibazio nagusia gaiak berak graduan zehar landutako hainbat gai barneratzen dituela izan da. Nagusiki enpresaren balorazioa landu dudan arren, bai sektorea aztertzeke eta baita azterketa ekonomiko-finantzarioa egiteke aurretik landutako gai desberdinak berreskuratu ditut.

Lana burutzeko erabili dudan metodologiari dagokionez, hasiera batean enpresaren ezaugarri nagusiak aztertu ditut eta baita kotizatzen duen ala ez ikusi. Horretarako nahikoa informazioa eskuragarri zegoen eta zein hizkuntzatan, aztertu dut. Behin informazio hori nuela, informazio ugari bereganatzen eta antolatzen joan naiz, amaieran balorazioa egin ahal izateko.

Edukiaren aldetik, hainbat ataletan banatu dut lana. Lehenik eta behin, enpresaren baloraziorako metodoak aztertu ditut, izan ere, garrantzitsua da azterzea dauden metodo posibleak ondoren nire enpresara hobeto egokitzen zaiona erabili ahal izateko.

Bigarren atala enpresa ezagutzeko eta informazio esanguratsuenaz aztertzeke erabili dut, enpresaren azterketa bat eginez. Bertan, bere historia, izaera juridiko eta legala, negozio lerro eta produktuak, estrategia eta berrikuntzaren garrantzia, etika eta gizarte erantzukizuna eta akziodunen egitura edo banaketa aztertu ditut.

Hurrengo atalean, sektorearen analisi bat egin dut. Nire enpresa aseguru sektorean kokatzen delarik, lehenik eta behin orokorrean Espainiako nahiz munduko ekonomia aztertu dut. Ondoren, nire sektorean eragiten duten aldagai nagusietan sartu naiz, hala nola, etxebizitzaren eta automobilen merkatuan edota populazioaren bilakaeran. Azkenik, sektorearen etorkizuna nola ikusten den eta lehiakide garrantzitsuak zein diren ikusi dut.

Laugarren atalean, enpresaren azterketa ekonomiko-finantzarioa burutu dut, nagusiki bere balantzea eta baita galdu-irabaziak aztertuz.

Azkenik, balorazio metodoen aplikazioan sartu naiz, kutxa fluxu askeak lortu eta enpresaren balioa estimatuz. Era berean sentikortasun analisia egin dut, balio tartea lortu ahal izateko eta ondoren merkatuko balioarekin alderatu ahal izateko.

Amaieran, lan osoan zehar izandako zailtasun edo oztopoak aipatzeaz gain hainbat ondorio atera ditut.

## 2. ENPRESAREN BALORAZIORAKO METODOAK

### 2.1 Enpresaren balorazioa

Enpresa baten balorazioa enpresa bat hainbat ikuspuntutik aztertu ondoren eta kalkulu prozesu baten bitartez enpresa horren balioa estimatzean oinarritzen da.

Enpresen balorazioa finantza korporatiboen barneko disziplina edo zientzia bat da, azken urteetan garatu eta indarra hartu duena. Baloraziorako metodoen inguruko lehen erreferentzia bibliografikoak Estatu Batuetan aurkitzen dira, 30. hamarkadan, Guild-ek aztertutako baloraziorako metodo intrintsekoekin (*Guild, 1931*).

60. hamarkadan negozioen balorazioaren inguruko ikerketak argitaratzen hasi ziren European eta 80. hamarkadatik aurrera gai honen inguruko interesa ikerketa aldetik, nahiz kasu praktikoekin handitzen hasi zen. Ondorioz, argitalpen kopuruak munduan zehar hazkuntza esanguratsua izan zuten. (*Casanovas, 2011*).

Merkatuan dauden enpresa guztiak oso desberdinak dira eta beraz, hauetako bakoitza baloratu aurretik bere barne nahiz kanpo analisi bat egitea ezinbestekoa izango da. Izan ere, bere ezaugarrien arabera eta sektorean duten garrantziaren arabera balio desberdina izango dute. Hortaz, analisi honetarako metodologia zehatz bat erabili beharko da.

Enpresa baten balioa estimatzeko garaian, prozesu luze bat egin beharko da eta beraz, ez da prozesu ziur eta zailtasunik gabekoa izango. Izan ere, prozesuko urrats askotan ziurgabetasunez hartutako erabakiak egongo dira, baina egindako analisisia ahalik eta objektiboena lortzeko ahalegina egin behar da.

Esan bezala, lortutako emaitza estimazio bat izango da, eta ez zenbaki zehatz bat. Ondorioz, balio- tarte bat lortuko da, non enpresaren balioa tarte horretan egongo den. Baina horretarako azterketa sakon bat egin beharko da, hainbat ikuspuntu desberdin aztertuz:

-Azterketa makroekonomikoa: enpresaren merkatua eta sektorea aztertu beharko dira, hauen bilakaera zein izan den aztertuz.

-Azterketa ekonomiko- finantzarioa: enpresaren egoera ekonomiko nahiz finantzarioa aztertuko da bere urteko kontu eta balantzean oinarrituz.

-Azterketa estrategikoa: enpresak etorkizunean izango dituen emaitzak aurreikusiko dira.

## 2.2 Balioa

Aurretik aipaturiko prozesu eta analisi horretan sakondu aurretik, enpresaren balioa zer den eta zein balio mota dauden jakitea komeni da.

Enpresaren balioari dagokionez, alde batetik, eroslearen ikuspuntutik honek enpresa bat erostean zenbat ordaintzeko prest egongo litzatekeen adieraziko digu. Baina bestetik, saltzailearen kasuan salerosketa zein balio minimoetan onartuko lukeen. *(Pablo Fernandez, 2015)*

Balioa, enpresa oso batek merkatuan duen balioa adierazten duen kalkulu ekonomikoa da eta beraz, enpresa osoaren elementuak hartzen ditu kontuan. Alde batetik, enpresak duen ondarea eta bere jardueran parte hartzen duten elementuak aztertuko ditu, baina baita enpresak dituen ezaugarri bereziak ere.

Hortaz, enpresaren balioa hainbat elementuek osatuko dute:

-Balio materiala: enpresak dituen elementu ukigarrien balioa izango da, hau da, kontabilitatean jasotzen dena.

-Balio immateriala: enpresaren elementu ukiezinen balioa izango da, eta hauetako asko ez dira kontabilitatean jasoko.

-Sinergiak: hainbat elementu elkartzean sortzen duten balioa, banakako balioen batura baino handiagoa denean.

Hala ere, enpresa baten balorazioa egiteko garaian balio mota oso desberdinak lor daitezke, eta ondorioz zein balio mota dauden bereiztu beharko da:

- *Burtsako balioa*: enpresa baten merkatuan duen balioa izango da eta hau burtsan kotizatzen duten akzioen araberakoa izango da.
- *Kontabilitate balioa*: enpresaren balioa kontabilitateak adierazten duenean.
- *Balio intrintsekoa*: balio mota hau kalkulatzeko izango da helburu nagusia enpresa baten balorazioa egiteko garaian. Hau lortu ahal izateko enpresaren informazio osoa hartzen da kontuan eta metodologia bat jarraituz lortuko dugu.

## 2.3 Enpresaren oinarriko azterketa

Enpresa baten balorazioa egin ahal izateko finantza arloko oinarriko azterketa bat egin beharko da, aurretik aipaturiko balio intrintsekoa (enpresaren benetako balioa) lortu ahal izateko. Ondorioz, kanpo nahiz barneko azterketa bat egingo da, aldagai makroekonomiko eta mikroekonomikoak lortzeko.



-Barneko azterketa: enpresaren barneko faktoreak aztertuko dira, alde batetik azterketa finantzarioa eta bestetik, azterketa ekonomikoa burutuz. Honela, enpresaren balantze nahiz galdu irabazien kontuak analizatuko dira. Baina era berean, informazio kuantitatiboaz gain, beste informazioa ere aztertu beharko da, hala nola, enpresaren estrategia etorkizunari begira, merkatuan eta sektorean duen posizionamendua, eskaintzen dituen produktuak, bere lehiakideak eta beste hainbat ezaugarri.

-Kanpoko azterketa: enpresan eragina duten kanpoko faktoreak aztertuko dira, hala nola, enpresaren hazkunde ekonomikoa eta honen bilakaeran eragina duten faktoreak, interes tasak, burtsako datuak ... Baina baita enpresaren sektorearen bilakaera eta eragina duten beste hainbat faktore ere.

## 2.4 Enpresaren baloraziorako prozesua

Aurretik aipaturiko guztia kontutan izanik, enpresaren baloraziorako prozesuarekin hasi beharko da. Izan ere, prozesu luze horren bitartez beharrezko informazio guztia jasoko da, enpresaren egoera zein den jakingo dugulako. Balorazio prozesua osatzen duten faseak ondorengoak dira:

1. Balorazioa egiteko zergatia zein den jakin beharko da.
2. Talde baloratzailen aukeraketa egingo da.
3. Enpresa aztertuko da.
4. Baloraziorako metodoak aplikatuko dira.
5. Txostena idatziko da aurretik aztertutako puntu guztiekin.

## 2.5 Enpresa baloratzeko metodoak

P. Fernandez-en (2005) arabera, enpresa batek balio ezberdina izan dezake erosle eta saltzaile desberdinentzat. Balioa ezin da prezioarekin nahastu, prezioa erosle eta saltzailek adosten duten kopuru bat baita. Enpresa baten balorazioa, erosleari erosiko duen enpresak egingo dion ekarpenaren truke, ordaintzeko prest egongo litzakeen balio maximoa kalkulatzeko datza. Era berean, saltzailearentzat salmenta zein balio minimoetan onartuko duen jakiteko bidea da.

Enpresa batek balio ezberdina izan dezake hainbat erosleentzat arrazoi ugari direla medio, hala nola, sektorearen eta enpresaren etorkizunari begira aurreikuspen desberdinak izatea, estrategia desberdinak izatea, eskala ekonomiak etab. Beraz, enpresa baten balorazioa egiteko hainbat metodo daudela ikusiko dugu.

Taula 1: Enpresen baloraziorako metodoak

BALORAZIORAKO OINARRIZKO METODOAK					
BALANTZEA	EMAITZEN KONTUAK	MISTOAK (Goodwill)	KUTXA FLUXUEN DESKONTUA	BALIOAREN SORKUNTZA	AUKERAK
Kontabilitate balioa	Biderkatzaileak	Klasikoa	Kutxa Fluxu	EVA	Black eta
Zuzendutako kontabilitate balioa	Mozkinak: PER	Kontable adituen	Askea	Mozkin ekonomikoa	Scholes
Likidazio balioa	Salmentak	elkartzea	Akziodunentza	Cash value	Inbertitzeko aukera
Balio sustantziala	EBITDA	Errenta mugatua	t Kutxa Fluxua	added	Proiektua
Aktibo garbi erreala	Beste biderkatzaileak	Besteak	Dibidenduak	CFROI	zabaltzea
			APV		Inbertsioa
					geroratzea
					Erabilera alternatiboak

Iturria: Pablo Fernandez, 2005.

### 2.5.1 Ondarearen informazioan oinarritutako baloraziorako metodoak:

$$\underline{\text{Enpresaren balioa (EB) = Balio materiala + Balio immateriala}}$$

Aztertzen den enpresaren balioa estimatzeko, enpresaren ondarean oinarritzen da eta beraz, ikuspegi estatikoa izango du, ez baitu enpresaren etorkizuneko itxaropenik aintzat hartzen. Era berean, ez du kontutan hartzen diruaren balioaren aldaketa, sektorearen egoera eta beste hainbat gauza kontableki islatzen ez direnak. Honen barnean hainbat balio mota aurki ditzakegu:

-Balio Nominala: kapitalaren jabeek enpresan dituzten eskubideen kontabilitate balioa da, ondorioz, kapital soziala osatuko du. Esan bezala, balio estatikoa da eta ondorioz ez ditu kontutan hartzen etorkizuneko espektatibak.

$$BN = KAPITAL SOZIALA$$

-Kontabilitate Balio Garbia: akziodunen ondasun propioen balioa da, kontabilitate terminoetan adierazten dena. Enpresaren balantzeko aktiboaren eta zor guztien arteko diferentzia da.

$$KBG = AKTIBOA - PASIBO GALDAGARRIA GUZTIRA$$

-Balio sustantziala:

- Balio Sustantzial Gordina: ustiapeneko jarduerari lotutako enpresako ondasun eta eskubideen zuzendutako balioa da.

$$BSGo = \sum \text{ustiapeneko aktiboak}$$

- Balio Sustantzial Garbia: ustiapeneko jarduerari lotutako ondasun eta eskubideen eta enpresaren zorren zuzendutako balioaren arteko diferentzia da.

$$BSG = BSG_0 - \sum \text{zorrak}$$

-Likidazio Balioa: enpresaren aktiboen salmenta balioaren eta enpresaren zor eta likidazio gastuen arteko diferentzia da.

$$LB = \sum \text{aktiboak} - \text{zorrak} - \text{likidazio gastuak}$$

### 2.5.2 Kutxa fluxuen deskontuan oinarritutako baloraziorako metodoak:

Metodo honek Estatu Batuetan du jatorria XX. mende erdialdean. Denborarekin metodo hau orokortzen eta hobetzen joan da eta gaur egun metodo egokiena kontsideratzen da, balorazio orokorrerako erreferentzia bihurtuz.

Metodo honen kasuan, ikuspegi dinamikoa kontutan hartzen du, hau da, enpresa etorkizunean sarrera eta irteera fluxuak sortzeko gai den inbertsio proiektu bezala aztertzen du. Ondorioz, balorazio metodo erabilienean dela esan dezakegu, enpresa baten balorazioa egiten duenak emaitza zehatz eta erreal bat lortu nahi duelako. Izan ere, metodo honek enpresa baten balio intrintsekoa adieraziko du.

Metodo honen ezaugarri nagusienak ondorengoak lirateke:

- Enpresa baten balioa adieraziko du baliabide finantzarioak sortzeko duen gaitasunari begira.
- Arriskua barneratzen du, bai enpresarena eta baita finantza arlokoa ere.
- Diruaren balioaren aldaketa denboran zehar kontutan hartzen du.
- Baliabideak sortzeko beharrezkoak diren inbertsioak barneratzen ditu.

Enpresa baten balioa kalkulatzeko garaian logikoa da enpresa batek etorkizunean izango dituen irabaziak kontutan hartzea eta diru sarrerak eta kutxa fluxu errealak sortzeko gaitasunak ere garrantzia izatea.

Kutxa fluxuaren kalkuluak eta estimazioak egin aurretik, hainbat pausu jarraitu beharko dira:

**Irudia 1: Kutxa Fluxuen metodoaren faseak**



Iturria: norberak eginda

Kutxa fluxuen deskontuen balorazio metodo nagusiak ondorengo formulatik abiatzen dira:

$$Enpresaren Balioa (EB) = \frac{KF_1}{(1+K)^1} + \frac{KF_2}{(1+K)^2} + \frac{KF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{KF_n + HB_n}{(1+K)^n}$$

non:

KF: urteroko kutxa fluxua

K: eguneratze- tasa

HB: hondar balioa

Formula hori abiapuntutzat hartuta, metodo nagusiak bi multzotan bereiziko ditugu. Alde batetik, Kutxa fluxu edo Cash Flow Askea, eta bestetik, Akziodunentzako Kutxa Fluxua edo Cash Flow-a. Baina metodo hauek garatu aurretik, dauden kutxa fluxu motak eta hauekin erlazionaturiko deskontu tasak zeintzuk diren aztertzea komeni da.

**2.5.2.1 Kutxa fluxu askearen metodoa**

Kutxa fluxu askearen metodoak enpresaren balioa ematen digu eta enpresaren balioztat, ezarritako epearen urteetarako estimatutako kutxa fluxu garbien eguneratutako balioa hartzen du. Gainera, amaieran hondar balioa kontutan hartuko du.

Enpresaren balioa ondorengo formularen bitartez kalkulatu da:

$$EB \text{ gordina/ustiapeneko} = \sum_1^n \frac{KFA_j}{(1+KBKH)^j} + \frac{HB_n}{(1+KBKH)^n}$$

Aurreko formularen lortuko dugun enpresaren balioa gordina eta ustiapenekoia izango da, beraz, enpresaren balio osoa kalkulatzeko zorren merkatuko balioa kentzeaz gain, ez ohiko aktiboen zuzendutako balioa gehituko zaio.

Urte bakoitzeko kutxa fluxu askeak lortu ahal izateko, enpresaren kutxa fluxu ekonomikoa adieraziko dutenak, ondorengo formulazio analitikoaren bitartez lortuko da:

Taula 2: Kutxa fluxu askearen formulazio analitikoa

Ustiapeneko sarrerak
-Kostu aldakorrek
-Egitura kostuak/finkoak
<b>EBITDA</b>
-Amortizazioak
<b>EBIT</b>
± Aparteko sarrerak/gastuak
-Zergak
<b>INTERES AURREKO ETA ZERGA OSTEKO MOZKINA (IAZOM)</b>
+Amortizazio teknikoa
<b>USTIAPENEO KUTXA FLUXU GORDINA</b>
-Inbertsioak Aktibo ez korrontean
-Inbertsioak Errotazio fondoan
<b>KUTXA FLUXU ASKEA</b>

Iturria: Pablo Fernández, 2005.

### 2.5.2.2 Akziodunentzako kutxa fluxuaren metodoa

Akziodunentzako kutxa fluxuaren metodoak enpresaren ustiapeneko sarrera eta irteerak kontutan hartzeaz gain, inbertsio plana eta finantzaketa plana kontutan izanik, akziodunentzako erabilgarri geratzen den baliabideen multzoa adierazten duen errendimendu garbiaren aldagaia da.

Enpresaren balioa ondorengo formularen bitartez kalkulatu da:

$$EB \text{ garbia/ustiapenekoa} = \sum_1^n \frac{KFA_j}{(1+Ke)^j} + \frac{HB_n}{(1+Ke)^n}$$

Aurreko formularen lortuko dugun enpresaren balioa garbia eta ustiapenekoa izango da, ondorioz, enpresaren balio osoa lortu ahal izateko ustiapenetik kanpoko aktiboaren zuzendutako balioa gehituko zaio.

Guzti hau jakinda, metodo hauek etorkizuneko aurreikuspenetan oinarritzen direla ikusi dezakegu, eta beraz, kalkuluan eragina duten aldagaien inguruan dugun informazioa zenbat eta handiagoa izan, enpresaren balorazioa hobea eta ziurragoa izango da.

### 2.5.3 Biderkatzaile eta alderagarrietan oinarritutako balorazio metodoak:

Kutxa fluxuaren metodoarekin batera asko erabiltzen den metodo bat da. Oso erabilgarria da batez ere burtsan kotizatzen duten enpresentzat eta bereziki sektore batean dauden enpresa kopurua handia denean eta ondorengo baldintzak betetzen

dituztenean: negozioa, hazkunde edo heldutasun maila eta egoera makroekonomikoa antzekoa izatea. (Revello de Toro, 2012).

Metodo hauek enpresaren balioa lortu ahal izateko enpresaren eta merkatuko beste enpresen arteko alderaketa bat egiten dute. Honela, antzeko magnitude eta ezaugarri dituzten enpresen artean konparaketa bat egingo da.

Abantaila bezala esan dezakegu, metodo honen bitartez burtsan kotizatzen ez duten enpresen balioa lortzea posible dela, eta burtsan kotizatzen duten enpresen kasuan enpresaren balioa merkatuan gainbaloratua edo azpibaloratua dagoen ikusi daiteke.

Laburtuz, ondorengo taulan ikusi ditzakegu metodo honen abantaila eta desabantaila nagusiak:

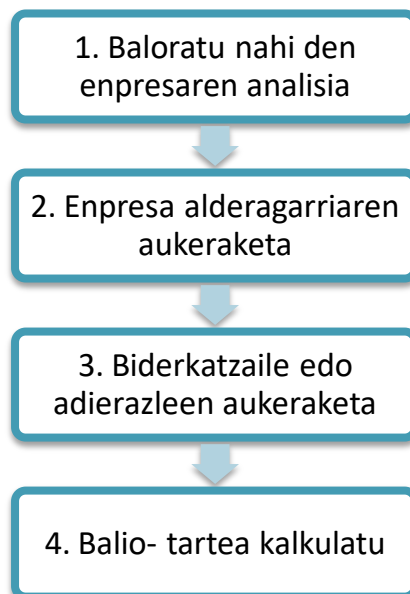
**Taula 3: Biderkatzaile bidezko metodoen abantaila eta desabantailak**

ABANTAILAK	DESABANTAILAK
Kalkulu erraza	Baloraziorako forma sinplista, aldagai ugari zenbaki bakar batean konbinatuz.
Sektoreko alderaketa erraza egitea ahalbidetzen du	Zaila da konparaketa homogeen bat egitea negozio mota eta hauen heldutasunari dagokionez.

Iturria: Valoración de los Negocios, Revello de Toro, 2012

Metodologia hau erraza eta osagarria dela esan dezakegu, beste enpresa baten balioetatik abiatuz, enpresa baten balorazioa egin daitekeelako. Metodo honek ondorengo urratsak izango ditu:

**Irudia 2: Biderkatzaile eta alderagarrietan oinarrituriko metodoaren urratsak**



Iturria: norberak eginda

Metodo hauek 3 multzotan banatu ditzakegu:

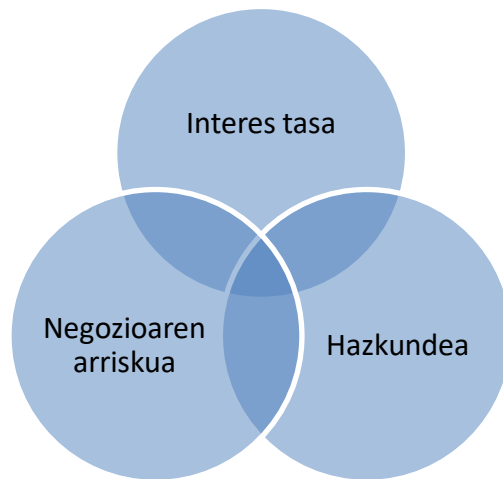
### 2.5.3.1 Mozkinetan edo errendimenduetan oinarritutako ratioak

-PER (Price Earning Ratio): ratio honek akzioko mozkinaren multiploa adierazten digu. Honela kalkulatuz:

$$PER = \frac{\text{Akzioaren prezioa}}{\text{Akzioko mozkina}} \text{ edo } \text{Akzioko mozkina} = \frac{\text{Akzioaren prezioa}}{PER}$$

Ratio honek garapen teoriko eta ikerkuntzak bultzatu ditu eta enpresa baten PER hiru faktoreen menpe dagoela ondorioztatu da:

**Irudia 3: Enpresa baten PER baldintzatzen duten faktoreak**



Iturria: Valoración de los Negocios, Revello de Toro, 2012

Enpresa baten PER sektoreko beste enpresen PER- arekin alderatuz, PER erlatiboa lortzen dugu, ondorengo eran:

$$\text{Sektorearekiko PER erlatiboa} = \frac{PER \text{ enpresa}}{PER \text{ sektorearen } bb}$$

Kasu honetan, enpresaren PER sektorearena baino txikiagoa bada, enpresak sektorearekiko deskontuarekin kotizatzen duela esan dezakegu. Aldiz, enpresaren PER sektorearena baino handiagoa bada, enpresak primarekin kotizatuko du.

PER ratioaz gain, emaitzei lotutako beste ratio batzuk ere erabiltzen dira, ondorengo taulan laburtzen direnak.

Taula 4: Emaitzei lotutako beste ratio batzuk

RATIOA	FORMULA
SALMENTEN BIDERKATZAILEA	$\frac{\text{Prezinoa}}{\text{Salmentak}}$
PREZIOA EBITDAren GAIN	$\frac{\text{Prezinoa}}{\text{EBITDA}}$
PREZIOA EBITaren GAIN	$\frac{\text{Prezinoa}}{\text{EBIT}}$

Iturria: Pablo Fernandez, 2005

### 2.5.3.2 Aktiboei lotutako ratioak

Ondorengo ratioak burtsako prezioak enpresaren ondarea zenbat alditan biderkatzen duen adierazten digu.

$$\text{Kontabilitate balioaren araberako prezioa} = \frac{\text{Prezinoa (burtsa balioan)}}{\text{Ondare garbia}}$$

### 2.5.3.3 Beste aldagai batzuei lotutako ratioak

Sektore desberdinetan erabiltzen diren ratioak ere badaude:

$$-\text{Price to consumer} = \frac{\text{Prezinoa}}{\text{Bezero kopurua}}$$

$$-\text{Price to units} = \frac{\text{Prezinoa}}{\text{Salgutako unitateak}}$$

$$-\text{Prezinoa web} - \text{eko bisiten gain} = \frac{\text{Prezinoa}}{\text{web bisitak}}$$



### 3. ENPRESARI BURUZKO AZTERKETA

Enpresa baten balorazioa egiteko garaian, aurretik azaldu dugun bezala, oso garrantzitsua da enpresa sakon aztertzea. Bai barne faktoreak eta baita kanpo faktoreak ere. Izan ere, helburu nagusia enpresa osoa osatzen duten elementuak baloratzeaz gain, etorkizunean izan ditzakeen diru sarrerak eta bilakaera aztertzea izango da.

Guzti hau aurrera eraman ahal izateko, kontutan izan behar da enpresa bakoitza desberdina dela, bai bere egitura eta jarduerari dagokionez eta baita bere sektorean duen posizionamenduari dagokionez. Ondorioz, alde batetik enpresaren barne azterketa bat egin beharko da, eta hau egin ostean, bere sektorea aztertu. Horretarako, datuak Grupo Catalana Occidente (GCO) taldearen webgunetik eta baita urteko kontuetatik aterako ditugu.

GCO taldea espainiar estatuko aseguru sektoreko liderretako bat da. Bere bizitzaren 150 urteetan zehar etengabeko bilakaera eta garapena izan du, eta hau, aldaketei egokitzeko gaitasunari esker izan da. Baina betiere, bere izaera eta oinarriak galdu gabe.

Aseguru sektoreko enpresa honek 1600 bulego izateaz gain, 18000 bitartekarirekin egiten du lan. Gainera, 7300 langile baino gehiagok osatzen dute eta nazioartekotzeari dagokionez, 50 herrialde baino gehiagotara hedatu da denborarekin.

Esan bezala, sortu zenetik bide luzea egin du eta urtez urte hazten jarraitzen du. Horregatik, atzera begiratzea eta bere lehen pausuak zeintzuk izan ziren ikustea komeni da enpresa hau ulertu eta bere izaera ezagutzeko.

#### 3.1 Historia

Hainbat etapatan bereizi dezakegu GCOren ibilbidea sortu zenetik:

##### **1. ETAPA: 1864-1958: Sortu zenetik 1958 arte**

**1864:** “La Catalana” izenez sorturiko sozietatea sortu zen, prima berdineko aseguru suteen aurka.

**1878:** Kobruen burtsako merkatura atera zen La Catalana.

**1922:** 1890 urtean eraikitako eraikin esanguratsua erosi zuten, Bartzelonako Paseo de Gracia- n kokatua.

**1929:** Taldeak kreditu eta kauzioan inbertitu zuen.



**1948:** Jesus Serra eta beste industrialari talde batek Occidente sozietatea eskuratu zuten.

**2. ETAPA: 1959-2000: La Catalana eta Occidente taldeen integrazioa, bakar batean bihurtuz.**

**1959:** Occidente taldeak La Catalana taldearen kontrola hartzen du eta ondorioz, GCO taldea itxura hartzen joan zen.

**1963:** Espainiako lehen enpresa izan zen aseguru enpresaren gestiorako informatika barneratzen.

**1964:** Taldeak aseguru sektorean urrezko merezimenduaren saria jaso zuen ministeritzako ogasunaren eskutik.

**1971:** Sant Cugat del Valles- en taldeko bulego zentralak ireki ziren eta eraikin hori taldeko logotipoan islatzen da.



**1984:** Espainiar gobernuak Jesus Serrari aseguru sektoreko urrezko merezimenduaren saria eman zion.

**1987:** Taldearen baterakuntza eman zen.

**1991:** Jose Maria Serra, 1982tik zuzendari orokorra zena, taldeko kontseilarien ordezkari izendatu zuten.

**1997:** GCO merkatu jarraian kotizatzen hasi zen.

**1999:** MNA konpainia eskuratu zuten, 2001 ean integrazio prozesua amaituz. Konpainia Seguros Catalana Occidente izena izatera pasa zen.

### **3. ETAPA: Hazkundera eta nazioartekotzea**

**2001:** Taldeak Lepanto, SA eta bere filial zen Nortehispanaren inguruko eskaintza publikoko erosketa egin zuen.

**2004:** Seguros Bilbao %99,69an eskuratu zuten. Horrez gain, Atradius-eko partizipazioak eskuratzen hasi ziren. Era berean, Cosalud konpainia osotasunean eskuratu zen (lehendik akzioen %55a eskuratua zuen).

**2005:** Jesus Serra hil zen, GCOko fundatzaile eta bultzatzailea.

**2007:** Atradiusen zuen partaidetza %45era igo zen, akziodun garrantzitsuena bihurtuz.

**2010:** Atradiusen bereganatze prozesua bukatu zuen, %83,2ko partaidetzarekin.

**2012:** 2012ko ekainean, taldeak Groupama filial espainiarra bereganatu zuen, eta honen bitartez, Plus Ultra Seguros marka berreskuratu zuen.

**2014:** Taldeak 150. Urteurrena ospatu zuen. Gainera, taldea osatzen duten konpainia guztientzat logotipo bera sortu zuten.

**2015:** GCO-k Plus Ultra Seguros osotasunean bereganatzea lortu zuen.

**2016:** Taldeak Grupo Previsora Bilbainaren bereganatzea itxi zuen.

**2017:** Kataluniako independentziaren istiluekin, taldeak bere egoitza Madrilera aldatu zuen.



### **3.2 Izaera juridikoa eta enpresaren egoera legala**

GCO taldea 50 entitate baino gehiagoz osaturiko sozietate bat da, eta hauetatik gehienak, aseguru-aktibitate lotuak daude.

Entitate horietatik, nagusia Grupo Catalana Occidente SA da, egoitza nagusia Madrilgo Paseo de la Castellanan kokatzen dena. Aipatutako honek, taldea osatzen duten entitate guztien partizipazio guztiak antolatu, zuzendu eta gestionatzen ditu, modu zuzenean nahiz zeharka.

2018 urte amaieran, taldea osatzen zuten entitate garrantzitsuenak ondorengo taulan ikus daitezke:

Taula 5: GCO taldea osatzen duten sozietateak

ASEGURU SOZINETATEAK	ASEGURUENTZATOSAGARRIAK DIREN SOZINETATEAK	INBERTSIO SOZINETATEAK
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seguros Catalan Occidente</li> <li>• Seguros Bilbao</li> <li>• Nortehispana seguros</li> <li>• Plus ultra seguros</li> <li>• GCO re</li> <li>• Atradius Credito y Caución</li> <li>• Atradius Re</li> <li>• Atradius ATCI</li> <li>• Atradius Seguros de Credito Mexico</li> <li>• Atradius Rus Credit Insurance</li> <li>• Credito y caución Seguradora de credito e Garantias Brazil</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tecniseguros</li> <li>• Bilbao vida</li> <li>• S. Orbita</li> <li>• Previsora Bilbaína Agencia de Seguros</li> <li>• Bilbao Telemark</li> <li>• Inversions Catalana Occidente</li> <li>• CO Capital Ag. Valores</li> <li>• Cosalud Servicios</li> <li>• GCO Tecnología y Servicios</li> <li>• Prepersa</li> <li>• GCO Contact Center</li> <li>• Asitur Asistencia</li> <li>• Grupo Asistea</li> <li>• Atradius Collections</li> <li>• Atradius Duch State Business</li> <li>• Atradius Information Services</li> <li>• Iberinform International</li> <li>• Graydon</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GCO Gestión de Activos</li> <li>• GCO Gestora de Pensiones</li> <li>• Catos SICAV</li> <li>• Bilbao Hipotecaria</li> <li>• Sogesco</li> <li>• Gesiuris</li> <li>• Hercasol SICAV</li> <li>• GCO Activos inmobiliarios</li> <li>• Grupo Compañía Española Crédito y Caución SL</li> <li>• Atradius NV</li> <li>• Atradius Participations Holding</li> <li>• Atradius Finance</li> </ul>

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018, norberak moldatua

Aurreko taulan agertzen diren entitate bakoitzak bere egitura eta antolakuntza propioa dute, beste entitateekiko independentea dena. Baina denek zerbitzu zentro hauek barneratzen dituzte:

- Harpidetza zentroak
- Ezbeharrentzat zentroak
- Zentro administratibo eta kontablea
- Telefono bidezko harretarako zentroa

### 3.3 Negozio lerroak eta produktuak

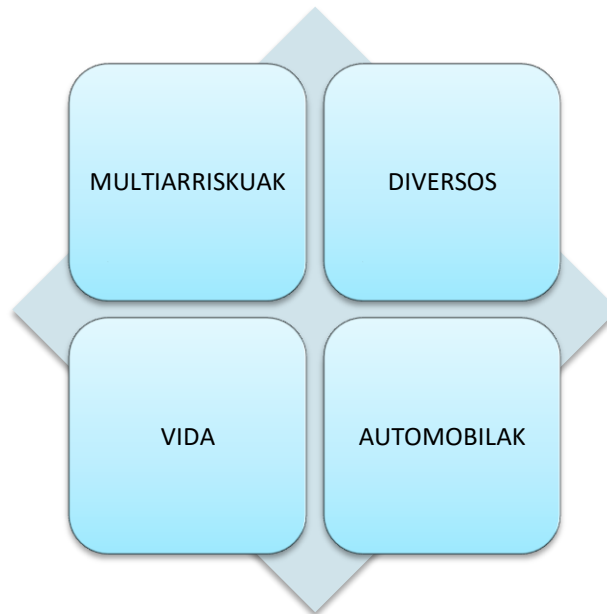
GCO taldearen helburu nagusia epe luzera espainiar enpresa eta familiei babesa eta aurreikuspena emateaz gain, nazioartean merkataritzako kredituen arriskuak estaltzea da.

Lehen azaldu bezala, entitate nagusia edo matrizea Grupo Catalana Occidente S.A da eta ondorioz, beste entitateen jarduerak gainbegiratzen ditu. 50 herrialde baino gehiagotan du presentzia eta talde honek barneratzen dituen negozio lerro eta produktuak aztertu beharko dira, hauen nagusitasuna zein den ikusi ahal izateko.

### 3.3.1 Negozio tradizionala

Enpresa edo talde honen negozio tradizionalaren barnean hainbat produktu gama daude, aseguruak direnak eta bereziki familia eta ETE garrantzitsuei zuzentzen direnak. Guzti hau, bitartekari profesional eta 1600 bulego baino gehiagoren bitartez egiten dute. Ondorengoak dira negozio tradizionala osatzen duten negozio lerroak:

**Irudia 4: Negozio tradizionala osatzen duten negozio lerroak**



Iturria: norberak eginda

-MULTIARRISKUAK: Familia etxebizitza, saltoki, komunitate, bulego eta ETE- ak.

-VIDA: Pentsio planak, bititza aurrezkiak, inbertsio fondoak, bizi arriskua etab.

-DIVERSOS: Produktu industrialak, ingeniariak, istripuak eta erantzukizun zibila.

-AUTOMOBILAK: Ibilgailu edota garraio ontzidientzat babesa.

Negozio tradizionalaren barnean dauden marka nagusienak ondorengoak dira:

**Irudia 5: Negozio tradizionala osatzen duten marka nagusiak**

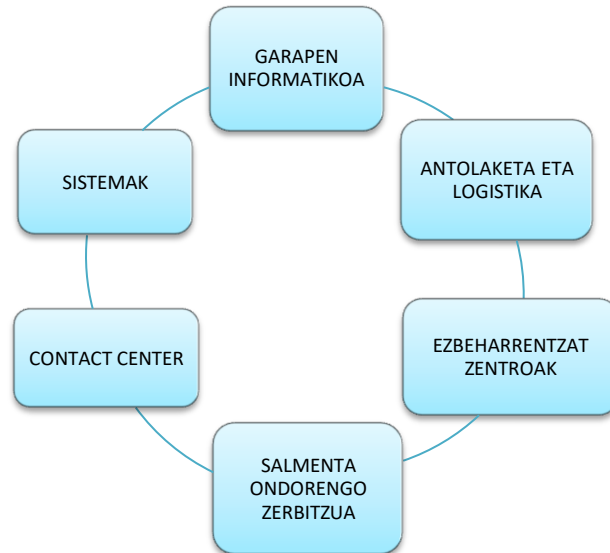


Iturria: norberak eginda

## Plataforma operatiboak

Ikusi dugun bezala, negozio tradizionalaren barnean lau produktu lerro daude eta hauek bost marka desberdinen bitartez osatzen dira. Beraz, negozio tradizionalako bost entitate horiek plataforma operatibo desberdinak dituzte. Hauen helburua efizientzia hobetu eta bezeroei kalitatezko zerbitzu bat eskaintzea da. Horretarako erabiltzen dituzten plataforma operatiboak ondorengoak dira:

**Irudia 6: Negozio tradizionalan erabiltzen diren plataforma operatiboak**



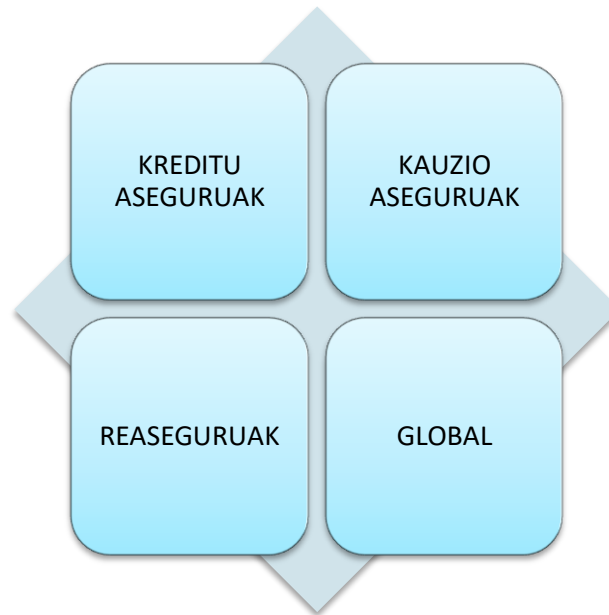
Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018, norberak moldatua

### 3.3.2 Kreditu aseguruaren negozioa

GCO taldeak kreditu aseguruaren barnean hainbat produktu eta zerbitzu eskaintzen ditu, hauen helburua munduko enpresen hazkundera izanik. Izan ere, enpresa hauek salmentarekin erlazionaturiko ordainketa ezak eta epe baterako ordainketetatik babesten ditu.

Negozio mota hau bilakaera ekonomikoarekin zeharo lotuta dago, bereziki, ordaintzen ez diren ordainketekin eta baita mundu mailako merkataritzako bolumenarekin ere. Honen barnean dauden negozio lerroak ondorengoak dira:

### Irudia 7: Kreditu aseguruaren barneko negozio lerroak



Iturria: norberak eginda

-KREDITU ASEGURUAK: Kreditura erositako erosle batek ez ordaintzearen ondorioz sortutako galera finantzarioak babesten ditu.

-KAUZIO ASEGURUAK: Onuraduna babesten du hornitzaileak bere kontratuko betebeharrak betetzen ez baditu.

-REASEGURUAK: Mundu mailako aseguru enpresak babesten ditu, irtenbideak emanaz.

-GLOBAL: Enpresa multinazionaleri emandako irtenbideak dira, forma globala dutenak.

Negozio lerro hauen marka nagusienak ondorengoak dira:

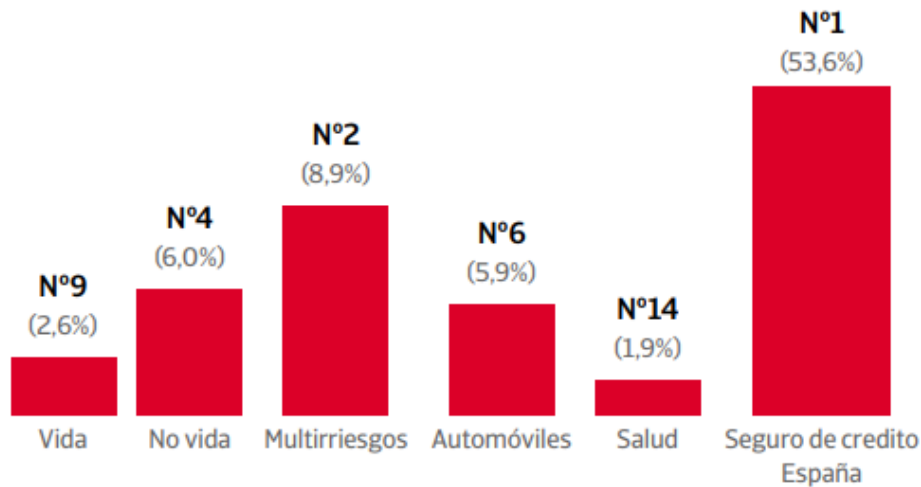
### Irudia 8: Kreditu aseguruako marka nagusiak



Iturria: norberak eginda

GCO taldearen negozio lerroak eta produktuak ikusi ondoren, horiek Espainiar merkatuan duten merkatu kota ondorengo grafikoan ikus dezakegu.

Grafiko 1: GCO taldeak produktu desberdinetan duen merkatuko posizioa eta merkatu kuota



Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018

Datu bereizgarriena kreditu aseguruan ikusten dugu, izan ere, talde honek espainiar merkatu kuotaren %53,6a du, lehen posizioan kokatuz. Era berean, multiarriskuen barnean ere bigarren posizioa lortzen du, merkatu kuotaren %8,9arekin. Beraz, espainiar merkatuan garrantzi handia duela esan dezakegu eta baita urtez urte merkatu kuota handitzen joan dela ere.

### 3.4 Taldearen balio soziala

GCO taldeak helburua emaitza finantzario onak lortzea izateaz gain, badu beste helburu bat, soziala dena. Izan ere, taldea eta entitateak osatzen dituzten pertsonen ongizatea nahi du, bezeroak izanik bere interes talde nagusiena. Hori dela eta, taldeak 2018 urtean zehar 3.724 milioi euro ezarri zituen, orain aipatu bezala, sozietateko interes talde nagusienaren (%60,5, bezeroak) ongizatea lortzeko. Beraz, ikus daiteke, enpresak balio ekonomikoaz gain, balio soziala ere duela eta garrantzi handia duela bere egunerokotasunean.

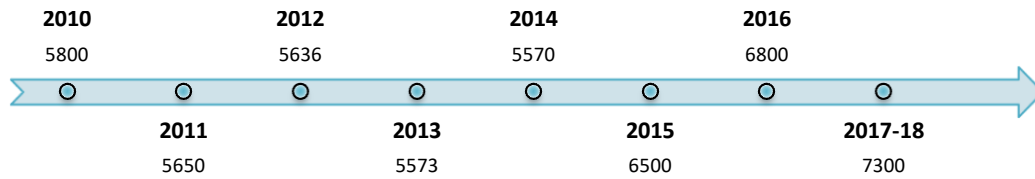
Beraz, taldea osatzen duten pertsona guztiak babestea eta hauen ongizatea bilatzen dutela jakinik, hauek banan bana aztertuko ditugu:

#### -LANGILEAK:

GCO taldeko langileei dagokienez, 2000. urtetik orain arte bere pertsonala bost bider aldiz handitu duela ikusi dezakegu. Guzti hau, taldeak egindako erosketa eta enpresa berriak barneratzean oinarritutako politikari esker izan da. Ondoren langileek azken urteetan izandako bilakaera ikusi dezakegu, batez ere, langile kopurua azken urteetan hazi dela ikusiz.



**Irudia 9: Langile kopurua eta bilakaera**



Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018, norberak moldatua

Langile hauen garapenak garrantzi handia izan du beti taldearentzat, eta horren adibide dugu, 2017 urtean esaterako, bere langileentzat 132.000 formazio ordu baino gehiago eman zirela. Formakuntza ikastaro hauek helburutzat garapen profesionala izan dute, gaitasunetara bideratutako gestio plan bat aurrera eramanez.

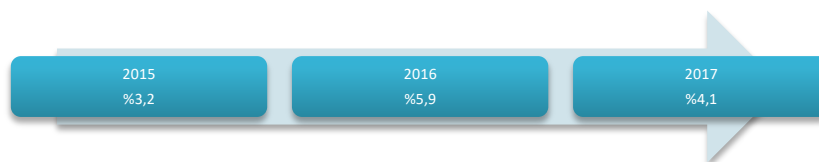
Urtez urte baldintza eta aukeren berdintasunaren aldeko apustuarekin jarraitu da. Alde batetik, langile guztientzat baldintza berdinak (nomina, ordutegia ...), eta bestetik, ordainsariaren inguruko politikan ere aurrerapenak egon dira, batez ere negozio tradizionalen.

Horrekin lotuta, berdintasunerako plan bat existitzen da, baina esan beharra dago, sexu desberdinen artean baldintza berdinak daudela eta langileen plantilla orekatua dagoela.

Gainera, taldeak langileekin duen harremana oso estua eta jarraitua da. Izan ere, garrantzitsua den edozein informazio nahiz taldeak eta bere entitateak dituzten asmoen berri ematen zaie.

Beraz, taldeak emaitza ekonomiko eta finantzarioak lortzeaz gain bere langileak zaintzen dituela ikusi dugu. Hori, hainbat emaitzetan islatzen da. Esaterako, produktibitatea azken urteetan hobetu egin dela ikusi daiteke, eta hori aurretik aipaturiko arrazoi askoren ondorioa da.

**Irudia 10: Langileen produktibitatea**



Iturria: Grupo Catalana Occidente 2017, norberak moldatua

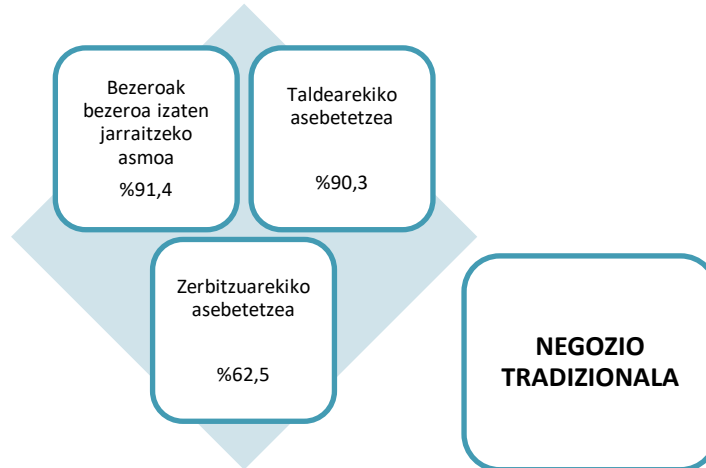
**-BEZEROAK:**

Lehen esan bezala, bezeroak dira taldearen interes talde nagusia. Izan ere, hauek dira bere jarduera guztien oinarria eta gaur egun dituen 4 milioi baino gehiago bezero horren isla dira. Enpresak duen helburua hauei produktu konpetitiboak eskaintzeaz

gain, kalitatezko zerbitzu bat ematea da. Gainera, produktu hauen inguruan aholkularitza pertsonala eta guztiz argia dena eskaintzen die.

Ondorengo taulan, bezeroek negozio tradizionalan izandako esperientzia ikusten da:

**Irudia 11: Bezeroen esperientzia negozio tradizionalan**



Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018, norberak moldatua

**-BITARTEKARIAK:**

GCO taldea eta bere inguruarekin harremanetan jartzeko oso garrantzitsuak dira bitartekariak. Izan ere, hauek bezeroekin kontaktuan jartzen dira, konfiantza sortuz eta beren beharrak zein diren ezagutzeko. Era berean, balio pertsonala ematen diete bezeroei, beren profesionaltasun eta gertutasunagatik.

Taldearen helburua bere bezeroekin harreman sendoak eta luzeak izatea da, hau lortzeko aholkularitza egoki bat emango dieten bitartekariekin. Bitartekariak batik bat, beren arriskuetatik babestu, beren beharretara egokitutako aseguruak, zerbitzu bikaina eta prezio lehiakorak eskaintzen dituzte. Bitartekarien sare hau osatzen dutenak, batez ere, agente eksklusiboak eta aseguru- artekariak dira.

Kalitatezko zerbitzua eskaini ahal izateko eta bezeroen iraupena ziurtatzeko, oso garrantzitsua da bitartekari hauek jasotzen duten formazioa. Izan ere taldeak bitartekarien bitartez balio desberdinak ematen dizkio bezeroari. Hala nola, konfiantza, lasaitasuna, segurtasuna etab. Beraz, taldearentzat ezinbestekoak dira bai bitartekariak eta baita hauek egiten duten lana.

**-HORNITZAILEAK:**

GCO taldeak bi hornitzaile motekin egiten du lan:

-Orokorrak: ezaugarri orokorrak dituzten produktu eta zerbitzuak ematen dituzte, negozioarekin zuzenki erlazionatuak ez daudenak. Horien artean, garbiketa, mantentzea eta zerbitzu informatikoak.

-Espezializatuak: hauen zerbitzua ezinbestekoa da aseguru jarduera burutzeko, hala nola, abokatuak, auto adituak, mediku adituak, tailerrak eta konpontzaileak.

### 3.5 Estrategia eta berrikuntza

#### ESTRATEGIA

GCO taldearen helburu estrategikoa bere plan estrategikoan adierazten duen bezala, epe luzerako arriskuak estaltzea da. Horretarako, epe luzeko familia merkatua, enpresa txiki eta ertainenak eta arrisku komertziala aurreikusi behar dute.

Taldearen estrategia hiru elementutan oinarritzen da:

-Hazkundera: taldeak zuzentzen den merkatuak definitu eta zehaztu beharko ditu. Era berean produktu eta zerbitzu egokiak garatu beharko dira eta bezeroarengana iristeko banaketa kanalak ezarri beharko dira. Guzti hau, hainbat ekintza aurrera emanaz lortu beharko dira:

- Agentzien dimentsioa handitu eta sare espezializatuak indartu.
- Irigarritasunean aurrerapausoak egin: digitalizazioa, konektagarritasuna
- “Bezero” kontzeptuari lehentasuna eman gestioan.

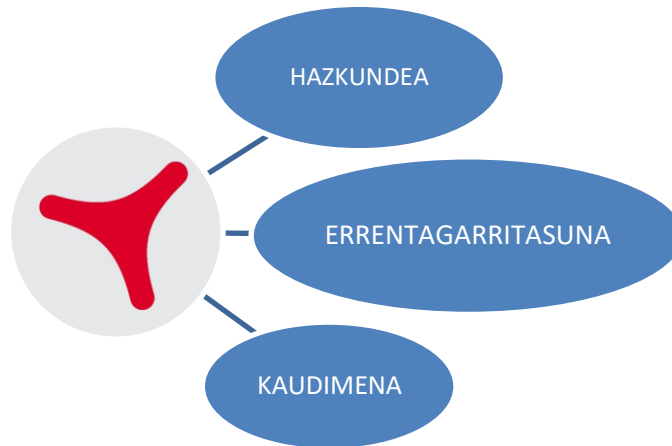
-Errentagarritasuna: etengabeko errentagarritasuna lortu inbertsioen dibertsifikazioaren bitartez, kalitatezko zerbitzuak eskainiz eta kostuen ratioak egokitzea ahalbidetzen duten prozesuen bitartez. Horretarako aurrera eramango diren ekintzak:

- Bezeroen segmentazioa lortzeko prozesu eta aldagaiak gehitu.
- Inbertsioen gestioa hobetu negozioaren pasibo eta obligazioekiko.
- Sistemen integrazioaren proiektuan aurrerapausoak eman.

-Kaudimena: baliabide propioen sorkuntza eta hazkunderari lehentasuna eman, taldearen hedapena finantzatzeko helburuarekin. Era berean hartutako konpromisoak betetzea eta akziodunentzako itzulera bermatzea. Hori lortzeko pausuak:

- Enpresa langileentzat erakargarria izatea
- Berrikuntzan aurrerapausoak egitea.
- Marka indartu taldearen baloreetara lotuz.

## Irudia 12: Estrategiaren oinarriak



Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018, norberak moldatua.

### BERRIKUNTZA

Taldeak azken urteetan datuen analisiaren inguruan berrikuntzaren alde apustu egiten jarraitu du, Xplora plataformaren bitartez.

GCO-rentzat berrikuntza oso garrantzitsua da bere konpainia guztientzat, izan ere, honen bitartez beren bezeroen esperientziak hobetu egiten dira. 2018 urtean zehar 47,2 milioi euroko inbertsioa egin du berrikuntza bultzatzeko asmoz. Horren emaitza ikusi ahal izateko, azken urteetan egondako diseinu eta planteamenduak aztertuko ditugu:

#### 1. Bezeroen esperientzia hobetzea:

2016. urtean taldeak proiektu bati ekin zion bezeroari zuzendutako kultura bat sortzeko asmoz. Helburua bere bezeroen beharrak ulertzea zen, beren iritzia hainbat fasetan kontutan hartuz eta esperientzia optimoa, sendoa eta homogeenoa bat eskainiz. Azken urtean baita ere, proiektu honekin jarraitu du, taldearen kultura bultzatuz lan talde batzuen bitartez. Aurrera eraman ziren ekintzak ardatz hauetan oinarritu ziren:

- Bezeroetan esperientzia: bezeroaren ahotsa neurtu eta datamart global bat sortzea.
- Komunikazioak eta kanalak: bezeroekin izandako komunikazioak aztertu eta kontaktu kanal berriak ezarri, hala nola, e- cliente. 2018 urtean Contac Center-aren transformazioarekin loturiko proiektu batekin hasi zen taldea.
- Ezbeharren gestioa: bezeroaren esperientzia hobetzeko prozesuen hobekuntza eta era berean, bezeroak bere ezbeharren jarraipena egiteko tresna berriak sortzea.
- Sistematika komertziala: sare komertzialean bezeroarekin loturiko prozesu guztiak ipini, ikuspegi partekatua izateko.

## 2. Digitalizazioa:

GCO taldeak hainbat ekintza eraman ditu aurrera aplikazio onak barneratzeko polizen harpidetzak erabat automatizatuak eta mugikorren bitartez egiteko. Honela, bezeroek modu sinple eta erraz batean konektatu daitezke plataformetara, denbora murriztuz.

Era berean, esan beharra dago teknologia ere erabiltzen ari dela kreditu aseguruaren administrazioan berriro ahal izateko. Helburua, digitalizazio aukerak barneratzea izanik, ondorengo plataformen bitartez: big data, analisi aurreratuak eta robotika.

### 3.6 Etika eta gizarte erantzukizuna

GCO taldeak kode etiko bat du gestio arduratsu eta garden bat eraman ahal izateko. Aktibo nagusia pertsonak izanik, bere jardueraren erdigunean bezeroa ezartzen du. Aipaturiko kode etikoak, taldeko administratzaile eta langileek jarraitu beharreko portaera etikoak laburtzen dituen dokumentu bat da. Bertan egunerokotasuneko portaerak adierazten dira, beren interes taldeekin duten harremanaren inguruan batez ere.

Kode etiko hau aldizka berritzen doa errealitate berrietara egokitzeko. Bertan taldearen printzipio eta baloreak jasotzeaz gain, hartutako konpromisoak ere agertzen dira. Hauek etikarekin eta legea betetzearekin lotzen direlarik, bereziki:

- Korrupzio eta eroskeria
- Giza eskubideen betetzea
- Pertsonetikiko errespetua
- Garapen profesionala
- Aukeren aurrean berdintasuna
- Beste enprekin erlazioak
- Segurtasuna
- Lanean osasuna
- Ingurugiroarekiko errespetua

Beraz, aipaturiko kode etikoa aplikagarria izango da langile, agente eta laguntzaile guztientzat. Kode hau osatzen duten puntu guztiak pertsonal guztiari iristeko, internet bidez konpartitu zaie taldea osatzen duten konpainietako bakoitzari. Kode etikoa betetzen dela ziurtatzeko hainbat sistema ditu:

- Salaketentzat kanala
- Online kurtsoak
- Langileek kodea irakurri, ulertu eta betetzen dutela ziurtatzeko prozedimenduak.

Administrazio kontseiluko auditoriak eta zuzendaritza orokorrak aldizkako txostenak jaso beharko dituzte.

#### **ERANTZUKIZUN KORPORATIBOA**

Era berean, taldeak ere gizarte erantzukizun edo erantzukizun korporatiboa ere badu. Taldeak sozietatearentzat balioa sortzeaz gain, etikaren, transparentziaren eta legearekin duen konpromisoaren aldeko apustua egiten du.

Gainera, GCO-ek hobekuntza sozial eta ekonomiko bilatzen du lan egiten duen eremuetan. Erantzukizun soziala izatea, taldearen jarduerarekin erabat lotzen da, izan ere, beren bezeroak bizitzako momentu orotan laguntzen die bai bitzita profesionalean eta baita pertsonalean ere. Hau, arriskuen aurrean babesten dietelako gertatzen da.

Erantzukizun korporatiboaren kasuan, kode etikoan bezala, administrazio kontseilua arduratzen da estrategia ezarri eta zuzentzeaz. Izan ere, gestio honek negozioko eremuak eta taldea osatzen duten entitateak hartzen ditu kontutan, hiru dimentsio nagusi barneratuz:

- Jarduera ekonomikoa
- Ingurugiroko kudeaketa
- Kudeaketa soziala

Askotan aipatu bezala, taldearen helburua ez da soilik emaitza ekonomiko eta finantzarioak lortzea, baizik eta bere jarduera beste ikuspegi batzuetara bideratzea. Hala nola, taldea eta sozietatea osatzen duten pertsona bakoitzaren ongizatea lortzea. Modu honetan, balio sozial bat lortzen du taldeak eta balio hau epe labur eta epe luzera mantentzen bada, balio iraunkor batean bihurtzen da.

Taula honetan taldeak interes talde bakoitzarentzat hartutako konpromisoak adierazten ditu:

Taula 6: Interes taldeak eta hauek dituzten konpromisoak

INTERES- TALDEAK	KONPROMISOAK
<b>LANGILEAK</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aukera berdinak</li> <li>• Bidezko ordainsariak</li> <li>• Formazio iraunkorra</li> </ul>
<b>BEZEROAK</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Produktu lehiakorrak garatu</li> <li>• Aholkularitza pertsonala</li> <li>• Zerbitzuetan bikaintasuna</li> </ul>
<b>AKZIODUNAK</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inbertitzeko eremu erakargarriak</li> <li>• Arriskuentzat zentzuzko kudeaketa</li> <li>• Epe luzearako estrategia bat garatu</li> </ul>
<b>BITARTEKARIAK</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Garapen profesionalerako laguntza</li> <li>• Soldatan berdintasuna</li> <li>• Konfiantza eta segurtasuna</li> </ul>
<b>HORNITZAILEAK</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Objektibotasuna, gardentasuna eta tratuan berdintasuna</li> </ul>
<b>SOZIETATEA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sektoreko beste entitateekin kooperatu</li> <li>• Jesus Serra fundazioaren bitartez ekarpen solidarioa egin</li> </ul>

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018

### 3.7 Akziodunen egitura eta banaketa

Taldea osatzen duten akziodunak egonkorak eta konpromisoz beteak dira. Akziodun nagusia INOC,S.A. da eta honek GCO-ren kapital sozialaren %60,88a kontrolatzen du. Taldeak 2.119.698 tituloz osaturiko autokartera bat du, akzio propioen %1,77a ordezkatzeko dutelarik. Beste %37,35ak free-float dira, eta hauen erdia ia inbertitzaile instituzionalen esku daude.

Grafiko 2: Akzioen egitura



Iturria: Grupo Catalana Occidente, norberak eginda

Taldeak merkatu finantzarioarekin duen harremana arina, hurbilekoa eta argia da. Izan ere, GCO analista, inbertitzaile eta akziodunekin etengabe harremanetan eta kontaktuan dago, hainbat bide espezifikotik. Honela, akzioaren eboluzioa zein den ikusi dezakete eta bere negozioaren errealitatea inbertitzaile instituzionalei nahiz akziodun txikiei erakutsi diezaiekete.

### AKZIOAREN BILAKAERA

2018 urtean akzioaren prezioak bere maximo historikoa lortu zuen, zehazki, 39,20€ akzioko. Gainera, ikertzaileen arabera, %80ak erostea gomendatzen dute, helburua 42,20€ akzioko preziora iristeko asmoa delako. Aurtengo ekitaldian zehar GCOren akzioak oso bilakaera positiboa izan du eta portaera Eurostoxx edo Ibex 35ren parekoa izan da. Azken urteetan akzioaren bilakaera zein izan den ikusteko, ondorengo grafikoa dugu:

Grafiko 3: Akzioaren bilakaera



Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018



## 4. SEKTOREAREN ANALISIA

### 4.1 Espainiako eta munduko ekonomia

GCO taldeak bere urteko kontuetan adierazten duen bezala, 2019rako aurreikuspen makroekonomiko positiboak ditu. Izan ere, Espainiako BPGa %2,2 inguruan haztea espero da eta era berean, automobil eta etxebizitzaren kontsumoa igotzea aurreikusten da. Beraz, lehenik eta behin, Espainiako nahiz munduko ekonomiaren egoera aztertzea eta sektorean eragin dezaketen aldagaien azterketa bat egitea komeni da. Modu honetan, bertako populazioa, etxebizitzaren merkatua eta automobilen kopuruari dagokionez aurreikuspenak egin ditzakegu.

Espainiar ekonomiako BPG %2,2 inguruan haztearen arrazoiak inbertsioaren eta kontsumitzailearen konfiantzaren igoerarekin batera, lan merkatuaren hobekuntzak eta defizit publikoaren murrizketa daude. Dagoeneko, INE-ren arabera, 2019ko lehen hiruhilekoan %0,7ko hazkuntza izan du eta bere estimazioen arabera, urteko hazkuntza GCO taldearen aurreikuspenak baina apur bat baikorragoa izango da:

Taula 7: Espainiako BPGaren hazkundearen aurreikuspena 2019 urterako

Ultimo dato	Tasa trimestral (en %)	Tasa anual (en %)
Primer trimestre 2019 (avance)	0,7 	2,4 

Iturria: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Era berean, mundu mailan BPG %3,7an igotzea espero da, Eurozonan %1,9 igoko delarik. Kreditu aseguruari dagokionez, munduko merkataritza haztea espero da, %3an kokatzen delarik.

#### **Populazioa**

Espainiako populazioari dagokienez, INE-ren aurreikuspenen arabera hurrengo 15 urteetan 2,4 milioi biztanle gehiago haztea espero da, betiere gaur egungo tendentzia demografikoak bere horretan jarraitzen badute. Hala ere, populazioaren hazkundera etorkizun luzeari begira negatiboa izatea espero da, heriotzen kopurua jaiotzen kopurua baina handiagoa izanik.

Modu berean, gaur egun 65 urtetik gorakoek biztanleriaren %19,2a osatzen dute, eta 2033 urterako %25,2ra haztea espero da.

Biztanleriaren zaharkitzeak eta bizi itxaropena handitzeak aseguru sektoreari aukera berriak eskainiko dizkio bai osasun aldeko negozioetan eta baita jubilazioarekin lotutako alorretan.

## **Automobilien kopurua**

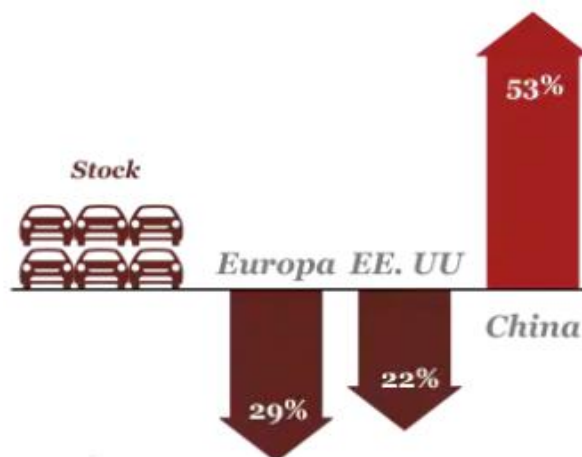
Bestalde, biztanleriaren zaharkitzeak sektoreari aukera berriak ekarriko dizkion arren, teknologiaren aurrerapenak eta automobilak jasaten ari diren eraldaketen ondorioz alor honetan aseguru enpresek duten garrantzia galduko dute automobilak autonomo bihurtzen diren heinean, Santiago Villak, Generali aseguru enpresako zuzendari exekutiboak, adierazi duen bezala.

Gainera, 2019ko lehen hiruhilekoan bai automobil fabrikazioan eta baita hauen esportazioan beherakada egon da Espainian. Izan ere, aurtengo lehen hiruhilekoan 2018ko lehen hiruhilekoan baino %1,7 automobil gutxiago fabrikatu dira. Beherakada hau mundu mailan ere eman da, zehazki Frantziak %2,3 gutxiago, Alemaniak %0,5 gutxiago eta Erresuma Batuak %3,4 gutxiago matrikulatu baitu.

Gainera, automobilien kopuruaren aurreikuspenak ez dira oso baikorrak. Izan ere, 2030 urterako Europan 80 milioi ibilgailu gutxiago egotea espero da. Zehazki Europan %29ko eta Estatu Batuetan %22ko murriztea aurreikusten da. Aldiz, Txinan automobil kopurua bikoiztea espero da. Europa eta Estatu Batuetako murrizketa hau arrazoi desberdinen ondorioa izango da:

- Partekatutako garraioaren sendotzea
- Ibilgailu autonomoaren agerpena
- Ibilgailu elektrikoaren nagusitasuna
- Ibilgailuen modeloen berritzea urtero

**Irudia 13: Automobilien fabrikazioaren aurreikuspenak Europa, E.E.U.U eta Txinan**



Iturria: Las cinco dimensiones que transformarán el sector de Automoción, PwC España (2018)

Azkenik, 2018ko irailean WLTP izeneko legedi berria sartu zen, karbono dioxidoaren jaulkitako kantitatea neurtzen duena eta hori dela eta, automobilen demanda aurreratu egin da, hainbat ibilgailu garestitu direlarik.

### **Etxebizitzen merkatua**

Etxebizitzen merkatuari dagokionez, gaur egungo tendentziak mantentzen badira, INE-ren arabera Espainiako etxebizitza kopurua ia 1,8 milioietan handituko da hurrengo 15 urteetan.

Taula 8: Espainiako etxebizitzaren kopuruaren aurreikuspena (2018-2033)

<b>Proyección de Hogares en España (2018-2033)</b>			
Año	Número de hogares a 1 de enero	Crecimiento absoluto en cinco años	Crecimiento relativo medio anual (%)
2018	18.503.541	677.708	0,73
2023	19.181.248	621.987	0,65
2028	19.803.235	479.407	0,48
2033	20.282.642		

Iturria: Instituto Nacional de Estadística (INE)

Beraz, etxebizitza kopurua %9,6ean handituko da 20 milioi etxebizitzara helduz. Etorkizunari begira, batez ere etxebizitza txikien hazkuntza emango da, hau da pertsona bat edo bikoak. Aldiz, 3 edo 4 pertsonako etxebizitzak %0,7 eta %4,7 hurrenez hurren murriztea espero da.

Beraz, etxebizitzaren merkatuko aurreikuspen hauek oso baikorrak dira aseguru sektorearentzat.

## **4.2 Aseguruen sektorea Espainian**

Espainiar aseguru sektoreak bere fakturazioa mantendu du, batez ere bizitzakoak ez diren alorretan babestuz. Gainera, merkataritza internazionalak %3,7ko hazkuntza izan du eta horrek ere lagundu du.

Espainiar aseguru sektoreko primek azken urteetan izan duten bilakaera ondorengo taulan islatzen da:

Taula 9: Espainiar aseguru primen bilakaera

	2015	2016	2017	2018
<b>BIZI ASEGURUAK</b>	+%1,7	+%21,7	-%5,6	-%1,7
<b>BIZITZAKOAK EZ DIRENAK</b>	+%2,4	+%4,5	+%3,9	+%4

Iturria: GCO urteko kontuak

Datu hauekin, laugarren urtez bizitzakoak ez diren aseguru primen hazkundera ematen dela ikusten dugu. Hau batez ere Espainiar ekonomiaren berreskuratzearen ondorioa izan da, batik bat enpresa eta etxebizitzaren kontsumo gaitasunaren hazkunderagatik.

#### BIZI ASEGURUAK

Bizi aseguruak azken urtean %1,7ko beherakada izan dutela kontutan izanik, hau zer dela eta gertatu den aztertzea komeni da. Alde batetik, aurrezkiari dagokionez aurreko urtearekin alderatuz jaulkitako primen %4ko beherakada izan dute. Murrizketa hau batik bat interes tasa baxuen portaerengatik izan da. Bestetik, arriskuei dagokionez aldaketarik gabe mantendu dela esan dezakegu. Bi lerro hauen garapenak bizi aseguruak espainiar aseguru sektorearen barnean duen pisua jaitea ekarri du.

#### BIZITZAKO ALORREKOAK EZ DIREN ASEGURUAK

Bizitzakoak ez diren aseguruak dagokionez, %4ko hazkundera izan dute azken urtean. Hasteko, automobilerik dagokionez negozio lerro honen barnean prima kopuru handiena osatzen dute, segmentu honen barnean %32,1eko kuota izanik. Laugarren urtez automobilen prima kopuruak hazkundera izan du, 10.924 milioi eurotara iritsiz eta %1,9ko hazkunderarekin aurreko urtearekin alderatuz. Hazkuntza hau ibilgailu aseguratuaren kopurua handitzeaz gain, ibilgailu berrien salmentaren hazkunderagatik eman da, izan ere, azken hauek gama altuko produktuak kontratatzea ekarri duelako, prima handiagoekin.

Bestetik, osasunaren segmentuari dagokionez bizitzakoak ez diren aseguruaren barnean bigarren kuotarik handiena du, %23,7arekin. Azken urtean lerro hau 8.069 milioi eurotara iritsi da, zehazki %5,6ean hazi da aurreko urteari begira. Osasunaren negozio lerro hau segmentu honen hazkunderako motor garrantzitsua izan dela esan dezakegu.

Horrez gain, multiarriak %20,5eko kuotarekin %4ko hazkundera izan dute aurreko urteari begira. Eta azkenik, askotarikoak %4,9ko hazkundera izan dute, primen zenbatekoa 8.070 milioi eurotara iritsiz.

Esan beharra dago 2016 urtean sortu zen lege berriak ezagutarazi dituen datuak ikusirik, espainiar aseguru sektoreak sendo jarraitzen duela ikusten dugu. Izan ere, Espainiar estaldura ratioaren batzbestekoa 2018 urte amaieran %234,2koa izan da, Europar batzbestekoa baina handiagoa dena.

### 4.3 Aseguru en sektorea nazioartean

2018 urte amaierarako aseguru enpresen polizen salmentagatik sarrerak 64.282 milioi eurotara iritsi ziren, aurreko urtearekin alderatuz, %1,34 gehiago. Kopuru horretatik 35.368 milioi euro bizitzakoak ez diren aseguruekin lotzen dira eta beste guztia, aldiz, bizi alorrekoekin, Icea-ren arabera (Investigación Cooperativa de Entidades Aseguradoras).

Aseguru sektorearen hobekuntza edo hazkunde hau negozio lerro guztien hobekuntzaren ondorioa da, osasuneko alorrekoak azpimarratuz.

Era berean, multiarrikuak eta automobilen alorreko aseguruak ere jokaera ona izan zuten. Multiarrikuen fakturazioa %4,02an handitu zen eta automobilen, aldiz, %1,94ean.

Icea-ren estimazioen arabera, bizi alorrean oinarritutako produktuen bitartez gestionaturiko aurrekia 188.089 milioi eurotara iritsi zen 2018ko abenduan, %2,44 handituz.

### 4.4 Aseguru enpresen etorkizuna

Azken urteetan iraultza teknologikoaren ondorioz lan egiteko modua, bizitzeko modua eta erlazionatzeko era asko aldatu dira eta oraindik aldatzen jarraitzen dute. Internet eta sare sozialak garrantzi handia hartu dute eta hauek enpresetako negozio modelo tradizionalak aldarazten ari dira. Hori dela eta, bezeroek geroz eta bizitza digitalagoa dute eta teknologia eta informazioetara sarrera izanik erabaki hobeak hartzeko aukera dute. Honela, beren egunerokotasunean eraginkorrak izango dira.

Etorkizunari begira, aseguru enpresa nagusienak aldaketa honetara egokitzeko aukerak aztertzen ari dira, beti ere beren bezeroak oinarritzat eta negozioaren erdigunean kokatuz. Hori dela eta, digitalizazioa eta bezero berria ezagutu beharrak aseguru industria aldatzen ari da, negozioarako aukera berriak sortuz eta lehen posible ez zen bereizgarritasuna landuz.

Beraz, etorkizunari begira aseguru sektoreak aldaketa nagusiak hartu beharko ditu:

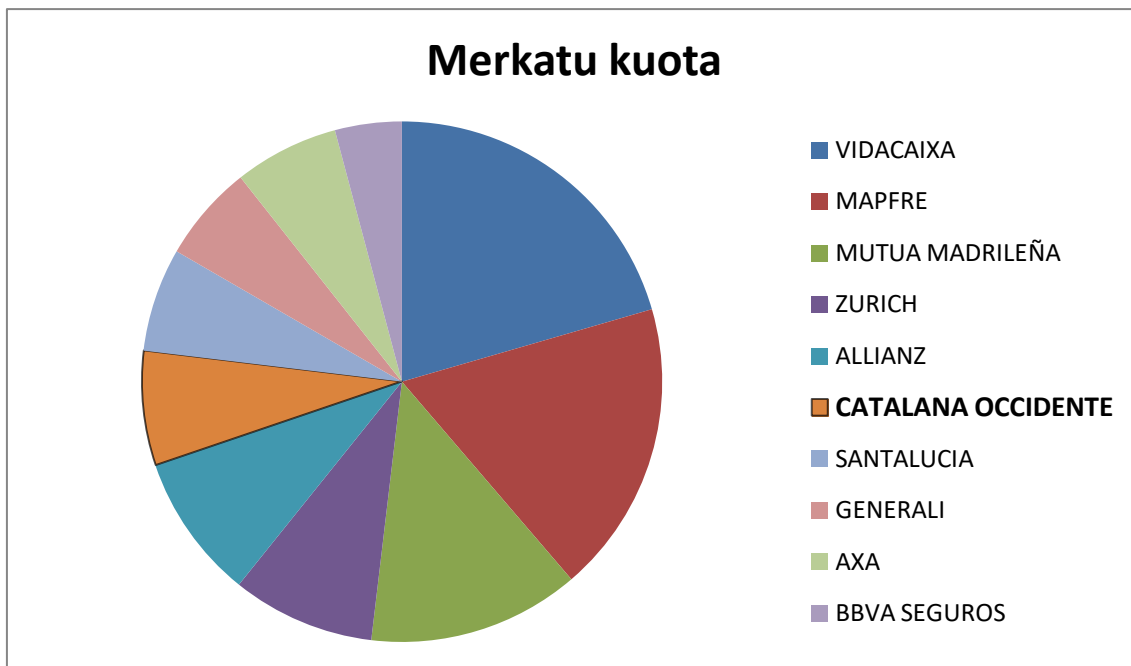
- Mundu digital berriak negozio modu tradizionalak aldatu beharra ekarriko du, antolakuntzan aldaketa nagusiak ekarri eta kompetentzia edo lehiakide berriak hartuz.
- Bezeroan zentratu edo bideratuz gero, “next generation” edo generazio berriko bezeroen nahiak asetzeko posizionamendu hobe izango dute.
- Digitalizazioak lehiakortasunean abantailak ekarriko dizkie epe luzean aldaketak eta estrategia berriak gauzatzen dituzten aseguru enpresei.

European Motor Insurance aseguru enpresen etorkizunaren inguruko ikerketaren arabera (2016), 2020 urterako aurreikusten denez, soluzio digitalak eskaintzen dituzten aseguru enpresen europar merkatu kuota %17ra iritsiko da. Beste modu batera esanda, 15bilioi euro baino gehiagoko fakturazioa lortuko dute.

## 4.5 Lehiakideak

Ikusi dugunez, etorkizunari begira aseguru enpresak teknologia berrietara moldatu beharko dira, beren lehiakideak baina azkarrago. GCO taldearen nazioarteko lehiakide nagusiak merkatu kuotaren arabera ondorengoak dira:

Grafiko 4: Aseguru enpresen merkatu kuoten banaketa Espainian.



Iturria: Investigación Cooperativa de Entidades Aseguradoras (ICEA)

**-VIDACAIXA:** Caixabank aseguru etxearen filiala da eta bere jarduera diseinuan, kudeaketan, bizitza aseguru merkaturatzean eta pentsio planetan bideratzen du. Egoitza Madrilen kokatzen da eta espainiar pentsioen kopuru handiena kudeatzen du.



**-MAPFRE:** 49 herrialdeetan zehar kokaturik dagoen aseguru eta beraseguruaren sektorean kokatzen den multinazionala da. Bere egoitza baita ere Madrilen kokatzen da eta Madril eta Bartzelonako burtsetan kotizatzen du.

**-MUTUA MADRILEÑA:** Grupo Mutua Madrileña espainiar enpresa talde bat da eta hainbat jarduera desberdinetan egiten du lan: aseguruak, aktibo higiezin kudeaketan... Jarduera ezberdinetan banaturiko 12 milioi aseguratu baina gehiago ditu.



**-ZURICH:** Suitzako aseguru enpresa talde handiena da eta hiru segmentu nagusietan banatzen da: aseguru orokorrak, bizitza globala eta nekazariak. Enpresak 60.000 langile inguru ditu eta beren zerbitzuak 170 herrialde baino gehiagotan eskaintzen dute.



**-ALLIANZ:**

Zerbitzu finantzarioak eskaintzen dituen multinazional alemaniarra da, egoitza Munichen duena. Mundu mailako aseguru talde garrantzitsuenetarikoa da eta 70 herrialdeetan kokaturiko 78 milioi bezero baino gehiago ditu.



**-SANTALUCIA:** Latinoamerikan eta Espainian aseguru jarduerak eskaintzen dituen talde espainiar baten enpresa nagusia da. 400 agentzia baino gehiago ditu eta Espainian 17.000 langile baino gehiago ditu.



**-GENERALI:**



Italiako aseguru enpresarik handiena da eta baita Europa mailako handienetarikoa ere. 2010 urtean bere taldea AXA- ren atzetik munduko bigarren aseguru talde handiena izendatu zuten.

**-AXA:** Jatorri frantseseko multinazional hau aseguru enpresa handienetarikoa da. 56 herrialdeetan kokatzen da, 157.000 langile baino gehiago ditu eta munduko aseguru enpresa handienetarikoa da.



## 5. AZTERKETA EKONOMIKO-FINANTZARIOA

Garrantzitsua da enpresa baten egoera ekonomiko eta finantzarioa aztertzea, kontableki izandako emaitzak zeintzuk izan diren ikusi eta ondorio batzuk ateratzeko. Talde honen azterketa ekonomiko eta finantzarioa egiteko, lehenik eta behin bere urteko kontuak aztertuko ditugu. Bereziki, bere balantzea eta baita galdu irabazia ere, azken lau urtetakoa.

Azterketa ekonomiko finantzario honen helburu nagusia, gaur egun enpresak duen egoera aztertzea da, horretarako eragina izan duten faktoreak ikusiz. Era berean, emaitza horiek nondik datozen eta noski enpresaren edo kasu honetan taldearen etorkizunaren aurreikuspenak egitea ere. Ondorioz, bere urteko kontuak aztertu eta bere bilakaera ikusi ondoren, hainbat ratio ere aztertuko ditugu, bere egoera zein den zehatzago ikusi ahal izateko.

Horretarako, bere urteko kontu bateratuetan oinarrituko gara, talde bat baita.

### 5.1 Balantzearen analisisa:

Taula 10: Aktiboa (milioi eurotan)

AKTIBOA	2015	2016	2017	2018
<b>AKTIBO EZ-KORRONTEA</b>	<b>11631,6</b>	<b>11798,2</b>	<b>11884,4</b>	<b>12264,5</b>
Ibilgetu ukiezina	826,4	913	907,5	936,1
Ibilgetu ukigarria	274,4	300,1	311,3	306
Higiezinetan inbertsioak	278,7	398	382,8	561,1
Epe luzeko inbertsio finantzarioak	8341,9	8363,4	8466,4	8574,7
Epe luzeko kredituak	812	837,6	889,6	952,7
Zerga geroratuagatik aktiboak	96,1	91	84,3	96,5
Hornidura teknikoengatik reasegurua	1002,1	895,1	842,5	837,4
<b>AKTIBO KORRONTEA</b>	<b>1664,4</b>	<b>2109,3</b>	<b>2317</b>	<b>2214,9</b>
Epe laburreko inbertsio finantzarioak	532,5	533,8	491,5	454,7
Epe laburreko kredituak	61,1	63,1	56,8	52,3
Beste aktiboak	461,1	475,8	512,5	544,4
Diruzaintza	609,7	1036,6	1256,2	1163,5
<b>AKTIBOA GUZTIRA</b>	<b>13296</b>	<b>13907,5</b>	<b>14201,4</b>	<b>14479,4</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018, norberak moldatua.



Aurreko taulan azken lau urteetan enpresaren aktiboa nola banatzen den ikusi dezakegu, hobeto ulertzeko, partida garrantzitsuek aktibo osoarekiko duten pisua edo balio erlatiboa aztertuko dugu:

**Taula 11: Aktiboko partida nagusiak eta hauen balio erlatiboa.**

<b>PARTIDA</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
AKTIBO EZ-KORRONTEA	%87,5	%84,8	%83,7	%84,7
AKTIBO KORRONTEA	%12,5	%15,2	%16,3	%15,3
EPE LUZEKO INBERTSIO FINANTZARIOAK	%62,7	%60,1	%59,6	%59,2
HORNIDURA TEKNIKOENGATIK REASEGURUA	%7,5	%6,4	%5,9	%5,8

Iturria: norberak eginda.

Ikusten dugunez, bai oinarri urtean (2015) eta baita ondorengo hiru urteetan ere, aktiboaren barneko egitura antzeko mantendu da. Izan ere, hiru urteetan pisu handiena aktibo ez korronteak izan du, aktibo osoaren ia %85a hartuz. Honen barnean, partida nagusienak epe luzeako inbertsio finantzarioak lirateke, aktibo osoarekiko %60 inguru osatuz. Aipatzekoa da baita ere, hornidura teknikoengatik reasegurua duen garrantzia, aktiboaren %6 inguru osatuz azken urteetan.

Azken lau urteetako bilakaera aztertzen badugu, esan bezala, antzeko egitura mantendu da, aktibo ez korronteak baitu pisu handiena. Hala ere, esan beharra dago aktibo ez korrontea txikituz joan dela eta aldiz, aktibo korrontea handituz, azken urtean izan ezik. Hala ere, enpresaren tamaina antzeko mantendu da, nahiz eta azken urtean ia %2an hazi den (14201,4 etik 14.479,4 era pasaz). Hazkunde hau bereziki, epe luzeako nahiz epe laburreko finantza inbertsioen ondorioz eman da.

Taula 12: Ondare garbia eta pasiboa (milioi eurotan).

OG ETA PASIBOA	2015	2016	2017	2018
<b>ONDARE GARBIA</b>	<b>2585,8</b>	<b>2834,6</b>	<b>3078,6</b>	<b>3204,1</b>
Fondo propioak	1773,3	1959,2	2185,3	2424,7
Metatutako beste emaitza globala	526,4	574,4	567,3	439,1
Interes minoritarioak	286,1	301	326	340,3
<b>PASIBO EZ-KORRONTEA</b>	<b>10014,7</b>	<b>10346,6</b>	<b>10376,5</b>	<b>10493,6</b>
Epe luzeko zorrak	450,4	468,8	453,5	500,9
Hornidura teknikoak	9074,3	9351,1	9425,2	9527,7
Hornidura ez teknikoak	161,1	186,4	165,2	184,1
Zerga geroratuagatiko pasiboa	328,9	340,3	332,6	280,9
<b>PASIBO KORRONTEA</b>	<b>695,3</b>	<b>726,3</b>	<b>746,3</b>	<b>781,7</b>
Epe laburreko zorrak	368,5	383,5	370,9	409,8
Zerga korronteagatiko pasiboa	49,5	34,8	52,3	69,7
Beste pasiboak	277,3	308	323,1	302,2
<b>OG ETA PASIBOA GUZTIRA</b>	<b>13296</b>	<b>13907,5</b>	<b>14201,4</b>	<b>14479,4</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018, norberak moldatua.

Ondare garbi eta pasiboarekin gauza bera egingo dugu, partida garrantzitsuenek ondare garbi eta pasibo osoarekiko duten garrantzia aztertuz:

Taula 13: Ondare garbi eta pasiboko partida nagusiak eta hauen balio erlatiboa.

PARTIDA	2015	2016	2017	2018
ONDARE GARBIA	%19,4	%20,4	%21,7	%22,1
PASIBO EZ-KORRONTEA	%75,3	%74,4	%73,1	%72,5
PASIBO KORRONTEA	%5,3	%5,2	%5,2	%5,4
HORNIDURA TEKNIKOAK	%68,2	%67,2	%66,4	%65,8

Iturria: norberak eginda.

Ondare garbi eta pasiboari dagokionez, kasu honetan ere bai oinarri urtean eta baita hurrengo hiru urteetan ere antzeko egitura mantendu da, pisu handiena pasibo ez korronteak izanik, ondare garbi eta pasibo osoarekiko ia %75arekin. Aipatzekoa da honen barnean, partida nagusia hornidura teknikoena dela, ia %70arekin.

Enpresaren tamaina azken urtean %2an handitu da eta hori hainbat aldaketen ondorioa izan da. Hau, bereziki ondare garbiaren hazkundearengatik izan da, azken urtean %4,1ean handitu baita. Era berean, pisu handia duten hornikuntza teknikoek

ere %1,8an handitu dira, eta zorrak handitu diren arren fondo propioak proportzio handiagoan handitu dira.

Beraz, egoera balantzeari dagokionez esan dezakegu azken urteetako datuak oso antzekoak direla eta aldaketa txiki batzuk egon diren arren taldea nahiko egonkor mantendu dela. Bereziki aktiboaren pisu handiena epe luzeko finantza inbertsioek dutelarik eta ondare garbi eta pasiboan,aldiz, hornikuntza teknikoek.

## 5.2 Galdu- irabazien analisia:

Taula 14: Galdu- irabaziak (milioi eurotan).

<b>GALDU-IRABAZIAK</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Negozio zifraren zenbateko garbia	3825,4	4212,7	4225	4311,4
<i>Hazkundera</i>		<i>%10,1</i>	<i>%0,3</i>	<i>%2,05</i>
Ustiapeneko bestelako sarrerak	273,9	303,5	299,3	332,4
<i>Hazkundera</i>		<i>%10,8</i>	<i>-%1,4</i>	<i>%11</i>
Pertsonal gastuak	-0,7	-1,5	-2,4	-1,5
Ustiapeneko bestelako gastuak	-3652,5	-4046,9	-3990,4	-4085,2
Bestelako emaitzak	-29,3	-37,6	-63,7	-51,9
<b>USTIAPENeko EMAITZA</b>	<b>416,8</b>	<b>430,2</b>	<b>467,8</b>	<b>505,2</b>
<i>Hazkundera</i>		<i>%3,2</i>	<i>%8,7</i>	<i>%8</i>
Sarrera finantzarioak	13,8	18,8	26,4	25,8
Gastu finantzarioak	-15,2	-16,2	-18,8	-8,2
<b>EMAITZA FINANTZARIOA</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>7,6</b>	<b>17,6</b>
<i>Hazkundera</i>		<i>%285</i>	<i>%292</i>	<i>%231</i>
<b>ZERGA AURREKO EMAITZA</b>	<b>415,4</b>	<b>432,8</b>	<b>475,4</b>	<b>522,8</b>
Mozkinen gaineko zerga	-119,3	-108,3	-118,1	-136,4
<i>Hazkundera ZAE</i>		<i>%4,2</i>	<i>%9,8</i>	<i>%10</i>
<i>Hazkundera MGZ</i>		<i>-%9,2</i>	<i>%9</i>	<i>%15,5</i>
<b>EKITALDIKO EMAITZA</b>	<b>296,1</b>	<b>324,5</b>	<b>357,3</b>	<b>386,4</b>
<i>Hazkundera</i>		<i>%9,6</i>	<i>%10,1</i>	<i>%8,1</i>

Iturria: Grupo Catalana Occidente, norberak moldatua.

Aurreko taulan, GCO taldeak azken lau urteetan izandako emaitzak ikusi ditzakegu. Oinarri urteari dagokionez, negozio zifraren zenbateko garbia edo beste modu batera esanda, aseguruengatik lorturiko diru sarrera garbiak nahikoak izan dira gastu guztiak estaltzeko. Horren ondorioa lorturiko ekitaldiko emaitza positiboa izan da.

Ekitaldiko emaitza hori urtez urte handitzen joan dela ikusi dezakegu eta zehazki azken urtean %8,1ean hazi da. Hori horrela izateko hainbat aldaketa eman dira. Alde batetik, negozio zifraren zenbateko garbia azken urtean %2,5ean handitu da. Bestetik,

ustiapeneko bestelako sarrerak %11 handitu dira. Hori dela eta, ustiapen emaitza azken urtean %8an handitu da.

Era berean, emaitza finantzarioa bikoiztu egin da eta hau bereziki, gastu finantzarioen murrizketagatik izan da, izan ere, sarrera finantzarioak nahiko egonkor mantendu dira.

Beraz, guzti hau kontutan izanda, ekitaldiko emaitza %8,1ean handitu da.

### 5.3 Pertsonalaren politika:

Pertsonalaren politikaren bitartez taldeko produktibitatea aztertuko dugu, enpresa osatzen duten langileak eta emaitzak alderatuz. Ondorengo ratioa erabiliko dugu:

$$\frac{\text{Negozio zifraren zenbateko garbia}}{\text{Langile kopurua}}$$

Azken lau urteetako datuak hartuz:

Taula 15: Taldearen produktibitatearen kalkulua.

2015	2016	2017	2018
$\frac{3825,4}{6500} = 0,59$	$\frac{4212,7}{6800} = 0,62$	$\frac{4225}{7300} = 0,58$	$\frac{4311,4}{7352} = 0,59$

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018 (datuak)

Ikusten denez, langile bakoitzean inbertituriko € bakoitzeko, azken bi urteetan gutxiago saltzen duela ikusten da (%5 inguru), ratioaren emaitza txikitu egin delako. Hala ere, pertsonalaren politika egokia den ala ez ziurtasunez esateko ratio gehiago aztertu beharko lirateke, beste hainbat datu barneratuz.

### 5.4 Politika fiskala:

Ondorengo ratioaren bitartez aztertuko dugu:

$$\frac{\text{Mozkinen gaineko zerga}}{\text{Zerga aurreko emaitza}}$$

Taula 16: Politika fiskalaren estimazioa.

2015	2016	2017	2018
$\frac{119,3}{415,4} = \%28$	$\frac{108,3}{432,8} = \%25$	$\frac{118,2}{475,5} = \%24,8$	$\frac{136,4}{522,8} = \%26,1$

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018 (datuak)

Politika fiskalak zerga aurreko emaitzetik zein portzentai dagokion mozkinen gaineko zergari adieraziko digu. Kasu honetan, azken hiru urteetan oso antzekoa izan dela

ikusten dugu, %25 inguru. Era berean, 2015 urtean apur bat handiagoa izan zen. Alde batetik, zerga aurreko emaitza urtez urte handitzen joan dela ikusten dugu, hori dela eta, ratioaren txikitzea. Azken urtean, bai mozkinen gaineko zerga eta baita zerga aurreko emaitza handitu egin dira (%15,5 eta %10 hurrenez hurren). Beraz, politika fiskalak eragin handia ez duela esan dezakegu.

## 5.5 Errentagarritasun ekonomikoa:

Errentagarritasun ekonomikoa ustiapenaren eraginkortasun neurria da, finantza iturrien eragina kenduz. Era berean, enpresaren emaitza eta hau lortzeko erabiltzen diren baliabideen arteko erlazioa adierazten du. Ratioa ondorengo eran kalkulatu da:

$$\text{Errentagarritasun ekonomikoaren ratioa (ROI)} = \frac{\text{Emaitza}}{\text{Aktiboa}}$$

Lehenik eta behin politika fiskalaren eragina aztertu behar da, nabarmena den ala ez ikusteko. Aurretik aztertu dugunez, azken lau urteetan politika fiskalaren emaitza oso antzekoa izan da, hortaz, bere eragina ez da oso handia. Hori dela eta, interes aurreko emaitza ondorengo eran kalkulatu dugu:

$$\text{IAZAM} = \text{Emaitza} + \text{Gastu finantzarioak}$$

Taula 17: Interes aurreko emaitzaren kalkulua.

2015	2016	2017	2018
<b>IAZAM=296,1+15,2=311,3</b>	<b>IAZAM=324,5+16,2=340,7</b>	<b>IAZAM=357,3+18,8=376,1</b>	<b>IAZAM=386,4+8,2=394,6</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018 (datuak)

Ondoren ratioa kalkulatu dugu:

$$\text{ROI} = \frac{\text{IAZAM}}{A} = \text{Marjina} \times \text{Errotazioa} = \frac{\text{IAZAM}}{\text{SALMENTAK}} \times \frac{\text{SALMENTAK}}{A}$$

Ondorengo taulan formulako elementu guztiak ditugu:

Taula 18: ROI kalkulua.

2015	2016	2017	2018
<b>Marjina = %8,14</b>	<b>Marjina = %8,09</b>	<b>Marjina = %8,9</b>	<b>Marjina = %9,2</b>
<b>Errotazioa = 0,29</b>	<b>Errotazioa = 0,3</b>	<b>Errotazioa = 0,3</b>	<b>Errotazioa = 0,3</b>
<b>ROI = %2,34</b>	<b>ROI = %2,45</b>	<b>ROI = %2,65</b>	<b>ROI = %2,72</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidente 2018 (datuak)

Oinarri urteari begiratzen badiogu, aktiboan inbertituriko 100 moneta unitate bakoitzagatik 2,34 moneta unitate irabazten dira. Nahiz eta marjina 8,14koa izan, aktiboak soilik 0,29 aldiz saltzen denez, errentagarritasun ekonomikoa %2,34koa da. Ondorioz, errotazioak eragin nabarmena izan duela esan dezakegu.

Errentagarritasun ekonomikoak izandako bilakaera aztertzen badugu, hurrengo hiru urteetan hazi egin dela ikusi dugu. Nahiz eta errotazioa azken lau urteetan antzeko mantendu den azken urtean errentagarritasun ekonomikoa handitu egin da, zehazki %2,6an. Hazkunde hau marjinaren hazkuntzagatik izan da, errotazioa antzeko mantendu baita.

Marjina zergatik handitu den ulertu ahal izateko, hainbat faktore hartu behar ditugu kontutan. Alde batetik, interes aurreko emaitza edo BAI ia %5ean handitu egin dela ikusi dugu, emaitza handitu egin baita. Era berean, salmenta kopurua ere azken urtean handitu dela ikusi dugu baina proportzio txikiagoan. Hori dela eta, marjinak gora egin du.

## 5.6 Errotazio Fondoak:

Errotazio fondoaren bitartez, epe laburreko inbertsioak finantzatzeko erabiltzen den epe luzeko kapital zatia zein den jakingo dugu. Ondorengo formularen bitartez kalkulatu daiteke:

$$\text{Errotazio fondoa} = \text{Aktibo korrontea} - \text{Pasibo korrontea}$$

Taula 19: Errotazio fondoaren emaitza

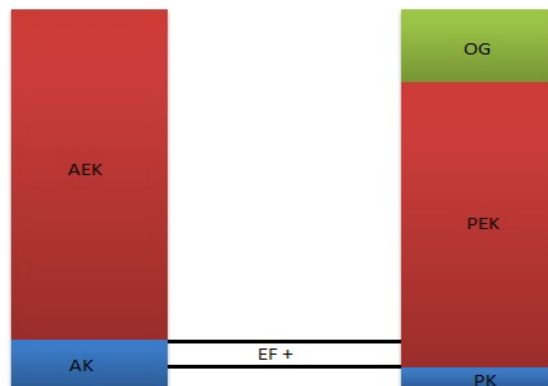
2015	2016	2017	2018
<b>969,1</b>	<b>1383</b>	<b>1570,7</b>	<b>1433,2</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidenteren balantzeak.

Ikusten dugunez, azken lau urteetan errotazio fondoa positiboa izan da eta honek pasibo korrontek finantzatzen ez duen aktibo korrontearen zatia adieraziko dugu. Ondorioz, epe luzeko kapital zatiarekin epe luzeko inbertsio guztiak eta epe laburreko inbertsioen zati bat estaltzen dela esan dezakegu. Honek, kostu ekonomikoa suposatu dezake, izan ere, epe luzean finantza iturriak garestiagoak izan daitezke.

Ondorengo grafikoan 2015 urteko egoera adierazten digu eta ondorengo hiru urteetan oso egoera antzekoa eman da. Ikusten denez, aktibo korrontek pasibo korrontea estaltzeaz gain, pasibo ez korrontearen zati bat ere estaltzen du.

Grafiko 5: Errotazio fondoaren egoera 2015 urtean.



Iturria: norberak eginda

## 5.7 Kaudimena:

Kaudimena zor edo betebeharrak finantzarioak epemugan aurre egiteko gaitasuna adierazten digu, inongo aldaketarik egin gabe. Kaudimena kalkulatzeko orduan, sektore edo enpresa motaren arabera ezberdina izango da eta kasu berezietako bat gure enpresaren kasua da. Izan ere, aseguru enpresek alderantzizko produkzio zikloa dute, ekonomistek azaltzen duten bezala.

Alderantzizko produkzio zikloak, produkzio ziklo arruntak ez bezala, lehendabizi prezioa ezartzen du eta ondoren izango ditu gastuak. Ondorioz, bezeroak prima ordaintzen du eta honela aseguruak etorkizunean dirua izango duela bermatzen du. Berme edo ziurtasun hori izango da kaudimena.

Beraz, aseguru enpresen kaudimena hainbat faktoreen menpe dago (prestazioen ordainketa, probisioak, ezbeharrak ...). Hori dela eta, 2016 urtean lege berri bat indarrean sartu zen, Solvencia II <sup>1</sup>izenekoa. Honek aseguru etxeei kaudimen marjin bat sortzea behartzen die. Hori dela eta, kaudimen balio altuekin aurkituko gara. Guzti hau kontutan izanda, gure taldearen epe laburreko eta epe luzeko kaudimena aztertuko ditugu:

### EPE LABURREKO KAUDIMENA

Enpresa batek kaudimena duela esaten dugu bere zorrei aurre egiteko nahiko aktibo dituenean. Epe laburreko kaudimena aztertzeko hiru ratio erabiliko ditugu.

<sup>1</sup> Solvencia II: Uztailaren 14ko 20/2015 Legean aseguru- eta berraseguru- entitateen antolamendu, gainbegiraketa eta kaudimena zehazten da, aseguru enpresen ondareak neurtuz eta autoritateek kualifikatuz eta gainbegiratuz.

Taula 20: Epe laburreko kaudimeneko ratioen kalkulua.

	2015	2016	2017	2018
<b><i>Epe laburreko kaudimena</i></b>				
<b><i><u>Aktibo korrontea</u></i></b>	2,3	2,9	3,1	2,8
<b><i><u>Pasibo korrontea</u></i></b>				
<b><i>Likidezia ratioa</i></b>				
<b><i><u>Bihurgarri ziurra + Eskudirua</u></i></b>	1,5	2,08	2,3	2,2
<b><i><u>Pasibo korrontea</u></i></b>				
<b><i>Erabilgarritasun ratioa</i></b>				
<b><i><u>Eskudirua eta beste akt likidoak</u></i></b>	0,87	1,4	1,6	1,5
<b><i><u>Pasibo korrontea</u></i></b>				

Iturria: Balantzeko datuekin norberak eginda.

Hasteko, epe laburreko kaudimen ratioak epe laburreko zorraren moneta unitate bakoitzeko, hauei aurre egiteko dauden epe laburreko ondasun eta eskubideak dira. Kasu honetan azken lau urtetan ratioa 1 baino handiagoa izan da eta gainera urtez urte handitzen joan da. Ondorioz, enpresa epe laburrean kaudimendua dela esan dezakegu, izan ere, epe laburreko zorrak baino epe laburreko ondasun eta eskubide gehiago ditu. Hori dela eta, enpresak ez du arazorik izango epe laburreko zorrei aurre egiteko.

Likidezia ratioari dagokionez, epe laburreko zorren moneta unitate bakoitzeko, diruzaintzan berehala bihurtu daitezkeen ondasun eta eskubideak adieraziko dizkigu. Kasu honetan, azken lau urteetan likideziaren balioa 1,5-2 inguruan kokatzen da. Balio optimoa 0,8 den arren, balio altuak izatearen arrazoi nagusia lehen aipaturiko alderantzizko produkzio zikloa litzateke. Izan ere, enpresak lehendabizi dirua jasotzen du eta ondoren izango ditu gastuak.

Azkenik, berehalako likidezia edo erabilgarritasun ratioak epe laburreko moneta unitate bakoitzeko erabilgarri dituen moneta unitateak adieraziko dizkigu. Kasu honetan, azken lau urtetako balioa 1 inguruan kokatzen da, urtez urte handitzen joan delarik. Beraz, badu nahiko ondasun eta eskubide bere zor moneta unitate bakoitzari aurre egiteko.



## EPE LUZEKO KAUDIMENA

Epe luzeko kaudimenari dagokionez, bi ratio aztertuko ditugu:

Taula 21: Epe luzeko kaudimeneko ratioen kalkulua.

	2015	2016	2017	2018
<b><i>Kaudimen totala</i></b>				
<b><i><u>Aktiboa</u></i></b>	1,24	1,25	1,27	1,28
<b><i><u>Pasiboa</u></i></b>				
<b><i>Zorpetze ratioa</i></b>				
<b><i><u>Pasiboa</u></i></b>	0,8	0,8	0,7	0,8
<b><i><u>OG + Pasiboa</u></i></b>				

Iturria: Balantzeko datuekin norberak eginda.

Kaudimen totalaren ratioa azken lau urteetan 1 baino handiagoa izan da eta honek, enpresa kaudimendua dela adierazten digu. Izan ere, enpresak dituen ondasun eta eskubideak zorrak baino gehiago dira.

Bestetik, zorpetze ratioak zorrak zein portzentai duten enpresaren finantza iturriekiko adierazten digu. Kasu honetan, zorpetze maila nahiko altua du, %80 ingurukoa. Hau, aseguru enpresek dituzten hornidura teknikoen ondorioz ematen da. Izan ere, partida honek pasiboaren %70 inguru osatzen du eta hau beharrezkoa da aseguru enpresentzat. Hornidura teknikoen bitartez beren diru sarrerak aldizkatzen dituzte, ondoren izan ditzaketen gastuak estaldu ahal izateko.

Laburbilduz, GCO taldea bai epe laburrean eta bai epe luzean kaudimendua dela esan dezakegu, nahiko ondasun eta eskubide dituelako bere zorrei erantzuteko.

### 5.8 Errentagarritasun finantzarioa:

Errentagarritasun finantzarioak mozkinak eta hauek eskuratzeko inbertituriko baliabide propioen arteko erlazioa adierazten digu.

Errentagarritasun ekonomikoak ez bezala, errentagarritasun finantzarioaren kasuan mozkinak lortzeko enpresaren baliabide propioak hartzen ditu kontutan. Aldiz, errentagarritasun ekonomikoan aktibo guztiak hartzen dira kontutan.

Taula 22: Errentagarritasun finantzarioarentzako kalkuluak.

(mila €)	2015	2016	2017	2018
Zerga- tasa (t)	%28	%25	%24,8	26,1
Emaitza	296,2	324,5	357,3	386,4
Fondo propioak	1773,3	1959,2	2185,3	2424,7
Zor finantzarioa	818,9	852,3	824,4	910,7
Finantza gastuak	15,2	16,2	18,8	8,2
$r_1$	<b>%16,7</b>	<b>%16,5</b>	<b>%16,3</b>	<b>%15,9</b>
<i>Hazkundera</i>		<b>-%1,2</b>	<b>-%1,2</b>	<b>-%2,5</b>
$r_3$	%1,3	%1,4	%1,7	%0,7
$r_2$	%11,8	%11,9	%12,3	%11,8
<i>Hazkundera</i>		<b>%0,8</b>	<b>%3,4</b>	<b>-%4,1</b>
$r_2 - r_3$	%10,5	%10,5	%10,6	%11,1
Apalankamendu ratioa	%46,2	%43,5	%37,7	%37,6
Apalankamendu finantzarioa	%4,8	%4,6	%4	%4,2
<i>Hazkundera</i>		<b>-%4,2</b>	<b>-%13</b>	<b>%5</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidente (datuak), norberak eginda.

Hasteko, baliabide propioen errentagarritasuna (ROE) edo  $r_1$  kalkulatu dugu eta honek akziodunak inbertituriko moneta unitate bakoitzeko lortzen duen emaitza adieraziko digu. Azken lau urteak erreparatzen baditugu, nahiko antzeko mantendu dela esan dezakegu, hala ere, murrizketa txiki bat izan du urtez urte (azken urtean %2,5ekoa).

Baliabide propioen errentagarritasuna kalkulatzeko ere beste formula bat erabili dezakegu, ondorengoa:

$$r_1 = r_2 + (r_2 - r_3) \times \frac{\text{Zor finantzarioa}}{\text{Fondo propioak}}$$

Formula horren barnean:

- **Apalankamendu finantzarioa:**  $(r_2 - r_3) \times \frac{\text{Zor finantzarioa}}{\text{Fondo propioak}}$
- **Apalankamendu ratioa:**  $\frac{\text{Zor finantzarioa}}{\text{Fondo propioak}}$

Ondorioz,  $r_1$  zergatik txikitu den ulertzeko, alde batetik apalankamendu finantzarioa eta bestetik,  $r_2$  edo aldagai ekonomikoa aztertuko ditugu.

Alde batetik,  $r_2$  azken urtean izan ezik, urtez urte handitu egin dela esan dezakegu eta hau errentagarritasun ekonomikoarekin lotu dezakegu. Hazkuntza hau batik bat emaitzaren hazkunderagatik izan da. Ondorioz, honek ez du eragin handia izan,  $r_1$  txikitu egin delako.



Bestetik, apalankamendu finantzarioa aztertzen badugu,  $(r_2 - r_3)$  positiboa izan da eta beraz, apalankamendu finantzarioari begira zeinu positiboa izango du. Baina aldiz, apalankamendu ratioa begiratzuz gero, urtez urte txikitu egin dela ikusi dugu. Ondorioz, honek eragingo du apalankamendu finantzarioa urtez urte txikitzea. Beraz, nahiz eta  $r_2$  positiboa izan den, apalankamendu finantzarioa txikitzeak errentagarritasun finantzarioa txikitzea eragin du.

Hala ere, esan beharra dago murrizketa oso txikia izan dela, zehazki 2015 urtetik 2018ra %4,7koa. Beraz, nahiko egonkor mantendu dela esan dezakegu.

## 6. BALORAZIO METODOEN APLIKAZIOA

Aztertu dugun bezala, Kutxa fluxuen deskontuan oinarrituriko metodoa erabiliena da, izan ere, emaitza zehatz eta erreal bat lortzeko asmoz ikuspegi dinamikoa kontutan hartzen du. Beraz, enpresa etorkizunean sarrera eta irteera fluxuak sortzeko gai den inbertsio proiektu bezala aztertzen du. Nahiz eta finantza arloko enpresen balorazioa egiterako orduan zailtasun batzuk izan, metodo hau enpresaren errealitate ekonomikora egokitzen da eta burtsako merkatuko analisten metodo erabiliena da.

Hori dela eta, kutxa fluxu askearen metodoaz baliatuko gara GCO taldearen balorazioa egiteko. Metodo honek enpresaren balioztat, ezarritako epearen urteetarako estimatutako kutxa fluxu gordinen eguneratutako balioa hartzen du.

Ondorengo formularen bitartez kalkulatuko dugu:

$$EB \text{ gordina/ustiapenekoa} = \sum_1^n \frac{KFA_j}{(1+KBKH)^j} + \frac{HB_n}{(1+KBKH)^n}$$

### 6.1 Epea:

Balorazioaren epeak enpresaren Kutxa Fluxuak zehatz mehatz aurreikusi daitezkeen "n" urte jasoko ditu.

Zenbat eta gehiago urrundu orainalditik etorkizuneko aurreikuspenak fidagarritasuna galduko dute eta hortaz, GCO enpresaren balorazioa egiteko 3 urte hartuko ditugu.

### 6.2 Kapitalaren Bataz Besteko Kostu Haztatua (KBKH):

Kapitalaren batez besteko kostu haztatua (KBKH) aplikatu beharreko deskontu-tasa izango da eta epe luzeko finantzaketaren ekarpena egiten dutenek batez beste eskatzen duten errendimenduaren tasa adierazgarria da. Ondorengo eran kalkulatu da:

$$KBKH = \frac{Zorrak}{BP + Zorrak} Kd (1 - t) + \frac{Baliabide propioak}{BP + Zorrak} Ke$$

Non:

-**Ke**: baliabide propioen tasa kalkulatzeko hainbat bide daude. Alde batetik, deskontu-tasa aplikagarria bi osagaien batura izango da:

$$Eguneratze - tasa = arriskurik gabeko interes tasa + arrisku prima$$

Baina bestetik, CAPM ereduak daukagu itxarondako errentagarritasuna baldintza zehazetan ezagutu ahal izateko. Ondorengo eran kalkulatu da:

$$Ke = Rf + \beta i (Em - Rf)$$

- *R<sub>f</sub>: arriskurik gabeko aktibo baten errendimendua adierazten du (epe luzeko zor publikoa).*

GCO taldearen kasuan hori lortu ahal izateko, Espainiako 10 urteko bonuen errentagarritasuna aztertu dugu. Investing web orrialdean bilakaera aztertuz, 2018 urteko errentagarritasuna 1,4ekoa da, hurrengo taulan ikusi daitekeen bezala:

Taula 23: 10 urteko bono espainiarraren bilakaera

URTEA	BONOAREN ERRENTAGARRITASUNA
Abendua 2008	%3,8
Abendua 2009	%3,9
Abendua 2010	%5,5
Abendua 2011	%5,1
Abendua 2012	%5,3
Abendua 2013	%4,1
Abendua 2014	%1,6
Abendua 2015	%1,8
Abendua 2016	%1,4
Abendua 2017	%1,5
Abendua 2018	<b>%1,4</b>

Iturria: Investing

- *$\beta_i$ : hegazkortasun koefizientea da eta arriskua neurtzen du. Titulu baten errendimenduaren aldakortasuna merkatuko karteraren errendimenduaren aldakortasuna alderatzen ditu.*

Gure kasuan, Reuters web orrialdean GCO taldearen hegazkortasun koefizientea 0,73koa dela ikusi dugu.

- *$E_m - R_f$ : merkatuko arrisku prima da.*

Espainiar merkatuko arrisku prima %7,6ean kokatzen da, Pablo Fernandez, Vitaly Pershin eta Isabel F. Acin-ek argitaratutako datuen arabera (2018).

Taula 24: Baliabide propioen tasaren kalkulua

$R_f$	%1,4
$\beta_i$	0,69
$E_m - R_f$	%6,7
<b><math>K_e = R_f + \beta_i (E_m - R_f)</math></b>	<b>0,014+0,69*0,067=%6,02</b>

Iturria: norberak eginda

**-K<sub>d</sub>**: epe eta baldintza berdineko zorren merkatuko interes tasa zein den zehazten du.

GCO taldearen kasuan, bere zorraren kostu gordina zein izan den aztertuko dugu eta horretarako enpresak finantzatzeko erabiltzen duen interes tasa kontuan hartu

beharko da (zerga ondoren). Taldearen urteko kontuetan ateratako datuekin, ondorengo formularen bitartez kalkulatu dugu:

$$Kd (1 - t) = \%1,2$$

Izan ere, alde batetik, interes tasa %1,6koa da GCO taldeak 2018an argitaratutako urteko kontuen arabera, eta bestetik, aurretik kalkulatu dugun moduan, zerga tasa %26,1ean kokatzen da.

Emaitza txikia izatearen arrazoia, enpresak bere zorrei erantzuteko gaitasun handia duela da, eta hortaz, finantzatzeko zorraren kostua oso txikia izango da.

#### **-Baliabide propioen egitura:**

KBKH kalkulatu ahal izateko, baliabide propioen eta zorren egitura zein den aztertu beharko dugu.

Taula 25: Baliabide propioen egituraren kalkulua

	2018
<b>Besteren baliabideak</b>	910,7
<b>Baliabide propioak</b>	2424,7
<b>%Besteren baliabideak</b>	%27,3
<b>%Baliabide propioak</b>	%72,7

Iturria: norberak eginda

Behin datu guztiak lortu ditugula, Kapitalaren Batz Besteko Kostu Haztatua kalkulatu dezakegu:

$$\mathbf{KBKH} = 0,273 * 0,012 + 0,727 * 0,0602 = \mathbf{\%4,7}$$

### **6.3 Kutxa Fluxu Askeak:**

GCO taldearen aurreikuspen finantzarioak egingo ditugu, galdu irabaziko partida bakoitzak etorkizunari begira izango duen bilakaera ikusi ahal izateko. Modu honetan eta lehen esan bezala, kutxa fluxu askearen metodoa erabiliz, enpresa honen balorazioa estimatuko dugu. Ondorengoak dira aurreikuspenak:

#### ***Salmentak***

Azken urteetako salmentei erreparatzen badiegu, zehazki salmentak 2017tik 2018 urtera %2,05ean igo zirela ikusten dugu. Hala ere, azken 3 urteetan salmentek izan duten hazkundera batz beste %4,15ekoa izan da.

GCO taldearen asmoa etorkizunari begira hazten jarraitzea da. Era berean, sektorearen etorkizuneko aurreikuspenek aseguru sektorearen hazkundera emango dela diote, negozio lerro nagusienetan. Sektorearen analisisan ikusi bezala, bai osasun alorrean eta

baita etxebizitza alorrean aurreikuspen oso baikorrak daude, nahiz eta automobilen etorkizuna ez den hain ona. 2019ko lehen hiruhilekoan taldearen salmentek %5,1eko hazkundera izan dute. Beraz, aseguru sektoreak duen etorkizun baikorra ikusirik, salmentak %5ean igoko direla estimatzen dugu, azken urteetako batazbestekoa baina apur bat gehiago.

### **Kostuak**

Azken urteetako kostuen bilakaera aztertuz, nahiko egonkor mantendu direla ikusi dezakegu. Modu horretan, hurrengo urteetan salmentetikiko proportzio berean mantentzea espero da. Azken urteko sarrera eta gastuak ondorengoak izan dira:

Taula 26: Sarrera eta gastuen banaketa

	2018
Pertsonal gastuak	-1,5
Ustiapeneko bestelako gastuak	-4085,2
Ustiapeneko bestelako sarrerak	332,4
Bestelako emaitzak	-51,9
<b>Guztira</b>	<b>-3806,2</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidente, norberak moldatua

### **EBITDA**

Ustiapeneko emaitza lortu ahal izateko, enpresak izan dituen salmentak eta ustiapeneko sarrera nahiz gastuak hartzen dira kontutan. Salmentek izango duten bilakaerarekin bat eginez, ustiapeneko emaitzak hurrengo urteetan ere hazkuntza izango duela estimatzen da, proportzio berean. Gainera, aurreko urteetako emaitzak ikusirik, urtez urte hazi egin dela ikusi dezakegu.

### **Amortizazioak**

GCO taldeak etorkizunari begira izango duen amortizazio gastuan zein den jakin ahal izateko, lehenik eta behin aurreko urteetan izandakoa aztertuko dugu.

Taula 27: Ibilgetuen amortizazioa (milioi eurotan)

	2015	2016	2017	2018
<b>Ibilgetu ukigarria</b>	24,1	24,9	24,4	24,9
<b>Inbertsioak ibilgetuan</b>	6,4	8	9,3	8
<b>Ibilgetu ukiezina</b>	25,5	35,1	35,1	30
<b>Guztira</b>	<b>56</b>	<b>68</b>	<b>68,8</b>	<b>62,9</b>

Iturria: Grupo Catalana Occidente urteko kontuak

Beraz, etorkizuneko amortizazioa salmenten gain kalkulatu dugu, izan ere, salmentak igotzen diren heinean ibilgetua ere proportzio berean igoko dela estimatzen dugu.

### **Zerga- tasa**

GCO taldearen balorazioa egiteko, datozen urteetan %26ko zerga- tasa aplikatu diogu, azken urteetako zerga tasaren batzbestekoa dena.

**Taula 28: Zerga-tasaren bilakaera eta batzbestekoa**

URTEA	ZERGA-TASA
2015	%28
2016	%25
2017	%24,8
2018	%26,1
<b>Batzbestekoa</b>	<b>%26</b>

Iturria: norberak eginda

### **Aldaketak aktibo ez korrontean**

Enpresak egindako inbertsioak salmenten %2 ingurukoak izan dira azken urtean. Inbertsioak salmenten proportzio berean handituko direla suposatzen badugu, hurrengo hiru urteetan ere aktibo ez korronteko inbertsioak %2an haziko direla estimatzen dugu.

### **Aldaketak errotazio fondoan**

Azterketa ekonomiko finantzarioan ikusi dugun bezala, azken lau urteetan errotazio fondo positiboa izan du eta urtez urte handiagoa gainera 2018an izan ezik. Hurrengo urteetarako aurreikuspenak ere errotazio fondoa positiboa izango dela diote, beraz, hazkundera egongo da errotazio fondoan.

**Taula 29: Errotazio fondoaren aldaketaren kalkulua**

	2017	2018	2019	2020	2021
EF	1570,7	1433,2	1504,9	1580,1	1659,1
Aldaketa EF	187,7	-137,5	71,8	75,2	79

Iturria: norberak eginda

Salmentek aurreikuspenek %5eko hazkundera izango duten bezala ere, errotazio fondoak %5eko hazkundera izango du, eta beraz, errotazio fondoaren aldaketak positiboak izango dira datozen 3 urteetan.

Aurreikuspen guztiak egin ostean, urtez urteko kutxa fluxu askeak kalkulatu ditzakegu, ondorengo taulan azaltzen den bezala.



Taula 30: Kutxa- fluxuen estimazioak (milioi eurotan)

	2018	2019e	2020e	2021e
Ustiapeneko sarrerak	4311,4	4527	4753,3	4991
<i>Hazkundera %</i>		<i>5%</i>	<i>5%</i>	<i>5%</i>
Kostuak	3806,2	3996	4196,4	4406
<b>EBITDA</b>	505,2	530,5	556,9	584,8
Amortizazioak	-62,9 %1,5	-66,1 %1,5	-69,4 %1,5	-72,8 %1,5
<b>EBIT</b>	442,3	464,4	487,5	512
Zergak	115	120,7	126,8	133,1
<b>IAZOM</b>	327,3	343,7	360,8	378,9
Amortizazioak	62,9	66,1	69,4	72,8
<b>Ustiapeneko KF gordina</b>	390,2	409,8	430,2	451,7
Inbertsioak Akt ez korr	87,9	92,4	96,9	101,8
Inbertsioak EF-an	-137,5	71,8	75,2	79
<b>KUTXA FLUXU ASKEA</b>	<b>439,8</b>	<b>245,6</b>	<b>258,1</b>	<b>270,9</b>

Iturria: norberak eginda

## 6.4 Hondar Balioa:

Hondar balioak enpresak aurreikusitako azken urtetik aurrera izango dituen kutxa fluxuak zeintzuk diren laburtuko digu, guk proiektatutako urteen amaieran enpresak errendimenduak sortzen jarraituko duelako. Beraz, enpresak bizitza mugagabea izango duela kontsideratu behar dugu.

Hondar-balioa kalkulatu ahal izateko ondorengo formula erabiliko dugu:

$$\text{Hondar - balioa (HB)} = \frac{\text{Kutxa - fluxua (urtea}_n\text{)} \times (1 + g)}{i - g}$$

Non:

*n*: balorazio epearen urte kopurua

*i*: eguneratze- tasa

*g*: *n* urteko kutxa fluxuaren hazkunde tasa

Beraz, aurreko formulatan ikusten den bezala, hondar-balioa kalkulatzeko hazkunde tasa konstantea edo  $g$  hartuko dugu azken urtetik aurrera. Hau arrazoi askorengatik izan daiteke, inflazioa esaterako. Gure kasuan, hazkunde tasa konstantea %1ean kokatuko dugu.

## 6.5 Balioaren estimazioa:

Behin elementu guztiak kalkulatu ditugula, enpresaren balioa estimatuko dugu, ondorengo formularekin:

$$EB \text{ gordina/ustiapenekoa} = \sum_1^n \frac{KFA_j}{(1+KBKH)^j} + \frac{HB_n}{(1+KBKH)^n} = \frac{245,6}{(1+0,047)^1} + \frac{258,1}{(1+0,047)^2} + \frac{270,9}{(1+0,047)^3} + \frac{270,9*(1+0,01)}{(1+0,047)^3} - \frac{0,047-0,01}{(1+0,047)^3} = \mathbf{7.148,5 \text{ milioi } \text{€}}$$

Hala ere, enpresaren balio osoa eta garbia lortu ahal izateko, zorren zuzendutako balioa kendu edota ez-ohiko aktiboen zuzendutako balioa gehitu beharko zaio, ondorengo formulak adierazten duen bezala:

$$EB \frac{\text{garbia}}{\text{osoa}} = EB \frac{\text{gordina}}{\text{ustiapenekoa}} - E/\text{luzeko zorrak} (\text{Kontabilitate balioan}) + \text{Ez-ohiko aktiboen Zuzendutako balioa} = 6.147,3 - 781,8 = \mathbf{6.366,7 \text{ milioi } \text{€}}$$

### Akzioko balioa

Era berean, taldearen akzioko balioa ere estimatu dezakegu. Hori kalkulatu ahal izateko, aurretik estimatu dugun enpresaren balioa akzio kopuruarekin zatituko dugu. Kasu honetan, taldearen akzio kopurua 120.000.000 akzio dira, bere urteko kontuetan adierazten den bezala.

$$EB \text{ akzioko} = \frac{6.366,7}{120} = 53,06\text{€}/\text{akzioko}$$

Hala ere, GCO talde bat denez, akzioari interes minoritarioen balioa kendu behar diogu, izan ere, ondarearen zati hau ezin diezaiokegu sozietate nagusiari egotzi. Kasu honetan, interes minoritarioek ondarearen %10,6a osatzen dute. Beraz, akzioko balioa **47,44€/akzioko** izango da.

## 6.6 Sentikortasun analisia:

Sentikortasun analisia egiten badugu, balio tarte bat estimatu ahal izango dugu. Izan ere, aurretik kalkulatu dugun moduan, balio bakar bat estimatu dugu. Modu honetan, KBKH eta  $g$  edo hazkunde tasa konstantea aldatuz gero lortuko genituzkeen balio desberdinak kalkulatu dira.

Aurretik aipatu bezala, talde bat aztertzen ari garenez interes minoritarioen balioa kenduko diogu, ondarearen %10,6a dena. Beraz, GCO taldearen balioa 3.305,7 eta

14.799,5 milioi euro artean dagoela esan genezake, zehazki 5.691,8 milioi euro balio duela estimatu dugularik. Era berean, akzioko balio hortaz 27,5 eta 123,3 artean egongo da.

Hurrengo taulan ikusten den bezala, g eta KBKH parametroek asko aldatzen dute enpresaren balioa. Izan ere, hazkunde tasa konstante txikiena eta KBKH handiena hartuz gero, enpresaren balioa 3.305,7 milioi eurokoa da eta aldiz, egoera baikorrenean hazkunde tasa handiena eta KBKH txikiena hartuz gero, 14.799,5 milioi eurokoa izango da.

Taula 31: Sentikortasun analisiaren kalkulua

		g				
		0%	0,50%	1%	1,50%	2%
	3,5%	6187,6	7264,1	8771,2	11031,8	14799,5
	4,0%	5322,9	6122,6	7188,7	8684,4	10920,3
	4,5%	4650,4	5266,4	6058,4	7114,4	8592,8
KBKH	4,70%	4421,5	4981,1	5691,8	6624,8	7903,2
	5,0%	4112,5	4600,6	5210,7	5995,2	7041,2
	5,5%	3672,4	4068,0	4551,5	5155,8	5932,9
	6,0%	3305,7	3631,4	4024,1	4503,0	5101,7

Iturria: norberak eginda

Hala ere, GCO taldearen gaur egungo burtsako balioari erreparatzen badiogu (*Reuters* bitartez), enpresaren balioa 4.033,20 milioi eurotan kokatzen dela ikusi dezakegu. Akzioko balioaren kasuan, 2018 urtean akzioa bere maximora heldu zela ikusi dugu, 39,2€/akzioko zehazki. Honekin ondorioztatu dezakegu guk egindako sentikortasun analisiaren minimo eta maximoaren artean dagoela, baina era berean, guk baikorregi estimatu dugula. Hala ere, balio hori ez dago hain urrun guk estimatu dugun baliotik.

## 6.7 PER:

Era berean, biderkatzailean oinarrituriko metodoak erabiliz antzeko enpresen artean konparazioak egin ahal izango ditugu. Alderaketa hori egiteko erabiltzen diren biderkatzaile nagusien artean PER aurkitzen da. PER edo Price Earnings Ratio mozkinetan edo errendimenduetan oinarrituriko ratio bat da eta ratorik erabiliena da.

Modu honetan, PER-aren bitartez ez dugu enpresaren balorazioa egiten, baizik eta aurretik lortu ditugun balioak sektoreko beste enpresekin alderatzen ditugu, balio hori sektorearen gainetik ala azpitik dagoen ikusi ahal izateko.

Ratio honek enpresa baten merkatuko prezioa berak sorturiko mozkinekin erlazionatzen du eta ondorengo eran kalkulatu dezakegu:

$$PER = \frac{\text{Burtsa kapitalizazioa edo merkatuko balioa}}{IOZOM}$$

GCO taldearen kasuan honela kalkulatu genuke:

$$PER = \frac{5691,8}{386,4} = 14,7$$

Likideziaren irizpideari jarraitzen badiogu, akziodun batek bere inbertsioa berreskuratzeko behar dituen urte kopurua adieraziko digu ratio honek, mozkinak dibidendu bezala banatuko balira. Beraz, kasu honetan 14,7 urte beharko lirateke.

Irizpide ekonomikoari dagokionez, enpresak duen PER ratioak merkatuko balioak bere mozkinak zenbat aldiz baneratzten duen adieraziko digu. Kasu honetan, 14,7 aldiz.

Lehen esan bezala, PER ratioa enpresa baliokideekin alderatzeko balio du eta beraz, sektoreko PER erlatiboa kalkulatzeko komeni da, ondorengo formularen bidez:

$$\text{Sektorearekiko PER erlatiboa} = \frac{\text{PER enpresa}}{\text{PER sektorearen batzbestekoa}} = \frac{14,7}{11,75} = \mathbf{1,25}$$

Ikusten denez, enpresaren PER sektoreko PER baino handiagoa da eta beraz, sektorearekiko enpresak primarekin kotizatzen duela esan nahi du. Ondorioz, etorkizunari begira, batz bestekoak baino hazkunde sendoagoa izango duela estimatu dezakegu.

## 7. ONDORIOAK

GCO taldearen balioaren estimazioa burutu ahal izateko, Kutxa Fluxu Askearen metodoaz eta baita biderkatzailearen metodoaz, zehazki PER ratioaz, baliatu naiz. Guzti honekin, enpresaren balioa 5.691,8 milioi €-tan kokatzen da eta PER kalkuluen bidez lorturiko ratioaren balioa 14,7-koa da.

Lehenik eta behin, bere plan estrategikoa aztertuz eta bere 3 oinarriak ikusirik (hazkundera, errentagarritasuna eta kaudimena), taldeak hazten jarraitu nahi duela eta egoera berrietara egokitu nahi duela ondorioztatu dezakegu. Gainera, berrikuntzaren aldeko apustua egiten ari da, eraldaketa teknologikoetara moldatzeko.

Aseguru sektoreari dagokionez, etorkizunari begira aukera berriak irekitzen zaizkio bai etxebizitzaren merkatua eta baita populazioaren hazkundera, nahiz eta automobilaren etorkizuna ez den hain baikorra.

Azterketa ekonomiko-finantzarioa egin ostean, bere balantzeko egitura azken urteetan antzeko mantendu dela ondorioztatu dezakegu, eta gainera, enpresaren tamaina azken urtean %2 hazi dela. Gainera, ekitaldiko emaitza azken urtean ere %8,1ean handitu da eta hau batez ere bere salmenten hazkundera izan da. Errentagarritasun ekonomiko nahiz finantzarioa positiboak ditu eta baita errotazio fondoa ere, urtez urte handitzen joan dena. Ondorioz, enpresa kaudimendua dela ikusi dugu.

GCO taldea aseguru enpresa bat izanik, hainbat zailtasun izan ditut lanean zehar. Izan ere, sektore honen barneko enpresek berezitasunak eta enpresa hauen funtzionamendua ulertzea funtsezkoa izan da bere urteko kontuak eta aztertutako ratioak ulertu ahal izateko.

Nire iritziz, GCO taldean inbertitzea aholkatuko nuke. Azken urteetan izandako bilakaera positiboak eta etorkizunera begira bai barne faktoreek eta baita kanpoko eragileek, hala nola, populazioaren zaharkitzeak, aukera berriak ekarriko dizkiolako bai sektoreari eta baita enpresari ere. Gainera, tendentzia teknologikoetara egokitzeko pausua ematen ari da eta horrek ere hazteko eta merkatuan garrantzia izaten jarraitzeko nahia erakusten du.

## 8. BIBLIOGRAFIA

Casanovas, M.; Santandreu, P. (2011): *Guía práctica para la valoración de empresas*. Profit Editorial, Barcelona.

Deloitte. (2016). *European Motor Insurance Study*. Iturria:

[https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/be/Documents/finance/European-Motor-Insurance-Study\\_2nd-edition\\_November-2016.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/be/Documents/finance/European-Motor-Insurance-Study_2nd-edition_November-2016.pdf)

El economista. (2015). *La Ley de Solvencia en las aseguradoras*. Iturria:

<https://www.eleconomista.es/opinion-blogs/noticias/6892467/07/15/La-Ley-de-Solvencia-de-las-aseguradoras.html>

Fernández, P. (2005): *Valoración de empresas: Cómo medir y gestionar la creación de valor*. Tercera edición. Ediciones Gestión 2000. Madrid

Fernández, P. , Pershin, V. , Acin, I. (2018). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 Countries in 2018*. Iturria:

<http://bestappraiser.com.ua/wp-content/uploads/2018/07/Market-Risk-Premium-and-Risk-Free-Rate-used-for-59-countries-in-2018-a-survey.pdf>

Finantza ekonomia II saila - EHU/UPV. (2016-2017). Enpresen balorazioa. Donostiako Enpresa eta Zientzien Fakultatea.

Grupo Catalana Occidente (2018). *Acción*. Eskuratze-data: 2018. Iturria: Grupo Catalana Occidente webgunea:

<https://www.grupocatalanaoccidente.com/es-ES/accionistas-e-inversores/general-information/accion.aspx>

Grupo Catalana Occidente (2018). *Historia*. Eskuratze-data: 2018. Iturria: Grupo Catalana Occidente webgunea:

<https://www.grupocatalanaoccidente.com/es-ES.aspx#historia>

Grupo Catalana Occidente (2018). *Grupo Catalana Occidente. 2015,2016,2017 eta 2018ko Urteko Kontuak*. Eskuratze-data: 2018. Iturria: Grupo Catalana Occidente webgunea:

<https://www.grupocatalanaoccidente.com/es-ES/accionistas-e-inversores/informacion-economica>

Guild, S. E. (1931). *Stock Growth and Discount Tables*. Boston financial publishing Co.

ICEA. (2018). Investigación Cooperativa de Entidades Aseguradoras. Evolución del Mercado Asegurador: Avance Estadística. Iturria:

<https://www.icea.es/es-ES/noticias/Noticias/Noticias0119/Dia-23/evolucion.aspx>

ICEA. (2018). Investigación Cooperativa de Entidades Aseguradoras. Ranking total seguro directo. Iturria:

[https://www.icea.es/es-es/informaciondelseguro/paginas/visor.aspx?url=%2fes-es%2finformaciondelseguro%2falmacenedatos%2fevolucion+del+sector%2f2018%2ft18%2frk\\_total\\_sologrup\\_12m18.xls&IdCategoria=16](https://www.icea.es/es-es/informaciondelseguro/paginas/visor.aspx?url=%2fes-es%2finformaciondelseguro%2falmacenedatos%2fevolucion+del+sector%2f2018%2ft18%2frk_total_sologrup_12m18.xls&IdCategoria=16)

INE. (2018). Instituto Nacional de Estadísticas. *Proyecciones de hogares 2018*. Iturria:

[https://www.ine.es/prensa/ph\\_2018\\_2033.pdf](https://www.ine.es/prensa/ph_2018_2033.pdf)

INE. (2019). Instituto Nacional de Estadísticas. *Pib 2019*. Iturria:

[https://www.ine.es/prensa/pib\\_prensa.htm](https://www.ine.es/prensa/pib_prensa.htm)

INE. (2018). Instituto Nacional de Estadísticas. *Proyecciones de población 2018*. Iturria:

[https://www.ine.es/prensa/pp\\_2018\\_2068.pdf](https://www.ine.es/prensa/pp_2018_2068.pdf)

Investing. (2018). *Rentabilidad del bono de España 10 años*. Iturria:

<https://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield-historical-data>

Reuters. (2018). Iturria:

<https://www.reuters.com/finance/stocks/overview/GCO.MC>

Revello de Toro Cabello, J.M. (2012): *La valoración de los negocios una guía teórica y práctica para valorar empresas*. Delta.

PwC España (2018). *Las cinco dimensiones que transformarán el sector de Automoción*. Iturria:

<https://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas-prensa/2018/2030-europa-ochenta-millones-menos-coches.html>