

2022/2023 Ikasturtea

GRADU AMAIERAKO LANA

**ENPRESA BATEN BALIOESPENA:
GRUPO AZKOYEN**

EKONOMIA ETA ENPRESA FAKULTATEA
(GIPUZKOAKO ATALA)

Ikaslea: Katerin Artola Telleria

Zuzendaria: Aitziber Lertxundi Lertxundi

AURKIBIDEA:

1.	Sarrera	5	
2.	Azkoyen enpresa taldearen aurkezpena	7	
	2.1.	Bilakaera Historikoa	7
	2.2.	Azkoyenen negozio-ereduak	11
	2.3.	Azkoyen taldea osatzen duten filialak	14
	2.4.	Enpresaren burtsa informazioa	17
3.	Sektorearen analisia	21	
	3.1.	Vending-aren sektorea	
	3.1.0.	Bilakaera historikoa	21
	3.1.1.	Gertaera garrantzitsuak eta gaur egungo egoera	22
	3.1.2.	Sektoreko enpresa garrantzitsuak	23
	3.1.3.	Etorkizuneko erronkak	26
	3.2.	Ordainketa bide elektronikoen sektorea	27
	3.2.0.	Ordainketa bide elektronikoen bilakaera	27
	3.2.1.	Sektoreko enpresa garrantzitsuak	29
	3.2.2.	Ordainketa bide elektronikoen etorkizuna	31
4.	AMIA analisia	35	
5.	Enpresaren analisi ekonomiko-finantzarioa	39	
	5.1.	Balantzearen analisia	39
	5.2.	Galdu irabaziaren analisia	43
	5.3.	Errentagarritasun ekonomikoa	46
	5.4.	Errotazio fondoa	48
	5.5.	Kaudimena	49
	5.6.	Errentagarritasun finantzarioa	53
6.	Balorazio metodoen aplikazioa	57	
	6.1.	Balorazio metodo ezberdinen azalpen laburra	57
	6.2.	Kutxa fluxu askearen metodoaren aplikazioa	58
	6.3.	Sentikortasun analisia	73
	6.4.	Biderkatzaileen metodoa, PER ratioa	75
7.	Ondorioak	79	
8.	Bibliografia	81	

IRUDI, GRAFIKO ETA TAULEN AURKIBIDEA

Irudien aurkibidea:

Irudia 1: Azkoyenen negozio-ereduak

Irudia 2: Azkoyen Taldearen filialak

Irudia 3: Evoca Group-en logotipoa

Irudia 4: Quality Espressoaren logotipoa

Irudia 5: Jofemarren logotipoa

Irudia 6: Madrid Fast Machineren logotipoa

Irudia 7: GM Vendingen logotipoa

Irudia 8: Rheavendor Aplivenen logotipoa

Irudia 9: Errotazio fondoaren azalpen eskematikoa

Grafikoen aurkibidea:

Grafikoa 1: 2021 eta 2022 urteko salmentak negozio-ereduka

Grafikoa 2 Negozio-eredu bakoitzeko salmenten aldakuntza (2021-2022)

Grafikoa 3: Salmenten portzentaia negozio-ereduka

Grafikoa 4: Grupo Azkoyenen balioaren bilakaera 2003ko uztailetik 2023ko urtarrilera (€/akzio)

Grafikoa 5: Azkoyenen kapitalizazioa, akzio kopurua, bolumena eta efektiboa azken 5 urteetan

Grafikoa 6: Vending sektorearen eboluzioa fakturazioan Espainian

Grafikoa 7: Visa eta Mastercarden txartelak zirkulazioan milioika 2022. urtean

Grafikoa 8: Visa eta Mastercardek bitartekatutako bolumenak 2022. urtean (bilioi dolarretan)

Grafikoa 9: Sektoreko enpresa garrantzisuen transkazio bolumenaren eboluzioa (bilioi/€)

Grafikoa 10: Bitcoin bidezko transferentzien zenbatekoen bilakaera

Grafikoa 11: Ordainketa bide elektronikoen hazkundea etorkizunean

Grafikoa 12: Eskudirurik gabeko transakzioen etorkizuna per capita

Grafikoa 13: Epe laburreko kaudimenaren ratioen eboluzioa

Grafikoa 14: Epe luzeko kaudimenaren ratioen eboluzioa

Grafikoa 15: Errentagarritasun finantzarioaren eboluzioa

Taulen aurkibidea:

Taula 1: Azkoyenen akziodun nagusienak (2021/2022)

- Taula 2:** AMIA analisia
- Taula 3:** Azkoyenen aktiboa azken urteetan
- Taula 4:** Azkoyenen aktibo ez korronte eta korrontearen balio erlatiboak aktibo totalarekiko
- Taula 5:** Azkoyenen aktibo korronteetako partiden balio erlatiboak aktibo totalarekiko
- Taula 6:** Azkoyenen ondare garbia eta pasiboa
- Taula 7:** Pasibo ez korronteak eta korronteak aktibo totalarekiko duten balio erlatiboa
- Taula 8:** Pasibo korronteko partida garrantzitsuenaren balio erlatiboa aktibo totalarekiko
- Taula 9:** Azkoyenen galdu-irabazia
- Taula 10:** Balantzeko eta galdu irabaziko ekitaldiko emaitzaren arteko ezberdintasuna
- Taula 11:** Politika fiskalaren eragina
- Taula 12:** Interes eta zerga aurreko mozkinaren kalkulua
- Taula 13:** Errentagarritasun ekonomikoaren (ROI) kalkulua
- Taula 14:** Errotazio Fondoaren emaitza azken urteetan
- Taula 15:** Epe laburreko kaudimenaren ratioak
- Taula 16:** Epe luzeko kaudimenaren ratioak
- Taula 17:** Errentagarritasun finantzarioaren kalkulurako beharrezkoak diren datuak
- Taula 18:** Zor finantzarioaren kalkulurako beharrezkoak diren partidak (mila €)
- Taula 19:** Errentagarritasun finantzarioaren kalkulua eta hazkundera
- Taula 20:** Hurrengo urteetako salmenten hazkunderaren aurreikuspena ehunekotan
- Taula 21:** Hurrengo urteetako salmenten hazkunderaren aurreikuspenaren kalkulua
- Taula 22:** Enpresak bere aktiborako egindako lanek salmentekiko duten portzentaia
- Taula 23:** Hornikuntzek salmentekiko duten portzentaia eta batz bestekoa
- Taula 24:** Ustiapeneko bestelako sarreraren hazkundera azken urteetan
- Taula 25:** Pertsonal gastuaren salmentekiko portzentaia eta batz bestekoa
- Taula 26:** Ustiapeneko bestelako gastuek salmentekiko duten portzentaia eta batz bestekoa
- Taula 27:** Amortizazioek salmentekiko duten portzentaia, batz bestekoa eta hazkundera
- Taula 28:** CAPEX zenbatekoa eta salmentekiko izan duen proportzioa azken urteetan
- Taula 29:** Zerga-tasaren zenbatekoa azken urteetan
- Taula 30:** Errotazio fondoaren zenbatekoak eta aldaketak
- Taula 31:** Metodoaren aplikazioa, hurrengo urteetako Kutxa Fluxu Askearen zenbatekoak
- Taula 32:** Finantza plataforma ezberdinen arabera Azkoyenen beta apalankatuak

Taula 33: Hurrengo urteetarako euriborraren aurreikuspenak

Taula 34: Hurrengo urteetarako euriborraren batz bestekoak

Taula 35: Azken urteetako epe luzeko zorren interes tasaren kalkulua

Taula 36: KBKH osatzen duten elementuen emaitza

Taula 37: Sentikortasun analisia

Taula 38: Azkoyenen akzioko balio estimatuaren tartea eta merkatuko balioa, 2022.

Taula 39: Azkoyenen estimatutako akzioko balioak merkatuko akzioko balioekin konparatuz (€/akzioko)

1. SARRERA

Lan honen oinarritzko helburua Azkoyen taldearen balorazioa egitea da, 2022. urte amaieran. Modu honetan, Kutxa Fluxu Askearen metodoa erabiliaz, talde honek duen balio intrintsekoa lortu dut.

Talde hau hautatzearen arrazoi nagusia bere jatorria izan da. Enpresa-talde honen egoitza nagusia Nafarroan dago, hau da, bertakoa da, eta gertuko enpresa bat izate horrek lana erosoago edo gusturago egitea eragiten didala pentsatzen dut.

Lana burutzeko metodologiari erreparatuz, lehenik eta behin enpresari buruzko informazioaren eskuragarritasuna aztertu dut, ea informazio nahikorik zegoen ala arazoak eduki nitzakeen enpresari buruzko informazioa bilatzerako garaian, baina burtsan kotizatzen duen enpresa bat dela ikusita, informazioa ugaria zela ikusi nuen. Beraz, informazioa biltzen hasi nintzen enpresaren xehetasunak aztertzerantz sartu baino lehen. Behin informazioa bilduta, lana egiten ari nintzen heinean informazio gehiago behar nuela konturatu nintzen, batez ere talde honen sektoreari buruzkoa, eta soluzio elektronikoen sektorearen inguruan ez dagoela informazio nahikorik konturatu nintzen. Hala ere, sektore ezberdinetan aritzen den taldea da, hau da, vending-aren sektorean ere jarduten du, eta, behintzat, azken sektore honetan informazioa ugaria da.

Egiturari dagokionez, lehenik eta behin taldearen nondik-norakoak aztertu dira, hau da, aurkezpen labur bat egin da, bere bilakaera historikoa azalduz, negozio-eredu ezberdinak zeintzuk diren antzemanaz, taldea denez bere filialak aztertuz eta bere burtsa informazioaren aipamen batzuk eginaz.

Bigarren zatian, lehen aipatu bezala, jarduten duen sektore ezberdinak aztertu dira, zehazki, vending sektorea eta ordainketa bide elektronikoen sektorea. Azken hau ez da zehazki Azkoyen taldearen sektorea, beraiek soluzio elektronikoak eskaintzen baitituzte ordainketa bide elektronikoak aurrera eramateko, baina esan bezala, soluzio elektronikoei buruzko informazioa oso eskasa da, eta ez du ahalbidetzen sektorearen analisia egitera.

Hirugarren zatian, enpresaren eta sektorearen analisia egin ostean eta barne eta analisia burutu ondoren, AMIA analisia egin dut.

Jarraian, laugarren atalean, enpresa taldearen analisi ekonomiko-finantzarioa burutu dut, balantzea eta galdu-irabazia oinarri hartuta. Hau egin ahal izateko, azken lau urteetako (2019-2022) urteko kontu bateratuak beharrezkoak izan dira, eta bertako datuekin, errentagarritasun ekonomiko eta finantzarioa, errotazio fondoa eta kaudimena aztertu ahal izan ditut.

Ondoren, lanaren azken zatian, aurretik lortutako informazioa oinarri hartuta, enpresaren balioa lortzeko eman beharreko pausuak eman dira, hau da, enpresak hurrengo urteetan izan ditzaken aurreikuspenak finkatu dira, kutxa fluxu askeak estimatu dira eta enpresaren balioespena egin da. Modu honetan, enpresaren balio tartea zein den zehaztu da,

Azkenik, lortutako informazio guztiarekin, lana laburbiltzen duten zenbait ondorio atera ditut.

2. AZKOYEN ENPRESA TALDEAREN AURKEZPENA

Grupo Azkoyen enpresa multinazional espainiarra da, egoitza nagusia Nafarroan, Peraltan, duena. Beraien eginkizun nagusia pertsonen eta makinaren arteko interakzioa hobetzen duten soluzio teknologiko aurreratuak diseinatzea, fabrikatzea eta merkaturatzea da eta negozio-eremu desberdinetan kokatuta dago, hala nola tabako-makinetan, ordainbide elektrikoetan eta segurtasun-sistemetan.

Enpresa honen jatorria 1945. urtean dago, urte horretan sortu baitzen Azkoyen. Gaur egun sei herrialde ezberdinetan aurkitu dezakegun konpainia da: Espainian, Frantzia, Italian, Alemanian, Belgikan eta Erresuma Batuan. Kolonbian ere fabrika bat badu. Hala ere, aipatu beharra dago beraien negozio-zifraren %80ak baino gehiagok Espainia kanpoan duela jatorria.

Grupo Azkoyenek garrantzi berezia ematen dio berrikuntzari, eta beraien egunerokotasunean baliabide garrantzitsuak eskaintzen dizkio arlo horri. Hori dela eta, beraien langileen espezializazioa I+G arloan oso handia da, eta, gainera, nabarmentzekoa da I+G-ko zentro ugari dituela, zehazki esanda bost zentro. Gaur egun, guztira 40 patente aktibo baino gehiago ditu, eta berrikuntzarako nahi horri esker produktu eta zerbitzu lehiakorrek eskaintzen ditu, Azkoyen Taldeak jarduten duen sektoreetan lider bihurtuz.

2.1. Bilakaera historikoa

1945. urtean, Martin Luis Troyas Osésekin *Talleres Azkoyen* sortu zuen. Hasiera batean bere nahia nekazaritzarekin lotutako makinak fabrikatzen hasi zen eta horrela egin zuen, zainzuriak eta patatak zuritzeko ta patatak erauzteko makinak fabrikatuaz.

Handik urte batzuetara, **1956. urtean** zehazki, salmenta automatikoko lehen gailuen presentzia areagotzen hasi zen eta Surme izeneko horma-makina txiki bat ekoizten hasi ziren. Makina honen eginkizun nagusia pizgailuak kargatzeko gasolina saltzea zen eta bere funtzionamendurako 10 zentimoko txanponak beharrezkoak ziren.

1959. urtean Azkoyenek lehenengo modelo kaleratu zuen, A modelo, gozokiak saltzeko makina automatikoetarako baliagarria zena, pezeta bateko eta bost pezetako piezak bereizten baitzituen.

60ko hamarkadan salmenta automatikoaren etorkizuna aurreratzen duten makinak nabarmentzen hasi ziren eta salmenta automatikorako gailuen eskaintza handitzen joan zen: pospiloak, tabakoa, gailetak, txokolatinak, gozokiak... Txanponak aldatzeko makinak ere agertzen dira.

1968. urtea garrantzitsua izan zen Azkoyen enpresarentzat, kaleratu berri zuen makinak bost pezetako txanpona pezeta bateko bost txanponengatik aldatzen zuelako eta baita 25 pezetako bat bost pezetako bost txanponengatik ere, hau da, era laburrean esanda, bere lehen diru aldaketa-makina mekanikoa eraiki zuen, Canjemat izenekoa. Merkatuan urte dezente egon zen, 1983. Urtera arte hain zuzen ere, urte horretan eredu elektronikoko makina bat merkaturatu baitzen.

1969. urtean, eredu berri batekin aztoratu zuen merkatua Azkoyenek, Golven modeloarekin. Modelo honek bederatzi salmenta-kanalen bidez saltzen zituen paketatutako gozokiak. Gainera, urte berdinean fabrikatu zuen Azkoyenek jokoaren sektorerako hautatzaileen lehenengo armarria.

70eko hamarkadan aldaketa ugari eman ziren Azkoyen enpresa, beraientzat hamarkada hau bereziki garrantzitsua izanaz. Hasiera batean familia-enpresa zena, hamarkada honetan sozietate anonimo bihurtu zen, eta gainera Nafarroako inbertitzaile talde bat Azkoyen Talde berriaren akziodunetan sartu eta kudeaketa profesionalizatu zen.

Kontuan hartu beharra dago urte hauetan guztietan makina hauek ez zutela aukera ematen bertan zeuden janari eta edariak beroak izateko, baina **1977. urtean** beste enpresa batek Cafemat sortu zuen, edari beroak zerbitzatzen dituen makina. Hori dela eta, urte horretan, Azkoyen S.A-k erabaki estrategiko garrantzitsu bat hartu zuen, eta batez ere finantza eta administrazio zerbitzuak eskaintzea eta filialak kudeatzeko zerbitzuak ematea zen beraien nahia.

1978. urtean Azkoyenek bere lehen makina elektronikoa aurkeztu zuen Espainiako merkatuan, 20 selekzioko makina elektronikoa, Husimat izenekoa. Ez zuen hozten, baina 20 produktu aukera onartzen zituen eta bederatzi prezio ezberdinetan sal zezakeen. Baina ez zen urte honetan aurkeztutako makina bakarra izan, Troyasek bere alaba baten homenez, Anne, Anne modelo kaleratu zuen, tabako-makina elektronikoa zena.

80ko hamarkadan gamak handitu ziren, aurrerapen teknologiko handiak eman ziren eta enpresak burtsan kotizatzen hasi ziren. Hori dela eta, Azkoyen ikerkuntzaren eta garapenaren alorrean zentratu zen eta horri esker produktu-lerroetan eta prozesu industrialen antolaketan abantaila handiak lortu zituen. Gainera, hau guztia banaketa-sistema berri baten eta salmenta-sare propio baten sorreraren lehen urratsa izan zen.

Ildo beretik, **1981. urtean** Azkoyenek aurrerapauso bat eman zuen eta edari hotzak saltzeko bere lehen makina egin zuen, Botelmat izenekoa.

1983. urtea oso garrantzitsua izan zen Espainiako industria eta ekonomian. Urte honetan, tabakoa saltzeko makinaren lerroan, mikroprozesadorean oinarritutako kontrol elektronikoko berri bat integratzen da. Gainera, enpresak barne-merkatuaren buru bihurtzea lortu zuen, merkaturatutako tabako makinaren T gamari eta Telefonica Espainolak Azkoyenen hautatzaile mekanikoak telefono publikoetarako homologatzeari esker.

1985. urtean hautatzaile elektronikoa patentatu zen eta txanponen hautatzaile elektronikoa saltzen hasi ziren. Azkoyenen makinaren irudia eta diseinua aldatzen hastearen erruduna hautatzaile elektronikoa izan zen, eta aurrerago Azkoyen Medios de Pago izango denaren jatorria bihurtu zen, urte batzuk geroago sortu zena.

1987. urtean Azkoyenek sozietate berriak sortu zituen, matrizen %100-ko partaidetzak zituztenak: Azkoyen Industrial, S.A. (fabrikazio-jarduera) eta Azkoyen Comercial, S.A. (merkaturatze-jarduera). Horrez gain, munduko gainerako tokietan merkaturatzeko Azkoyen Comercial Internacional, S.A. sortu zen.

1988. urtean sortu zen Grupo Azkoyen, justu Madrilgo Burtsan kotizatzen hasi zen urte berean, 1.000 pezetako 1.707.000 akzio nominalekin. Horrez gain Azkoyen Hosteleria sozietate anonimoa sortu zen, Portugalen ostalaritza-sektorerako ekipamendua eta erretilu hoztaileak fabrikatu eta merkaturatzeko. Gainera, urte berean Azkoyen Industrial, bere salmenta-makina guztien fabrikazioan ISO 9001 arauaren arabeko kalitate-ziurtagiria lortu zuen.

90eko hamarkada baliatu zuen Azkoyenek merkatu internazionaletara hedatzeko, kafearen merkatuan sartu Mocay markarekin atzerrira joan baitzen. Modu honetan filialak zabaldu zituen Erresuma Batuan, Alemanian eta Frantzian. Hamarkadaren bukaeran makinak euro efektura egokitu behar izan zuten.

2000. hamarkadan euroak ondorio ekonomiko, industrial eta sozial ikaragarriak ekarri zituen, baina une haietan Azkoyen Taldeak euroari aurre egin zion malgutasun eta gaitasun teknologikoarekin.

2000. urteko otsailean 10 urte beranduago 3,7 milioi eurotik gorako inbertsioarekin salduko zen kafe xigortegia inauguratu zen, Azkoyen Comercial, S.A.

2001. urtea berrantolaketa urtea izan zen Azkoyenen industria eta merkataritza sozietateentzat. Ordura arte bederatziz sozietatek osatzen zuten taldea, baina urte honetan hiru izatera pasa ziren: Ostalaritza, Vending eta Ordainbideak.

2005. urtean ordainketa mekanismoak eta sistemak diseinatzeko, fabrikatzeko eta merkaturatzeko espezializatuta zegoen enpresa italiar bat Azkoyen taldean sartu zen, Coges, eta Azkoyen de Coges S.P. sortu zen, egoitza nagusia Schion, Italian, zuena.

Hurrengo urtean, **2006. urtean**, ISO 14001 ingurumen-kudeaketako ziurtagiria lortu zuen Azkoyen enpresa taldeak.

2009. urteko martxoan Impulsa Soluciones Tecnológicas taldea Azkoyen taldean sartu zen. Enpresak modu honetan European zuen lidergoa sendotu zuen "vending" merkaturako ordainketa-sistemetan.

2010. urtetik aurrera Azkoyenek garrantzi berezia ematen dio berrikuntzari, eta urte honetan ikerketa eta garapeneko proiektu bat aktibatu zuen XXI. menderako. Horrekin, lankidetzaren areagotu zuen ikerketa-zentroekin, unibertsitateekin eta beste enpresa batzuekin, ingurune zientifiko eta teknologikoko ezagutzak bereganatzeko. Gainera, urte honetako maiatzean Azkoyenek kafe dibisioa saldu zion Grupo Leche Pascuali, Mocay markarekin.

2011. urtean bere ezagutza baliatuz Grupo Azkoyenek sektorearentzako iraultza izan zen Cashlogy merkaturatu zuen, dendetako eta ostalaritzako lokaletako kutxa erregistratzailea ordeztan duen ordainketa automatikoko gailua. Produktu azkarra eta fidagarria zen, eskudiruaren nahi gabeko akatsak eta desagerpenak saihesten zituen.

2014. urtean, berriz, merkatu amerikarra hornitzeko asmoz Azkoyen Andinak Pereiran (Kolonbia) duen lantegia inauguratu zen. Gainera, Phone eta Android gailuetarako Button Barista aplikazioa ere merkaturatu zen, makina saltzaileetan eskura dauden edariak pertsonalizatzeko sortua. Homepaq (orain Homecity) agertu zen, paketeak biltzeko eta bidaltzeko terminala, paketeak mugikor edo e-mail bidez jaso eta entregatzeko abisu-sistemak dituena.

2015. urtean, makinetako produktuak sakelako telefonoaren bidez ordaintzea ahalbidetzen duen aplikazio birtuala merkaturatu zuen, Pay4Vend. Gainera, Cashlogy POS 1000 izeneko ordainketa automatikoko gailua merkaturatzen dute eta bere kanbioa itzultzeko abiaduragatik (28 txanpon segunduko) eta onartzen dituen txanpon mota kantitateagatik (8 mota) ohiko kutxa erregistratzailea ordezkatzan du.

Urte honetako apirilean, Azkoyenek hainbat sari irabazi zituen. Lehenik eta behin, Berrikuntzako Praktika Onenen Saria jaso zuen Eta Button Gourmet-ek Red Dot Diseinuaren Saria irabazi zuen.

2017. urtean ere Azkoyenek bere gametako bat, Vitro, berritzen du eta Cashlogyren POS 1500 ereduak kaleratzen du.

Azkenik, **2018. urtean** ISO 14001 ingurumen-kudeaketako ziurtagiria berritzi zuen, enpresa ingurumen-kudeaketan erabat integratzen dela ziurtatzen duena, oraingoz, **2023ra arte**.

2.2. Azkoyenen negozio-ereduak

Aipatu beharra dago Azkoyenen (Azkoyen Taldea) barnean hiru negozio-eredu daudela: kafe eta “vending” dibisioa (Coffe & Vending Division), ordainketa-teknologikoak (Payment Technologies) eta denbora eta segurtasuna (Time & Security).

Irudia 1: Azkoyenen negozio-ereduak



Iturria: Grupo Azkoyen

Kafe eta Vending dibisioaren ezaugarri nagusia bezeroen beharrei eta eskakizunei ematen zaien garrantzia da, eta gainera, esfortzu berezia egiten dute hauen behar eta eskakizunei aurrea hartzeko. Negozio-eredu honetan ezinbestekoa iruditzen zaie bezeroen egunerako eragiketarako errazten laguntzea eta kontsumitzaileen bizimodu-aldaketei erantzuna ematea.

Kontuan hartuta gaur egun merkatuan dauden enpresa eta establezimendu motak, Azkoyenek dibisio honen bitartez kontsumitzaile guztietara iristearen nahia dauka bere produktu sorta oso eta berritzaileekin. Hori dela eta, beraien bezeroak era guztietakoak izan daitezke, bulego txikiak, enpresa handiak, ostalaritza-establezimenduak, vending publikoko guneak...

Dibisio honen barruan Azkoyen Vending, Ascaso eta Coffetek kokatzen dira. Lehenengoa saltzeko makinak diseinu eta fabrikazioaz arduratzen da eta vending soluzioak eskaintzen ditu. Bere egoitza nagusia Bartzelonan kokatua duen Ascaso enpresak, berriz, modu tradizionalan edo eskuz egindako kalitate handiko espresso makinak ekoizten ditu. Azkenik, Coffetek-ek edariak banatzeko sistemak diseinatu eta fabrikatzen ditu.

Ordainketa-teknologikoei dagokion negozio-ereduari buruz, berriz, esan daiteke Europako merkatuetan liderrak direla dirua, cashless sistemak eta konektibitatea kudeatzeko ordainbideen irtenbide berritzaileetan. Gainera, ordainketa automatizatuak kontrolatzeko teknologiak garatzen dituzte. Multzo honen barnean lau enpresa kokatzen dira, Azkoyen Payment Technologies, Cashlogy, Coges eta Vendon. Lehenengoak eskudiruaren kudeaketarentzat soluzioak eskaintzen dituen bitartean, Cashlogy-k bere teknologia baliatzen du eskudiruaren gestio guztiak automatizatu eta sinplifikatzeko. Coges, berriz, eskudiru bidezko eta cashless ordainketarako sistemak diseinatu eta produzitzeaz arduratzen da eta Vendonek bere teknologia espezifikoa baliatuz vending eta kafe makinak monitorizatzen ditu.

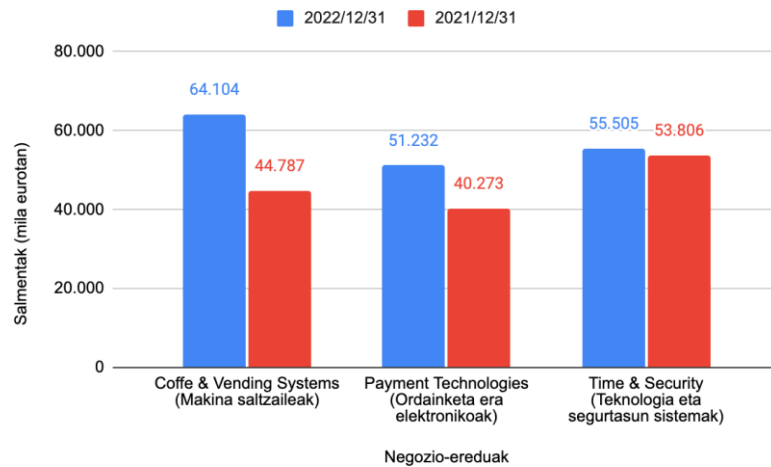
Azkenik, denbora eta segurtasunari egokitutako negozio-ereduarekin, enpresa guztiek sarbidea, denbora eta segurtasuna kontrolatzea dute helburu. Horretarako, software eta hardware propioaz baliatzen dira.

Negozio-eredu honen barnean dauden enpresak honakoak dira: Primion, Get, Digatek eta Opertis.

Esate baterako, sarbide-kontrolaz, ordutegi-kontrolaz eta segurtasun-kudeaketaz arduratzen den enpresa Primion da. Getek, berriz, soluzioak eskaintzen ditu segurtasunari dagokionez, eta Digatek arduratzen da sarbideen, ordutegien, presentziaren eta segurtasunaren kontrolerako konponbideak diseinatu, fabrikatu, merkaturatu eta mantentzeaz. Azkenik, Opertis sistema mekatronikoak ekoizteaz arduratzen da.

Negozio-eredu bakoitzaren garrantzia zein den ikusteko, 2022. urte amaieran negozio-eredu bakoitzari lotutako sarreren edo salmenten zenbatekoari erreparatuta, ondoriozta daiteke Azkoyenen negozio-eredu garrantzitsuena makina saltzaileena dela, 64.104 mila euroko zenbatekoarekin. Ordainketa era elektronikoen eta teknologia eta segurtasun sistemen negozio-ereduen zenbatekoak, berriz, nahiko antzekoak dira urte honetan.

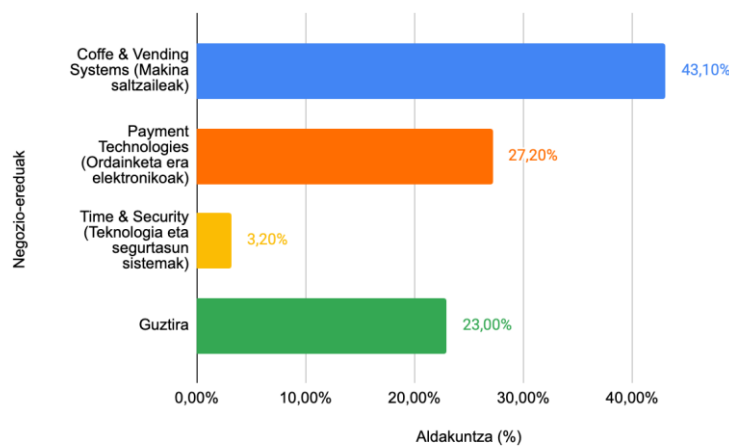
Grafikoa 1: 2021 eta 2022 urteko salmentak negozio-ereduka



Iturria: norberak egina, Azkoyenen 2022. urteko kudeaketa txosten bateratuan oinarrituta

Dena den, aipatu beharra dago 2021. urtetik 2022. urtera ordainketa era elektronikoetan eman den zenbatekoaren diferentzia nabarmena, eta hori era errazago batean antzeman daiteke bi urte hauetako negozio-ereduko salmenten zenbatekoen portzentaiak ikusita.

Grafikoa 2: Negozio-eredu bakoitzeko salmenten aldakuntza (2021-2022)



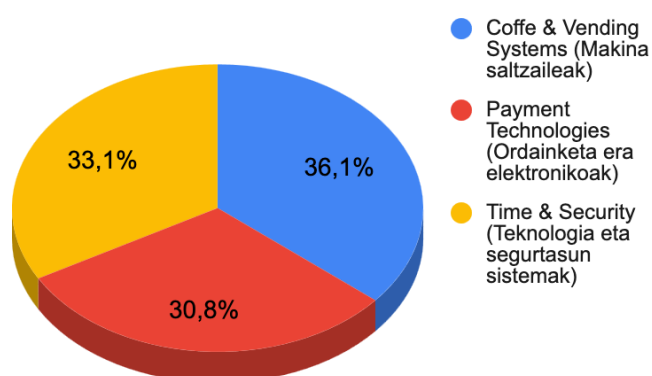
Iturria: norberak egina, Azkoyenen 2022. urteko kudeaketa txosten bateratuan oinarrituta

Grafiko honetan ikus daitezkeen bezala, Coffe % Vending negozio-ereduak izan du igoera nabarmenena %43,10ko zenbatekoarekin. Dena den, 2021. urtean salmenten zenbatekoan pisu gutxien zuen negozio-eredua, Payment Technologies, izugarri handitu da, %27,20 zehatz esanda, eta Time % Security negozio-ereduak izan duen aldakuntza, berriz, oso baxua izan da, %3,20.

Beraz, negozio-ereduetako salmentei erreparatuz, esan daiteke Azkoyenen salmentak %23 handitu direla, 138.833 mila eurotik 170.841 mila eurotara igoaz.

Laburbilduz, lehen aipatu bezala Azkoyenen negozio-eredu garrantzitsuena makina saltzaileena da (Coffe & Vending Systems), salmenten %37,1eko portzentaiarekin, eta ordainketa era elektronikoen eta teknologia eta segurtasun sistemen negozio-ereduen zenbatekoa berriz, salmenten %30,8 eta %33,1koa da hurrenez hurren.

Grafikoa 3: Salmenten portzentaia negozio-ereduka



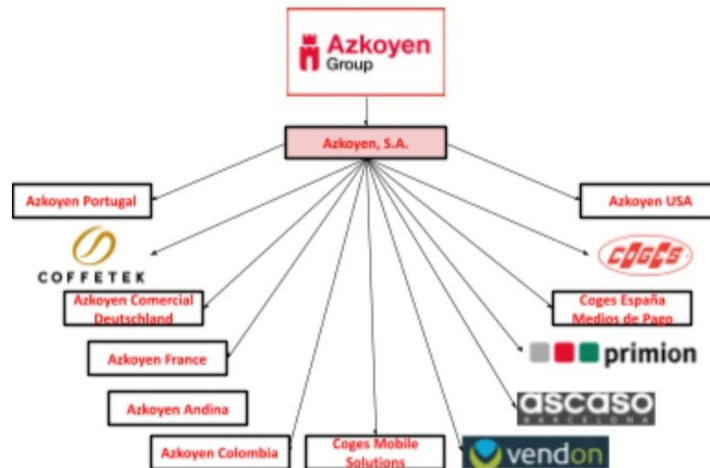
Iturria: norberak egina, Azkoyenen 2022. urteko kudeaketa txosten bateratuan oinarrituta

2.3. Azkoyen taldea osatzen duten filialak

Aurrez esan bezala, 1988. urtean sortu zen Grupo Azkoyen. Talde honen sozietate dominatzailea edo matrizea Azkoyen S.A da eta harrigarria badirudi ere, Azkoyen taldeak, bere 2022. urteko kontuetan dienez, matrizeaz gain 13 filial ditu. Esan beharrik ez dago taldearen sorrerak urteko kontu bateratuak aurkeztearen beharra inplikatzeko duela.

Matrizeari dagokionez, mota guztietako laguntza eskaintzen die filialei: finantzarioa, administrazio laguntza, kudeaketa zerbitzuak, makinaren fabrikazio eta komertzializazioa...

Irudia 2: Azkoyen Taldearen filialak



Iturria: norberak egina, Azkoyenen 2022. urteko kudeaketa txosten bateratuan oinarrituta

Lehenik eta behin, Azkoyen Portugal, Sociedade Unipessoal, Lda dago. Filial honek Lisboan du bere egoitza nagusia 2013. urtetik, urte horretan bertan erabaki baitzuen Azkoyenek egoitza hau, salmentetara eta laguntza teknikora bideratzeko asmoarekin.

Horrez gain, Coffetek filiala dago, Azkoyenek 2019. urteaz geroztik Erresuma Batuan erabiltzen duen marka. Gaur egun Bradley Stoken dute egoitza nagusia, Ingalaterran. Filial honen bidez muntaia-lerroen banaketa hobetu nahi izan zen, baita dimentsionatutako biltegitratze-eremu berriak ere. Honekin batera, produktibitatea, entrega epeak, eta produktuaren kalitatea hobetu nahi izan zuten. Gainera, bezeroei bideratutako lan-taldearen diseinu kontzeptua aplikatu zuten.

Azkoyen Comercial Deutschland, GmbH, Segburgen, Alemanian, egoitza nagusia duen filiala da eta filial honen bidez Alemanian hainbat produktu merkaturatzea lortu du Azkoyenek.

Alemaniaz gain, Azkoyenek Frantzia ere badu filiala, Azkoyen France, S.A.R.L, merkatu frantsesean Azkoyenen produktuak merkaturatzeaz arduratzen dena.

2014. urtean Azkoyen taldeak hainbat filial eskuratu zituen, horien artean Azkoyen Andina, SAS, hegoaldeko konoko merkatu guztiei zerbitzua emateko. Pereiran, Kolonbian, kokatzen den lantegi honen eginkizuna vending industrierako eta Horeca sektorerako kafe makina automatikoak merkaturatzea da.

Nazioartekotzearen aldeko apostuarekin jarraituta, Azkoyenek urte urteko irailean Azkoyen Colombia, SAS filiala eskuratu zuen eta bertan, Manizalesen, lantegi bat ireki zuen Latinoamerikara zuzendutako produktuak ekoizteko. Nazioarteko hedapen berri honekin Azkoyenek bere nazioartekotze eta esportazio estrategia sendotu zuen, eta 2014. urtean jadan bere negozio zifra edo bolumenaren %80 baino gehiagokoa zen.

Azkoyen USA Inc. Charlotten, Estatu Batuetan herritartuta dagoen filiala da eta beraien eginkizun nagusia kafe makina automatikoak merkaturatzea da. 2017. urtean eman zen akordio honen bidez, Azkoyenek Estatu Batuetan ospea lortu du eta "Nama One Show" ferian (Vending eta OCS industriaren hitzordu garrantzitsuen dena Amerikan) bere produktuak aurkezteko aukera izan du.

Coges, S.p.A. da enpresa talde honen beste filial bat. Lehen aipatu bezala, 2005. urtean sartu zen Azkoyen Taldean eta cashless eta eskudiru bidezko ordainketa sistemen diseinuan eta ekoizpenean lider europarrak dira.

Coges España Medios de Pago, S.L. Peraltan kokatutako filialak, berriz, vending makinetarako eta telemetria-sistemarako ordainbideen sistemak garatzea eta saltzea du helburu.

Primion Technology, GmbH 1999. urtean sortu zen enpresa bat da, baina 2008. urteaz geroztik da Azkoyenen filiala. Lehen aipatutako Primion azpitaldearen sozietate nagusia da eta Alemanian du egoitza nagusia. Software eta hardware sistema berritzaileak fabrikatu, merkaturatu eta ezartzen ditu, besteak beste sarbide, presentzia eta segurtasun sistema integratuak garatzeko.

Ascaso, S.L.U. 2022. urteko uztailean erosi zuen Azkoyenek, 17 milioi ordaindu ondoren. Bartzelonan sedea duen enpresa honek kalitate handiko espresso makina tradizionalak egiten ditu eta gainera, beraien produktuak merkatu internazionalan kokatzen dituzte, zehazki esanda, Asiako Hego Ekialdean, Europan eta Ipar Amerikan.

Baita ere, 2022. urteko uztailean Azkoyenek SIA Vendon filiala eskuratu zuen 9,3 milioi ordainduta. Letonian kokatzen da, eta bere IoT-ren soluzio globaletan, telemetrian eta vending eta kafe makinaren negozioetarako ordainbideetan nabarmentzen da Erdialdeko Europan.

Orain arte aipatutako filial hauek guztiak Azkoyenek %100ean partaidetutako sozietate filialak dira, baina badu filial bat %49-ko partaidetza soilik duena, Coges Mobile Solutions, S.R.L, beste %51-ko partaidetza Cogesena baita. 2015. urtean sortu zen Naviger S.R.L italiar sozietatearekin batera, eta beraien eginkizun nagusia lizentzien bidez teknologia ezberdinak komertzializatzea da. Esate

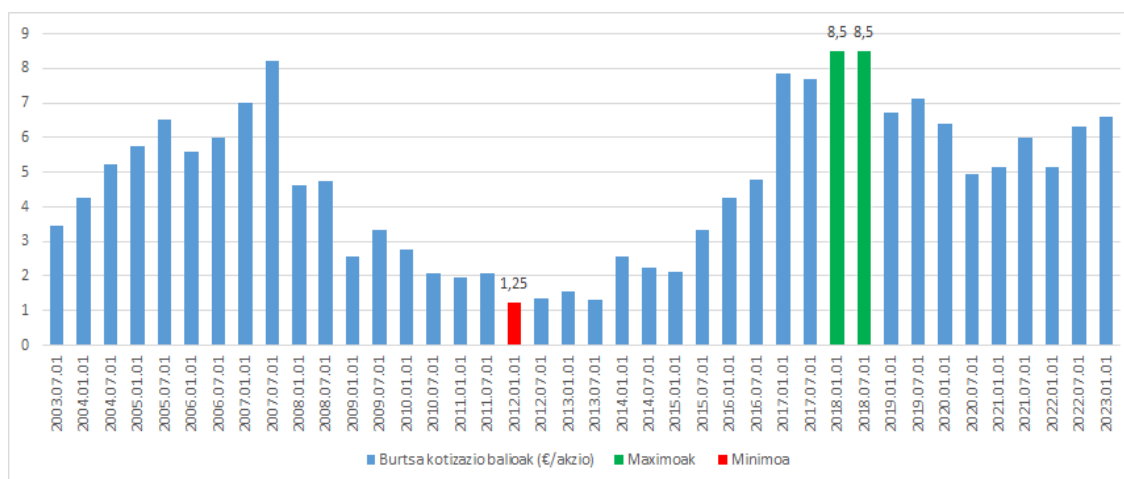
baterako, “Pay4Vend” konfiguratu zuen, smartphone bat soilik erabiliz vending makinetan ordaintzea ahalbidetzen duen makina.

2.4. Enpresaren burtsa informazioa

Azkoyenen akzioek 1988ko uztailetik kotizatzen dute Espainiako Burtsan, zehazki esanda, Madrilgo eta Bilboko Baloreen Burtsan.

Argi dago garai haietako moneta eta gaur egungoa ez dela berdina, garai haietan pezeta erabiltzen zelako eta gaur egun, berriz, euroa. Hori dela eta, konparaketa egiterako garaian akzioek euroa hasi zenetik gaur egun arte izan duten eboluzioa konparatu dezakegu, baina ez hasiera haietatik gaur egun arte. Dena den, aipatu beharra dago 1988ko uztailean 1.000 pezetako 1.707.000 akzio nominal zituela Azkoyenek.

Grafikoa 4: Grupo Azkoyenen balioaren bilakaera 2003ko uztailetik 2023ko urtarrilera (€/akzio)



Iturria: norberak egina, BME-n oinarrituta

Grafikoan nabarmen ikusten den bezala, 2007. urteko uztailetik aurrera Azkoyenen kotizazio balioak izugarritzko beherakada izan zuen, 2008. urteko urtarrilean %(-20,81)eko devaluazioa jasanaz. Momentu horretan, IBEX 35ak %(8,86)ko devaluazioa jasan zuen.

Joera hori hurrengo urteetan zehar mantentzen joan zen eta horrela, 2012. urteko urtarrilean beraien kotizazio balio baxuena erregistratu zuten (1,25).

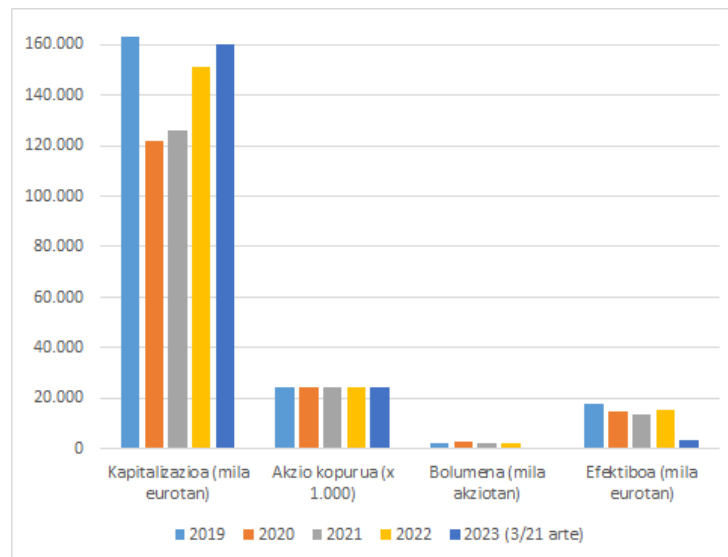
2012. urtetik aurrera pixkanaka Azkoyen taldearen kotizazio balioak zertxobait igotzen joan ziren nahiz eta gorabeherak izan, eta 2017. urteko urtarrileko gorakada oso esanguratsua izan zen, %33,90an bere balioa handitzea lortu baitzuen. Bitartean, IBEX 35ak, %(-0,39)ko devaluazioa izan zuten hurrenez hurren.

Gainera, 2014ko urtarrilean %21,43ko igoera jasan zuen Azkoyenen balioak, eta IBEX 35ak, berriz, %0,04ko igoera.

Hala ere, maximoak 2018. urtean lortu zituen, bai urtarrilean eta bai uztailean, 8,5eko kotizazio balioarekin.

Ordutik gorabeherak izan ditu Azkoyenen kotizazio balioak, gehienetan beherakadak izanaz, baina esan genezake nahiko egonkor mantendu direla eta ez dela beherakada nabarmenik izan. Hala ere, oraindik ez dute lortu 2018. urteko balio maximo hori gainditzea.

Grafikoa 5: Azkoyenen kapitalizazioa, akzio kopurua, bolumena eta efektiboa azken 5 urteetan



Iturria: norberak egina, BME-n oinarrituta

Kontuan hartuta kapitalizazio balioa kotizaziorako onartutako akzioekin kalkulaten dela eta ez dituela kontuan hartzen oraindik kotizatzeko onartu ez diren zabalkuntzetatik eratorritako jaulkitako akzioak. Azkoyenen azken 5 urteetako kapitalizazio balioari erreparatuta, ikus dezakegu 2020. urtean izugarrizko beherakada izan zuela 162.837 mila eurotik 121.761 mila eurotara jaitsi baitzen. Ordutik pixkanaka igotzen joan da, baina oraindik ez da lortu 2019. kapitalizazio balioetara heltzea, 2023. urteko martxoaren 21ean, 159.903 mila euroko kapitalizazio balioa baitzuen. Baliteke urte amaieran berriro ere 2019. urteko datu hori lortzea edo baita gainditzea ere.

Akzio kopurua urte hauetan guztietan berdin mantendu dela ikus dezakegu, 24.450 mila akzio dituelarik.

Bolumenari dagokionez, 2019. urtetik 2020. urtera gorakada txiki bat izan zuen 2.491 mila akziotik 2.827 mila akzioetara igoaz, baina geroztik pixkanaka jaisten joan da, 2022. urtean 2.2407 mila akzio zituelarik. 2023. urteko martxoaren 21ean, berriz, 513 mila akzio, baina urte erdia baino gehiago falta da oraindik, beraz, urte bukaeran konparatu beharko litzateke.

Azkenik, efektiboari erreparatuz, ikus daiteke 2019. urtetik 2022. urtera nahiko parekotsu mantendu dela, 2019. urtean 18.096 mila euro edukita eta 2022. urtean, berriz, 15.443 mila euro. 2023. urteko martxoaren 21ean, 530 mila euro zituen, baina kontuan izanda oraindik urte erdia baino gehiago falta dela, gerta liteke baita ere aurreko urteetako datuen inguruan ibiltzea.

Horrez gain, enpresa talde honen akziodun nagusienetan zentratuz, beraien 2022. urteko urteko kontu bateratuen auditoretza-txostenean aipatzen duten bezala, 2021 eta 2022 urteetan Azkoyenek 8 akziodun zituen %3ko partizipazioa edo gehiago zutenak.

Taula 1: Azkoyenen akziodun nagusienak (2021/2022)

	% sobre el total de derechos de voto	
	31.12.2022	31.12.2021
Inverlasa, S.L. (*)	29,65	29,65
Masaveu Herrero, Carolina (*)	10,83	10,83
Suárez-Zuloaga Gáldiz, Ignacio (*)	8,06	8,24
Indumenta Pueri, S.L. (*)	5,66	5,93
Santander Asset Management, S.A., SGIIC (*)	5,50	5,71
La Previsión Mallorquina de Seguros, S.A.	5,32	5,32
Troyas Careaga, María del Carmen (**)	5,22	5,22
Muza Gestión de activos, SGIIC, S.A. (*)	3,32	3,17

(*) Participación indirecta.

(**) Participación directa e indirecta.

Iturria: Azkoyenen 2022. urteko kudeaketa txosten bateratua

Taula honetan ikus daitekeen bezala, nabarmen ikusten da Azkoyenen akziodun nagusia Inverlasa, S.L dela, boto eskubideen totalaren %29,65ekin. Botu eskubideen totalarekiko ehuneko txikiena duena, berriz, Muza Gestion de activos, SGIIC, S.A da. Hala ere, antzeman daiteke 2021. urtetik 2022. urtera zertxobait igo dela ehuneko hori, zehazki esanda %0,15eko igoera.

Nahiz eta akziodun garrantzitsuena nabarmen antzeman daitekeen, %5en inguruan dabilzan zenbait akziodun ditu: *Indumenta Pueri, S.L, Santander Asset Management,S.A., SGIIC, La Previsión Mallorquina de Seguros, S.A., eta María del Carmen Troyas Careaga*. Azken bi hauen portzentaia bi

urte hauetan ez da aldatu, baina lehenengo biera jaitsi egin da. Sozietate limitatuaren portzentaia %0,27 jaitsi den bitartean, sozietate anonimoarena %0,21 jaitsi da.

Azkenik, partizipazio-mota ezberdinei erreparatuz, ikus dezakegu gehiengoan partizipazio-mota ez-zuzena dela, partizipazio zuzena duen bakarra María del Carmen Troyas Careaga delarik.

3. SEKTOREAREN ANALISIA

Argi dago Azkoyen soluzio elektronikoetan espezializatzen dela bere jarduerak aurrera eramateko garaian, makina saltzaileentzat edo vending makinentzat salmenta automatikorako soluzio teknologikoak fabrikatzen baititu eta ordainketa elektronikoetan ere espezializatzen baita. Beraz, esan daiteke vending-aren sektorean eta ordainketa bide elektronikoaren sektorean kokatzen dela, baina beti ere soluzio elektronikoetan oinarrituz.

3.1. VENDING-AREN SEKTOREA

3.1.1. Bilakaera historikoa

Antzinako Egipton dute jatorria vending makinek, Heron de Alejandriak garai haietan ur bedeinkatua tenpluetan banatzeko gaur egun ezagutzen ditugun vending makinaren antzeko zerbait erabiltzen baitzuen. **Kristo aurreko 215. urtean**, txanpon batekin ur bedeinkatua lor zezaketen, baina, egia da, garai haietan makina antzeko honek ez zuela arrakasta handirik izan.

Lehenengo makina saltzailea **1880. urtean** sortu zen Londresen, postalak saltzeko, baina 1888. urtean, berriz, Thomas Adams Gum-ek txikleak saltzen zituen makina saltzaile bat asmatu zuen New Yorken.

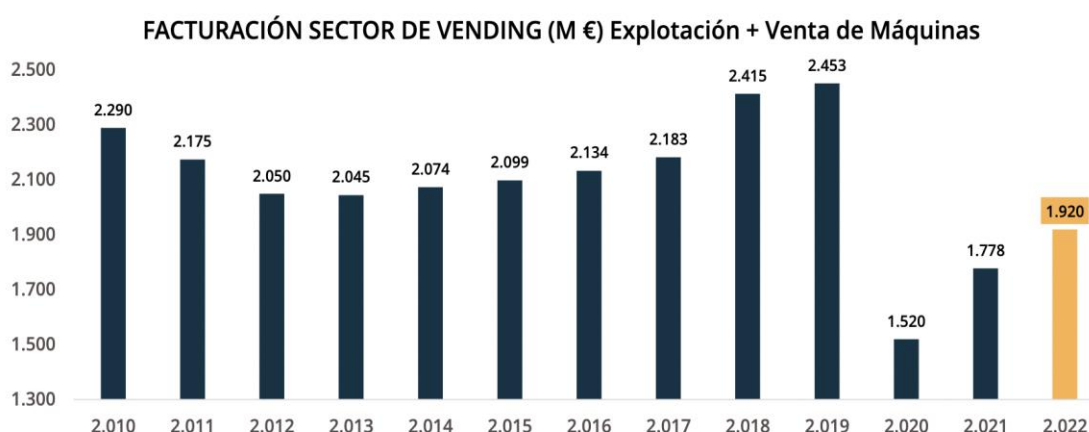
Hogeigarren hamarkada garrantzitsua izan zen sektorearentzat, tabakoa eta freskagarriak saltzen hasi baitziren makina hauen bidez. Harrigarria badirudi ere gaur egun erabiltzen diren makina hauek 20. hamarkadan ere erabiltzen ziren. Esate baterako, koka-kolak, bere lehen makina saltzailea **1937. urtean** merkaturatu zuen. Hala ere, gaur egun gehien erabiltzen den makina saltzaileetako bat kafearena da, edozein enpresetan aurki ditzakegu, eta lehenengo kafe makina **1946. urtean** sortu zen.

Gaur egungo vending makinetan edozer aurki dezakegu, janaria, edaria (hotza eta beroa)... baina garai haietako makinekin konparatuta diferentzia nabarmenena ordainketa bideetan dago, teknologiari esker txartelarekin, mugikorrarekin... ordaintzea posible baita. Horrez gain, diseinuak ere modernoagoak dira, pantaila taktila dute, zenbait produktu osasuntsuagoak dira, eta ingurumenarekiko duten eragin edo inpaktu negatiboa baxuagoa da ontzi erreziklagarriari esker.

3.1.2. Gertaera garrantzitsuak eta gaur egungo egoera Espainian

Espainiako Research batzordeak eta IFMA-ko formazioak 2022. urteko irailean aurkeztutako ikerketan *Estudio Grandes Cifras del Sector de Vending 2022* antzematen den bezala, vendingaren sektorea nahiko egonkor mantendu da 20. hamarkadaren hasieran, baina 2018. urtean izugarrizko gorakada izan zuen, Espainian esate baterako %10,62 hazi zen sektorearen fakturazioa.

Grafikoa 6: Vending sektorearen eboluzioa fakturazioan Espainian



Iturria: *Estudio Grandes Cifras del Sector de Vending 2022*

2019. urtean sektorea zertxobait hazi zen, eta historikoki izan dituen daturik onenak lortu zituen urte honetan, 2.453 milioi euroko fakturazioarekin.

2020. urtea oso gogorra izan zen vending-aren sektorearentzat. Kontuan izanda makina hauek leku publikoetan kokatzen direla (ofizinak, eskolak, administrazio publikoak...) eta pandemia baten ondorioz epe batean itxita egon zirela, sektoreak izugarrizko beherakada izan zuen, beraien fakturazioa %30ean baino gehiago jaitsi baitzen, zehazki esanda %38an, aurreko urtean lortutako 2.453 milioi eurotatik 1.520 milioi euro tara.

Gainera, espazio bakoitzean makina bat edo bakar batzuk soilik egoten dira, ez du bakoitzak berea, eta horrek jende ezberdinaren erabilera suposatzen du. Horregatik, itxialdia bukatu ostean ere leku askotan ez zen posible makina hauek erabiltzea, eta sektorea izugarri kaltetu zuen horrek.

2021. urtean sektorea lehengorutzen edo berreskuratzen hasi zen, baina ez nahikoa edo ez 2019. urteko datuetara, behintzat. Urte honetako urtarriletik abuztura bitartean, 2020. urteko epealdi berdinarekin alderatuta, %9,21eko gorakada izan zuen sektoreak. Berreskuratze horren bultzatzaileak kafea (+% 12,13) eta ura (+% 10,88) izan ziren, horiek baitziren saltzeko makinetan gehien kontsumitzen ziren produktuak. Hala ere, urte honen amaieran sektorea egoera pandemikotik urrun zegoen oraindik, nahiz eta 2020. urtearen amaierarekiko %16,97ko gorakada izan, 2019. urtearekin alderatuta urte honetako fakturazioa %27,52 baxuagoa baitzen.

2022. urtearen hasieran oraindik ere ez zen pandemia aurreko datuei eustea lortu eta horregatik sektoreko enpresen gehiengoak teknologia berritzaileak barneratzearen aldeko apustua egin zuten (contactless ordainketak, autozerbitzuko aplikazioak, adimen artifizialeko formak (IA), software-integrazioak eta beste berrikuntza teknologiko batzuk). Hala ere, esan daiteke sektorea guztiz berreskuratzen ari zenaren seinalea izan zela urte hau.

2022. urtearen amaieran, sektoreei buruzko azterketak egiten dituen *DBK Observatorio Sectorialen* arabera 2021. urteko datuak gainditzea lortu zen, fakturazioa %16,9an handituz, hau da, 1.778 milioi eurotik 2.078,48 milioi euroetara igaroaz.

Beraz, esango genuke sektorea jada errekuiperatuta dagoela, nahiz eta 2019. urteko datuak oraindik ere ez berreskuratu

3.1.3. Sektoreko enpresa garrantzitsuak

Lehen aipatu bezala, Azkoyen enpresa vending sektorearen barnean kokatzen da, baina beraien eginkizun nagusia makina saltzaileen fabrikazioa da. Hori kontuan hartuz, sektore honetako banaketa automatikoaren saltzaile garrantzitsuenak zein diren aztertzea izango litzateke egokiena, modu honetan Azkoyenek merkatuan duen posizioa zein den ikusteaz gain, bere funtzio berbera duten enpresa garrantzitsuenak zeintzuk diren jakitea posible izango baita.

Irudia 2: Azkoyenen logotipoa



Lehenik eta behin, aipatzekoa da Azkoyen sektore honetako enpresa garrantzitsuenen barnean kokatzen duela Hostel Vending aldizkariak eta dioenez, multinazional nafarrak fabrikatzaileen rankingean duen posizio estrategikoari eustea lortu du. Urtearen amaieran bere nazioarteko salmenten zenbatekoa 44,7 milioi eurokoa zen, UGE Coffetek kontuan

hartuta, eta taldearen zenbateko totala negozio-eredu guztiak kontuan hartuta 68 milioi euro ingurukoa izango litzateke. Errestaurazio automatikoan zentratuz, aurreko urtearekiko %45,4ko hazkundera izan zuen, Erresuma Batuetan egindako salmentak nabarmendu zirelarik.

Irudia 3: Evoca Group-en logotipoa



Vending sektoreko egunkari digitalaren arabera, lehen postuan **Evoca Group** kokatzen da. Enpresa italiar honek 2021. urtea 360,4 milioi euroko irabaziekin amaitu zuen, bere nazioarteko salmentei esker. Likidezia-posizio oso sendoa mantentzen du, eta bere EBITDA doitua 70,1 milioi eurokoa da, zehazki esanda, bere salmenta garbien %19,4.

Evoca Groupen irabaziak 2021. urtean 2020. urtekoak baino %18,5 handiagoak izan ziren, beraz, esan daiteke azken urte honetan errekuaratzea edo berreskuratzea lortu duela enpresa honek eta sektoreko lehen postuetan jarraitzea, noski. Taldearen nahia kostuen optimizazioan zentratzea da, eta horretan dihardu.

Enpresa honi lotuta, sektorean garrantzia handia duen konpainia da **Quality Espresso** enpresa bartzelonarra. Hauen espezializazioa

Irudia 4: Quality Espressoen logotipoa

enpresetarako eta ostalaritzarako kafe-makina profesionalak dira, OCS (Office Coffee Service) izenekoak. Espainian izugarritzko presentzia duen enpresa da, esate baterako 2021. urtean 23.460.305 euroko irabaziak izan zituen. Evoca taldeko partaide ta 2018. urteaz geroztik, baina Evocarekiko modu independentean jarduten jarraitzen du.



Horrez gain, Azkoyen ere sektore honetako enpresa garrantzitsuenen barnean kokatzen du Hostel Vending aldizkariak eta dioenez, multinazional nafarrak fabrikatzaileen rankingean duen posizio estrategikoari eustea lortu du. Urtearen amaieran bere nazioarteko salmenten

zenbatekoa 44,7 milioi eurokoa zen, UGE Coffetek kontuan hartuta, eta taldearen zenbateko totala negozio-eredu guztiak kontuan hartuta 68 milioi euro ingurukoa izango litzateke. Errestaurazio automatikoan zentratuz, aurreko urtearekiko %45,4ko hazkundera izan zuen, Erresuma Batuetan egindako salmentak nabarmendu zirelarik.

Irudia 5: Jofemarren logotipoa

Jofemar enpresa nafarra ere sektorean garrantzitsua den enpresa da, Espainian presentzia handia duena. Enpresa honek 2021. urtean 39,61 milioi euroko etekinak izan zituen, eta modu horretan 2020. urtearekiko izugarrizko hazkundea izan zuen. Zifra hauek bere dibisio guztietako datuak barneratzen dituzte, baina kontuan hartu beharra dago vending makinak fabrikatzeko dibisioez gain bateriak eta mediku-ekipoak fabrikatzeko dibisioak ere badituztela.



Irudia 6: Madrid Fast Machineren logotipoa



Madrid Fas Machine ere enpresa oso ezaguna da. Enpresa honen eginkizuna Fas Machine enpresa italiarraren produktuak merkaturatzean datza, eta bere irabaziak izugarri handitu dira 2020. urtetik 2021. urtera, azken urte honetan 6.503.825 euroko irabaziak lortuz. Esan beharra dago vending-aren sektorea Italian izugarria eta oso garrantzitsua dela, eta hori gainerako herrialdeetan islatzen dela ikus daitekeen moduan.

Irudia 7: GM Vendingen logotipoa

Baita ere, **GM Vending** sektore honetan nabarmentzen den enpresa da. GM Global Solutions enpresaren barnean dagoen merkaturatzailea da eta bere emaitzak azken urte honetan ere hobekuntza izan zuten, 2020. urtean 5,3 milioi euroko emaitza lortu zuen bitartean, 2021. urtean 5,8 milioi euroko emaitza lortu baitzuen.



Irudia 8: Rheavendor Aplivenen logotipoa



Azkenik, **Rheavendors Apliven** enpresa bartzelonarrak ere sektorean arrakasta izaten du, baina bere datu ekonomikoak publiko egiten ez dituen enpresa bat da, eta Hostel Vending aldizkariak ere oraindik ez ditu bere datuak azalera, nahiz eta enpresa garrantzitsu bezala aipatzen duen.

3.1.4. Etorkizuneko erronkak

2022. urtean hasitako bideari jarraituz, 2023. urtean ere vending-aren sektorea teknologia berritzailearekin bezeroa gehiago erakartzen ahaleginduko da. Badakite bezeroen nahia zein den, erosotasuna, azkartasuna, berritzailetasuna edo berrikuntza, osasuna...

Gero eta handiagoa da elikadura osasuntsuarekin gizartean dagoen kezka, eta makina saltzaile hauetan saldutako elikagaiak eta edariak orokorrean ez dira oso osasuntsuak. Hori dela eta, sektorea beraiek eskaintako produktuak osasuntsuagoak izaten ahaleginduko da urte honetan, fruta freskoak eskainiaz adibidez, baina hori egin baino lehen beharrezkoa izango da elikadura osasuntsuaren tendentzien analisi bat egitea.

Horrez gain, Hostel Vending sektoreari buruzko informazioa ematen duen aldizkari digitalaren arabera: “benetako automatizazioa (arlotik digitala eta gizakiaren “ukitua”) izango da 2023ko joerarik nabarmenetako bat”, hau da, automatizazioaren bidez produktuak lortzeko kontsumo-joera nabarmenduko da 2023. urtean. Bezeroarekiko pertsonalizazioari garrantzia emango zaio, eta baita bezeroari ez “huts egitea” ere, hau da, hornidurak kontrolatzen dituzten makinaren aldeko apustua egingo da, noiz bukatzen diren, noiz birjartzen diren... buruzko informazioa ematen dutenak.

Baita ere, oraindik oso zaharkituta ez zeuden makina saltzaileak, hau da, eskudirua gabe ordaindu ezin den makinak, urte honetan erabat zaharkituta geratuko dira, teknologiaren inplantazioa gailu hauetan izugarria izango baita.

Bestalde, *Vending sobre ruedas* aipatu beharra dago 2023. urteko negozio tendentzia bezala. Izenak dioen bezala, leku batetik bestera mugitzea ahalbidetzen duten makinak dira. Orain arte ezagutzen genituen makina guztiak egonkorak ziren, hau da, ezin ziren alde batetik bestera eraman, baina urte honetako erronka hori aldatzea da.

Berrikuntza honek abantaila ezberdinak izan ditzake, bezero ezberdinetara iristea errazagoa da, eta gainera leku eta bezeroaren arabera zure makina saltzailean eskaintzen dituzun produktuak pertsonalizatzea ahalbidetzen dizu honek. Gainera, modu honetan zure marka edo enpresa eta eskaintako produktuak ezagunagoak egitea lortu daiteke, publiko berrietara iritsiaz.

Inteligentzia artifiziala urte honetan esparru guztietan oso presente egongo den zerbait da, eta nola ez, vending sektorean ere bai. Inteligentzia artifizialaren bidez zenbait gauza lortu nahi dira, baina nagusiki bezeroarekin orain arte izan ez diren interakzioak. Hostel Vending-ek dioenez, fidelizazioa saritu nahi da puntuaren bidez, hau da, bezeroaren fideltasuna saritu nahi da, eta marketin

kanpaina pertsonalizatuak egin nahi dira, behin makinak erabiltzailea identifikatzean, berarentzat pertsonalizatutako produktuak edo edukiak eskaintzeko. Hori gutxi balitz, ordainketak optimizatu nahi dira, hau da, contactless ordainketa-sistema berriak sortzen diren heinean, 5G konexioa duten eta IArekin inplementatutako makinek touchless metodo horiek hodeian autentifikatzea prozesa dezakete.

Azkenik, 24 orduko supermerkatuak agertzen hasi dira, jada ezagutzen ditugun horien antzekoak baina formatu berri batekin. Gaur egun, badaude ordu guztietan irekita dauden supermerkatuak, baina ohikoak dira eta langileak behar dira eginkizunak aurrera eraman ahal izateko, hau da, bezeroei produktuak saltzeko. Baina esate baterako Jofemar enpresa nafarrak makina saltzaileekin osatutako 24 orduko supermerkatuaren aldeko apustua egin du. Makina hauek supermerkatuan aurkitu ditzakezun edozein produktu erosteko aukera eskaintzen dute, hozkailuetan kokatzen direnak eta kokatzen ez direnak. Modu honetan, bezeroei zerbitzu iraunkor bat emateko gai dira, egunez zein gauez, edozein ordutan eta asteko 7 egunetan.

3.2. ORDAINKETA BIDE ELEKTRONIKOEN SEKTOREA

Ordainketa sistemen sektorearen barruan, Azkoyenek ordainketa elektronikoko soluzioak eskaintzen ditu hainbat merkatuetarako. Bere produktuen artean daude establezimenduetarako ordainketa-terminalak, eskudirua kudeatzeko sistemak, ordainketa-sistema integratuak dituzten vending makinak eta azken bezeroentzako ordainketa mugikorreko soluzioak.

Azkoyen ordainketa-sistema seguru eta fidagarrien fabrikazioan espezializatzen da, autentifikazio- eta zifratze-teknologia aurreratuekin. Ordainpeko konponbideetarako euskarri- eta mantentze-zerbitzuak ere eskaintzen ditu.

3.2.1. Ordainketa bide elektronikoen bilakaera

Transakzio elektronikoen historian zentratuz, esan beharra dago nahiko “berriak” diren ordainketa bide elektronikoak direla, hau da, ez dira efektiboa edo eskudirua bezain zaharrak, noski.

1950. urtean dute jatorria ordaintzeko erabili ziren lehen txartel unibertsalak, Diners Club Internacional-ek banatutakoak eta handik urte batera, **1951. urtean**, Franklin National Bankek lehen kreditu txartela sortu zuen.

1958. urtean, American Expressek lehen txartel bankarioa aurkeztu zuen, kontu korranteetara sarbidea zuena, geroago VISA izenez ezagutuko dena. 1965. urtean txartel interbankarioen lehengo asoziazioa edo erakundea sortu zen European, Eurocard International izenekoa. Hurrengo urtean Master Charge sortu zuten Kaliforniako bankuen erakundeak, hain zuzen ere, geroago VISAREN lehiakide izango den MasterCard.

1975. urtean lehen kutxazain automatikoa ezarri zen Estatu Batuetan, eta 1984. urtean, ordea, bankuak email-a erabiltzen hasi ziren beraien bezeroei informazioa bidaltzeko, eta 1987an, berriz, bankuek lehen zerbitzu digitalak eskaini zituzten, baina benetako iraultza digitala laurogeita hamarreko hamarkadaren amaieran iritsi zen.

1993. urtean eCash izeneko soluzio informatikoa asmatu zuen David Chaumek, Amsterdameko CWIko kriptografiako buruak. Teknologia honek diru elektronikoarekin lan egitea ahalbidetzen zuen, eta honi lotuta, geroago, DigiCash sortu zen. **1995. urtean**, Mondex izeneko konpainia batek lehen diru-zorro elektronikoa kanporatu zuen. Urte honetan bertan, eBay sortu zen eta sekulako arrakasta izan zuen.

Ildo beretik, **1999. urtean** du jatorria gaur egun oso ezaguna den PayPal ordainketa bide elektronikoa. Metodo hau besteetatik bereizten duen ezaugarria da ez dela merkataritza zehatzetan zentratzen, baizik eta pertsonen arteko elkartruke monetarioak eskaintzen dituela, baina beti ere datu bankarioen edo kreditu-txartelen ezaugarri zehatzik eman gabe.

Une honen hasten da merkataritza elektronikoen benetako iraultza, eta baita online bidezko ordainketena ere, urte honetan baitute jatorria moneybrookers (orain Skrill), Braintree (Paypalen barnean dagoena orain), Stripe...

Gainera, 2016. urtean, Bizum izeneko zerbitzua eskaintzen hasi ziren entitate bankarioak, eta hasiera batean jendeari beldurra ematen zion arren, arriskutsua zenaren zalantza zutelako, handik urte gutxitara sekulako arrakasta izan zuen, eta gaur egun egunerokotasunean ia pertsona orok erabiltzen duen zerbitzua da, zehazki esanda, 23 milioi pertsonak baino gehiagok.

Azkenik, aipatu beharra dago 2019. urtean Txinan hasitako pandemiak izugarritzko eragina izan zuela ordainketa bide elektronikoa, positiboki, noski. Horrela, CNMC-ren (*Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*) arabera 2020. urtean merkataritza elektronikoa marka berria ezarri zuen, eta esate baterako Espainian 51.600 milioi baino gehiagoko zenbatekoak izan zituen, aurreko urtean, 2020an, baino %5,8 gehiagoko hazkundearekin.

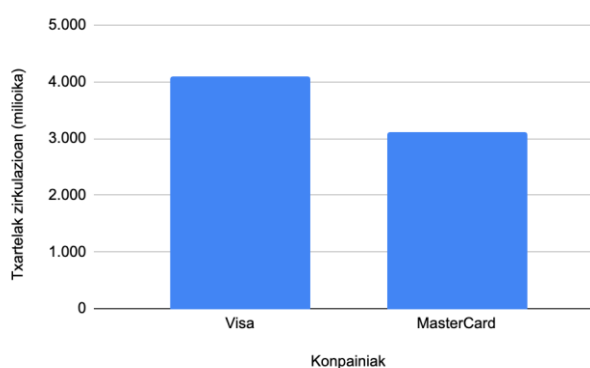
3.2.2. Sektoreko enpresa garrantzitsuak

Esan daiteke sektore honetako enpresa garrantzitsuenak bi direla: **Visa** eta **MasterCard**. Bi enpresa hauek multinazionalak dira, zerbitzu finantzarioak eskaintzen dituztenak, eta zerbitzu horien artean ordainketa bidezko zerbitzuak eskaintzen dituzte kreditu-txartelen bitartez. Hala ere, badaude beste enpresa ezagun batzuk ere, esate baterako **Bitcoin**, **American Express** edo **Discover**, baina aipatutako biek baino garrantzia gutxiago dute, dudarik gabe.

Visari dagokionez, esango genuke MasterCardek baino garrantzia handiagoa duela sektorean, bere transakzio bolumena handiagoa baita. Zehatzak izateko, lehen enpresaren merkatu kuota %39koa den bitartean, bigarren enpresa honen merkatu kuota %24koa da. Ikus daitekeen bezala, bi enpresen artean merkatuaren %63a osatzen dute, eta beraz, nabarmena da sektore honetan duten garrantzia. Gainera, esan daiteke duopolio erako merkatu bat osatzen dutela.

2022. urteari erreparaturaz, Visak 4.100 milioi txartel zituen bitartean zirkulazioan, MasterCardek 3.111 milioi besterik ez zituen. Beraz, esan daiteke Visa konpainiak %31,79 txartel gehiago dituela zirkulazioan MasterCard konpainiak baino.

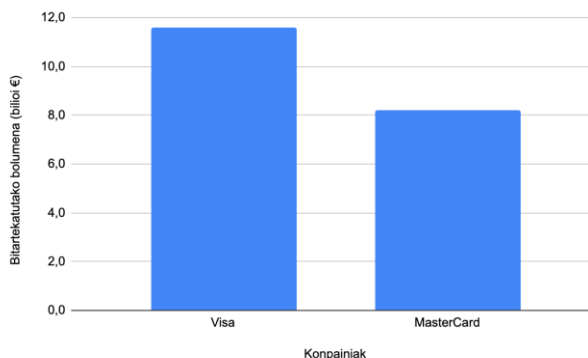
Grafikoa 7: Visa eta Mastercarden txartelak zirkulazioan milioika 2022. urtean



Iturria: norberak egina, *Expansionekeo Mastercard y Visa, dos grandes frente a frente* artikuluan oinarrituta

Horrez gain, bi enpresa hauek bitartekatutako bolumenari erreparaturaz, ikus daiteke Visa konpainiaren bolumena ere dezente handiagoa dela MasterCard konpainiarena baino. Zehazki, Visak 11,6 bilioi dolarreko bolumenak birtartekatu zituen bitartean, MasterCardek, berriz, 8,2 bilioi dolar soilik bitartekatu zituen.

Grafikoa 8: Visa eta Mastercardek bitartekatutako bolumenak 2022. urtean (bilioi dolarretan)



Iturria: norberak egina, [Expansioeko Mastercard y Visa, dos grandes frente a frente](#) artikuluan oinarrituta

Hala ere aipatu beharra dago nahiz eta zerbitzu berdina eskaini, bi konpainia hauen artean ezberdintasunak ere badaudela. Visak bezero gehiago dituen eta merkataritza edo denda gehiagotan onartzen den bitartean, Mastercardek transakzioak herrialde gehiagotan egin ahal izatea ahalbidetzen du, segurtasun handiagoarekin gainera. Hori gutxi balitz, azken hau dibisaren trukerako eskaintzen dituen prezio onengatik nabarmentzen da.

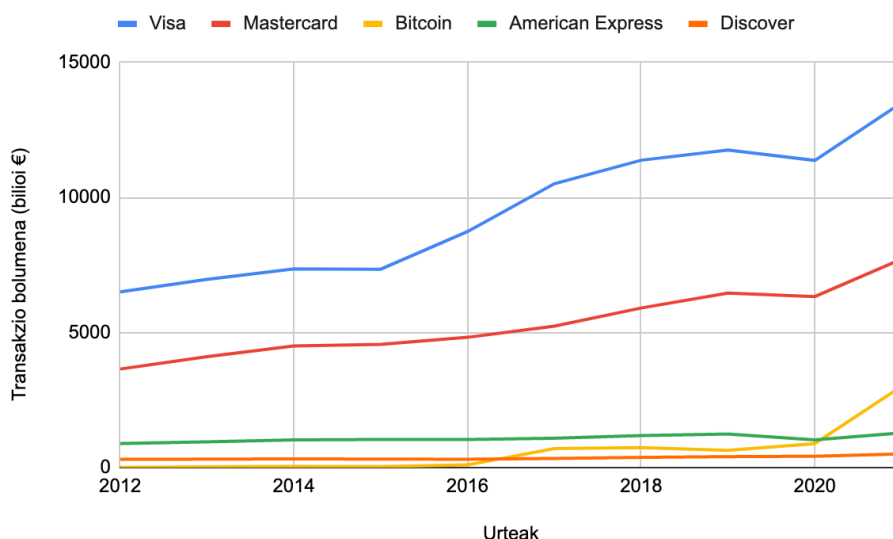
Horrez gain, Bitcoin ordainketa bide elektronikoan zentratuz, jarraian dagoen grafikoan ikus daitekeen bezala, urteen poderioz pixkanaka handitzen joan da Bitcoin, eta azken urteetan izugarritzko gorakada izan du, American Express eta Discoverren gainera jarriaz.

2017. urtean Discoverri gailentzea lortu zuen, honen urteko transakzio kopurua 336 bilioi eurokoa zen bitartean, Bitcoinena 704 bilioi dolarrekoa izan baitzen eta orduetik urte guztietan Discover baino transakzio kopuru handiagoa lortu du.

Gainera, 2021. urtean Bitcoin izugarritzko gorakada izan zuen eta oraingo honetan American Express gailentzea lortu zuen, azken honen transakzio kopurua urte honetan 1.284 bilioi dolarrekoa zen bitartean, Bitcoinena 3.007 bilioiokoa izatera iritsi baitzen.

Hala ere, aipatu beharra dago lehen esan bezala Visa eta Mastercardek osatzen duten duopolioa. Grafikoan era nabarmenean ikusten da besteen gainera daudela era nabarmenean, eta gainera, Visak ere Mastercardek baino postu hobea duela sektorean.

Grafikoa 9: Sektoreko enpresa garrantzizuen transakzio bolumenaren eboluzioa (bilioi/€)



Iturria: norberak egina, NYDIG-en oinarrituta

3.2.3. Ordainketa bide elektronikoen etorkizuna

Argi dago gaur egun ordainketa bide elektronikoen gure egunerokotasunean duten presentzia duela urte batzuk zutena baino askoz ere handiagoa dela, eta etorkizunean tendentzia hau areagotzea espero da, noski.

Amerika Erdialdeko Mastercard-eko Produktu Digitalen lehendakariordearen arabera, hau da, Irina Valassi-ren arabera, ordainketa bide elektronikoen bilakaera handitzen joango da urtez urte eta gaur egungo gain, beste batzuk ere gehituko dira, hala nola biometrikoak (aurpegi edo hatzaren bitartez ordaindu ahal izatea) eta kriptomonetak.

Ordainketa bide biometrikoen hasiera ikusi daitezke gaur egun, esate baterako mugikor edo smarthonak duela urte batzuetatik berezitasun biometrikoetan oinarrituta daude. Desblokeatzerakoan adibidez, hatz-marka edo aurpegia erabiltzeko aukera ematen dute. Horregatik, etorkizuneko ordaintzeko moduetako bat izatea espero da.

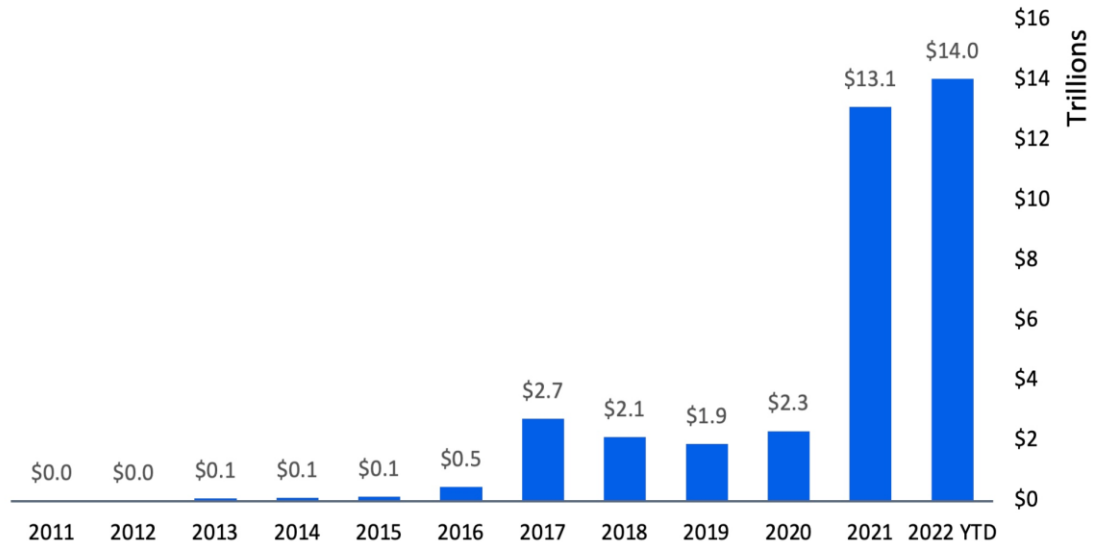
Kriptomonedei dagokionez, azken urteetan izugarriko gorakada izan dute, eta ikusi egin beharrik ez dago 2020. urtetik 2021. urtera eman zen aldaketa. Bitcoin bidezko transferentziak 2020. urtean 2,3 bilioi dolarrekoak ziren, eta 2021. urtean, berriz, 13,1 bilioi dolarreko zenbatekoa izan zuten. Gainera, 2022. urtean zifra hori gaintzea lortu zen, 14 bilioi dolarreko zenbatekoarekin, eta hori

dela eta, etorkizunean zifra hauek handitzen joatea eta etorkizuneko ordainketa-bide garrantzitsuetako bat izatea espero da.

Grafikoa 10 : Bitcoin bidezko transferentzien zenbatekoen bilakaera

BITCOIN ANNUAL TRANSFER VOLUME

Source: Glassnode, Eaglebrook Advisors



Iturria: Eaglebrook Advisors

Horrez gain, Irina Valassik QR baten bidez ordaindu ahal izatea ere etorkizuneko aukeretako bat izan litekeela uste du, baina oraindik nahikoa baliabide ez dituztela dio.

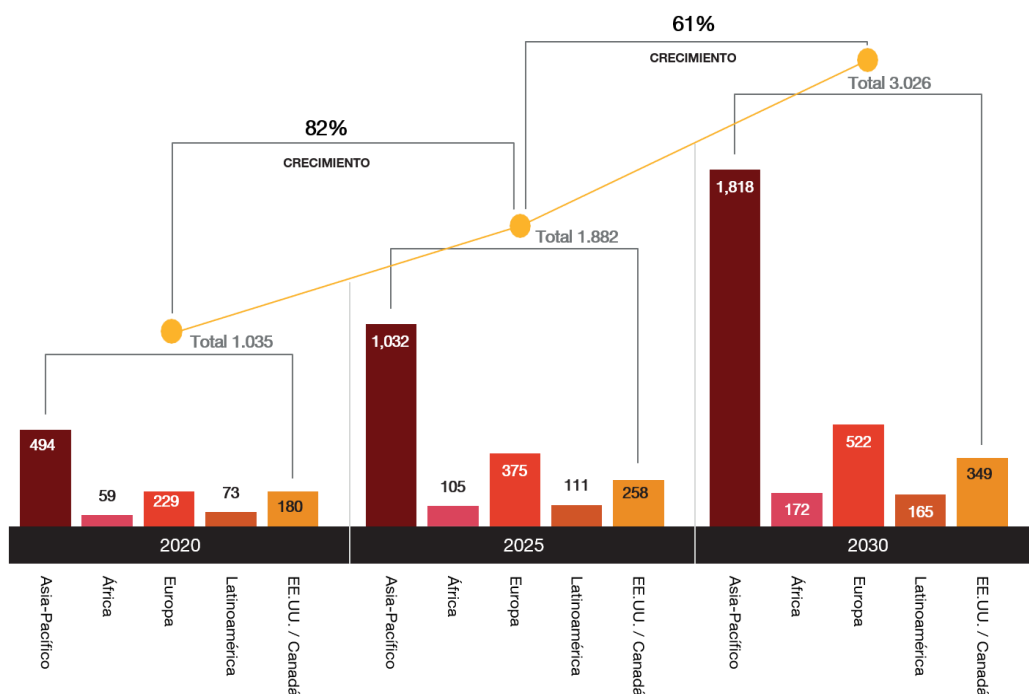
Estatu Batuetako JP Morgan bankuak argitaratutako txosten batean, *Key Trends to Drive Your Payments Strategy* (ordainketa-estrategiak gauzatzeko funtsezko joerak), etorkizunean ezarriko diren ordainketen sektoreko berrikuntza handienetako batzuk biltzen dira, eta diotenez, *Payment in Context* bidez ordaindu ahal izango da urte batzuk barru.

Payment in Context diotenean, webgune batera konektatu gabe erosteko aukera izatea esan nahi dute, hau da, sare sozialetan bertan erosteko aukera egongo da eta ez da beharrezkoa izango erosi nahi den produktuaren webgune ofizialera edo beste edozein webgunetara sartzea produktu hori erosi ahal izateko. Beste aukera bat, kafea mugikorraren eta ahotsaren bitartez erostea izango litzateke, hau da, demagun gidatzen ari den pertsona batek kafe bat eskatu nahi duela, mugikorra hartu, ahotsarekin mugikorrari hori agindu eta hamar minututan nahi den lekuan kafea prest egongo litzateke. Dagoeneko sare sozialak tendentzia honen lehen pausuak ematen hasi dira, eta esate baterako Facebook denden katalogoak...

eskaintzen hasia da bere kontsumitzaileei. Ordaintzeko modu honekin ez da beharrezkoa bezeroaren eta merkatariaren artean elkarreragin zuzenik, plataforma baten bitartez egiten baita salerosketa. Mota honetako aplikazioak ezagutzen ditugu jada esate baterako Uber edo Airbnb, eta hauetan aplikazioa edo webgunea da eskaintzaren eta eskariaren arteko bitartekaria, transakzioa egiteaz arduratzen dena. Aipatu bezala, etorkizunean egunerokotasunean askoz ere gehiago erabiliko direla aurreikusten da.

Hori gutxi balitz, PriceWaterhouseCoopers-ek (zerbitzu profesionalen sare global bat duen enpresa multinazionala) egindako txosten batek dioenez, *Payments & Beyond*, 2030ean ordaintzeta elektronikoa ia hirukoiztu egingo dira eta hiru bilioiko zenbatekoa gainditzera iritsiko dira. Beraien kalkuluen arabera 2020tik 2025era transakzio elektronikoa % 82 haziko dira, bilioi batetik 1,8 bilioietara igaroz, eta 2025 eta 2030 bitartean, hazkunde hori % 61ekoa izango da, mundu osoan hiru bilioiko transakzio zenbatekoa gainditu arte.

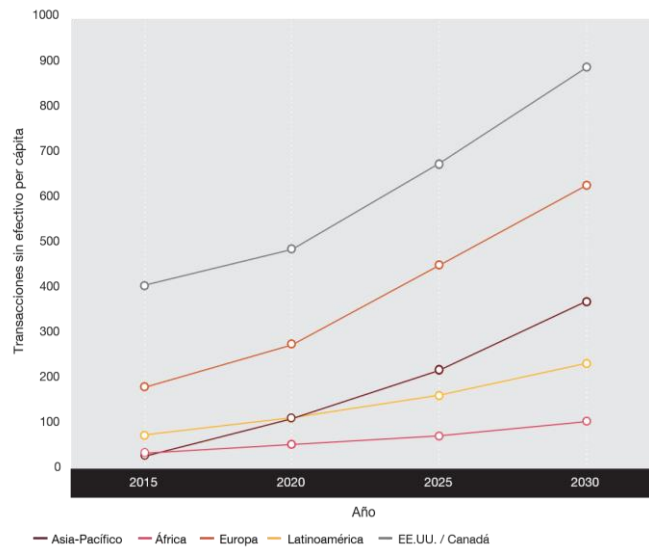
Grafikoa 11: Ordaintzeta bide elektronikoen hazkunde etorkizunean



Iturria: PwC Strategy & Global Payments 2021

Horregatik, hurrengo grafikoa ikus daitekeen bezala eskudirurik gabeko transakzioak per capita ia hirukoiztu egingo dela aurreikusten da. European esate baterako, 2015. urtean 200 transakzio baino gutxiago egiten ziren eskudirurik gabe, baina 2020. urtean kopuru hori izugarri handitu zen eta ia 300 transakzioetaraino heldu zen. Hori dela eta, tendentzia gorakor honek etorkizunean jarraituko duela espero da eta 2030. urtean 900 transakzio kopuruetara (per capita) iristea espero da.

Grafikoa 12: Eskudirurik gabeko transakzioen etorkizuna per capita



Iturria: PwC Strategy & Global Payments 2021

4. AMIA ANALISIA

Enpresaren kanpo-analisia (ingurune orokorra) eta barne-analisia (ingurune berezia) egin ondoren, analisi horretatik lortutako informazio hori guztia zehatz-mehatz aztertu behar da, enpresak etorkizunean zer egin beharko duen jakiteko beharrezkoak diren ideiak lortzeko, ideia horiek enpresak hurrengo urteetarako formulako dituen helburu eta estrategien hazia baitira. *(Estrategia zuzendaritza: Enpresa Politika, Finantza ekonomia II saila, 2021-2022 ikasturtea)*

Horregatik, beharrezkoa da zerrenda bat egitea aukera, mehatxu, indargune eta ahuleziekin. AUKERAK izango dira enpresarentzat bilakaera positiboa izan dezaketen inguruneko (kanpoko) faktoreak, eta MEHATXUAK, berriz, ingurunearen analisitik lortutako faktore negatiboak edo enpresarentzat negatiboak izan daitezkeenak. Bestalde, enpresaren barne faktore positiboak INDARGUNEAK izango dira eta negatiboak, berriz, AHULEZIAK. *(Estrategia zuzendaritza: Enpresa Politika, Finantza ekonomia II saila, 2021-2022 ikasturtea)*

Taula 2: AMIA analisia

INDARGUNEAK	AHULEZIAK
<ul style="list-style-type: none"> - Egonkortasun finantzarioa - Baliabide eta abilezia teknologiko bereziak - Ezagutza eta esperientzia diseinu eta fabrikazioan - Produktuen dibertsifikazioa - Merkatuak ondo baloratutako produktuak 	<ul style="list-style-type: none"> - Teknologia eta soluzio elektroniko berrien etengabeko beharra - Zibersegurtasun eta datuen urrakortasun arriskua
AUKERAK	MEHATXUAK
<ul style="list-style-type: none"> - Norgehiagoka txikia (ordainketa bide elektronikoen sektorea) - Lehiakide berrien mehatxu txikia (sarrera-hesi handiak) - Garapen teknologikoa - Eskariaren hazkundera soluzio elektronikoetan, automatizazio 	<ul style="list-style-type: none"> - Norgehiagoka handia (vending-sektorea) - Lehiakide asko - Krisialdi edo ziklo ekonomikoen eragin handia (COVID-19) - Teknologia disruptiboak abian jartzea

beharra <ul style="list-style-type: none"> - Lankidetzak-akordioak - Balio erantsi altuagoko produktuen eskariaren hazkundera - Krisialdi edo ziklo ekonomikoen eragina (COVID-19) 	
---	--

[Iturria: norberak egina](#)

Aukerei erreparatuz, merkatuan berriak diren lehiakideen mehatxua txikia da, hau da, sektoreko sarrera-hesiak nahiko handiak dira. Kontuan hartu beharra dago sektoreko enpresa kopurua oso handia dela, eta hauen artean bereiztea nahiko zaila dela. Gainera, finantzaketa handia behar izaten da sektorean sartzeko. Horregatik, sektore hauetan sartzea ez da erraza izaten, eta hau noski, positiboa da bertan kokatzen diren enpresentzat.

Hala ere, aipatu beharra dago ordainketa bide elektronikoen sektorean norgehiagoka maila txikia dela sektore gutxi batzuk osatzen dutelako merkatuaren gehiengoa.

Horrez gain, garapen teknologikoa izugarria den sektoreak dira, eta saiakera ikaragarriak egiten dituzte, esate baterako, soluzio elektronikoen. Hori dela eta, mugikorrarekin ordaintzea posible da, behin eta berriz kargatu posible diren txartelen bidez ordaindu ahal da...

Ildo beretik, soluzio elektronikoen eskaria izugarri handitu da azken urteetan, eta esan beharrik ez dago kontsumitzaileek gero eta gehiago balioesten dutela digitalizazioa. Adibidez, Ecommercenews atari digitalak 2018. urtean egindako inkesta baten arabera, urte honetan kontsumitzaileen %69ak txartelaren bidez vending makinetan ordaindu ahal izatea eskatzen zuen, eta Hostel Vendingek urte berean ere ikusi zuen txartel bidez ordaintzea ahalbidetzen ez zuten salmenta automatikoko makinek kontsumoaren %42ko beherakada ekartzen zutela.

Bestalde, enpresen artean akordio eta aliantzak egiteko joera dago, batez ere, vending sektorearen kasuan produktu eta zerbitzuak ezagutarazteko eta ordainketa bide elektronikoen sektorearen kasuan, berriz, kontsumitzaileei salerosketa errazagoa egiteko, edo kontsumitzaileei erraztasunak emateko.

Gainera, argi dago kontsumitzaileek sektore hauetan balio erantsi altuagoko produktuei garrantzia ematen dietela, hau da, vending sektorearen kasuan soluzio elektronikoko hobeak edo

gehigarriak dituen salmenta automatikoko makinari garrantzia emango dio kontsumitzaileak, eta baita ordainketa bide elektronikoko sektorean ere, berrikuntzak edo gehigarriak dituen txartel bati, adibidez.

Azkenik, aipatu beharra dago krisialdi edo ziklo ekonomikoek sektore hauei era desberdinetan eragiten dietela, hau da, positiboa edo negatiboa izan daiteke bi sektoreentzat. Esate baterako, COVID-19 pandemian, lehen aipatu bezala, ordainketa bide elektronikoen izugarritzko gorakada izan zuen, baina vending sektorean, berriz, era negatiboan eragin zuen, eskariaren beherakada ekarriz. Etorkizunean, krisialdi edo ziklo ekonomikoek era negatiboan edo positiboan eragin dezaketela argi dago.

Mehatxuetan zentratuz, norgehiagoka handia dagoen sektorea da, hau da, lehia asko dago, lehiakide asko daude. Lehia maila handia denez, sektore hauetako enpresak etengabe beraien lehiakideen produktu eta zerbitzuei harreta berezia jartzen diote.

Horrez gain, teknologia disruptiboek izugarri kaltetu ditzakete sektoreak. Esate baterako, sektoreetako enpresen negozio-ereduan mehatxu bat izan daitezke, eta hauen eraginez negozio-eredua goitik behera aldatu beharko lukete, horregatik, mehatxu bat izango litzateke sektore hauetako enpresentzat.

Indarguneei erreparatuz, esan beharrik ez dago enpresa honek duen egonkortasun finantzarioa positiboa dela, aurrerago aztertuko dugun bezala. Azken finean, ibilbide luzea duen enpresa da, duela urte asko sortua, eta beraien ezagutzan eta esperientzian oinarritzen dira diseinatzeko eta fabrikatzeko orduan.

Lehen aipatu bezala, izugarritzko abilezia dute teknologia berezietan eta soluzio elektronikoetan, hau da, baliabideak dituzte beraien eginkizunak edo nahiak aurrera eramateko.

Baita ere, aipatu beharra dago enpresa honen produktuen dibertsifikazioa. Esan bezala, internazionala den enpresa da Azkoyen, eta beraien produktuak herrialde ugari eta ezberdinetan saltzera heltzen dira, esate baterako: Espainian, Italian, Portugalen, Estatu Batuetan, Kolonbian... Gainera, lehen aipatu bezala ibilbide honetan zehar negozio-eredu berrien aldeko apustua egin du eta baita produktu berrien aldeko apustua ere.

Bukatzeko, merkatuak ondo baloratzen dituen produktuak ere baditu Azkoyenek, eta horren adierazle dira jasotako hainbat sari. Esate baterako, Hostel Vendingen arabera, 2022. urtean Azkoyenek bi sari jaso zituen *European Product Design Award* setan, produktuen diseinuan

oinarritutakoak. Lehenengo saria, lehenengo saria Catering produktu onenarengatik jaso zuten Neo Q, *dos en uno* makina modeloगतिक, ur-iturriaren eta kafe-makinaren arteko fusioa konbinatzen dituen, eta, bestalde, soluzio berarekin, bulegoko ekipoen produktu onenaren saria.

Ahulezietan zentratuz, kontuan hartu behar da enpresa asko daudela merkatuan, eta lehiakide asko dituela Azkoyen enpresak. Hori dela eta, lehiakideen artean etengabe bereizteko beharra du, eta horretarako teknologia eta soluzio elektronikoek berrikuntzaz baliatzen da.

Azkenik, ez dago esan beharrik teknologiak eta soluzio elektronikoek duten garrantzia enpresan, eta hori dela eta, zibersegurtasunaren urraketa arriskua duen enpresa da, hau da, datuen urraketarako arriskua duena.

5. ANALISI EKONOMIKO-FINANTZARIOA

Azkoyenen analisi ekonomiko finantzarioarekin, bere emaitzak kontableki nolakoak izan diren jakiteaz gain, ondorioak atera eta erabakiak hartu ahal dira. Horregatik, enpresa honen urteko kontu bateratuei (taldea delako) erreparatuz, bere balantzearen eta galdu irabaziaren analisisa egitea posible izango da, zehazki, azken lau urteetako.

Emaitza hauek aztertuz, enpresan egoera nolakoa den jakitea posible izango da, hauek erakutsiko baitigute ea egonkorra den finantzarioki, irabaziak izan dituen azken urteetan, irabazi horien jatorria... Azterketa horren barnean, zenbait ratioren kalkulua eta interpretazioa garrantzitsuak dira, eta hau guztia baliagarria izango da etorkizuneko aurreikuspenak egiterako garaian.

Jarraian aipatutako datuak, hau da, balantzearen eta galdu irabaziaren partidetako zenbakiak edo kantitateak Azkoyenek bere webgunean argitaratzen dituen urteko kontu bateratuetatik ateratakoak dira, zehazki, 2019, 2020, 2021 eta 2022. urteko urteko txostenetatik.

5.1. Balantzearen analisisa

Taula 3: Azkoyenen aktiboa azken urteetan

AKTIBOA (mila €)	2019	2020	2021	2022
AKTIBO EZ-KORRONTEA	90.161	87.588	84.023	115.658
Ibilgetu ukiezina	53.354	53.278	54.658	84.499
Ondare historikoko ondasunak	6.940	6.243	5.360	7.954
Ibilgetu ukigarria	19.242	18.334	14.242	14.282
Ondasun higiezinetakoa inbertsioak	1.241	1204	1.167	1.129
Epe luzeko finantza inbertsioak	802	744	528	511
Zerga geroratuen aktiboak	8.400	7.785	8.068	7.283
AKTIBO KORRONTEA	74.352	72.692	86.850	93.950
Saltzeko mantendutako aktibo ez arrunta	-	-	4.135	3.982

Izakinak	23.204	22.649	20.960	32.074
Erabiltzaileak eta bestelako berezko jardueraren zordunak	5.727	5.970	6.929	7.058
Zordun komertzialak eta kobratzeko bestelako kontuak	29.096	22.261	29.499	38.876
Bestelako aktibo korronteak	770	751	648	879
Eskudirua eta bestelako aktibo likido baliokideak	15.555	21.061	24.679	11.081
AKTIBOA GUZTIRA	164.513	160.280	170.873	209.608

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Aktibo ez korronteak eta aktibo korronteak aktibo totalarekiko duten pisua jakiteko, balio erlatiboak kalkulatzeko ezinbestekoa da. Behin hori eginda, ikus daiteke aipatutako bi partida hauek aktibo totalarekiko duten pisua antzekoa dela. Hala ere, aipatu beharra dago lehenengo bi urteetan, hau da, 2019, 2020, eta 2022. urteetan aktibo ez korronteak pisu gehiago duela aktibo korronteak baino, baina 2021. urtean, aktibo korrontearen pisua handiagoa da aktibo ez korrontearena baino.

Taula 4: Azkoyenen aktibo ez korronte eta korrontearen balio erlatiboak aktibo totalarekiko

PARTIDA	2019	2020	2021	2022
AKTIBO EZ KORRONTEA	54,80%	54,65%	49,17%	55,18%
AKTIBO KORRONTEA	45,20%	45,35%	50,83%	44,82%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Aktibo ez korrontearen barnean, urte guztietan eta zalantzarik gabe, ibilgetu ukiezina da bertako partidarik garrantzitsuenak. Aktibo korrontearen, berriz, ezin da hain garbi ikusi zein den partidarik garrantzitsuenak, eta horregatik, bertako partida garrantzitsuenen balio erlatiboak daude kalkulatu hurrengo taulan.

Taula 5: Azkoyenen aktibo korronteetako partiden balio erlatiboak aktibo totalarekiko

AKTIBO KORRONTEA	2019	2020	2021	2022
Izakinak	14,10%	14,13%	12,27%	15,30%

Zordun komertzialak eta kobratzeko bestelako kontuak	17,69%	13,89%	17,26%	18,55%
Eskudirua eta bestelako aktibo likido baliokideak	9,46%	13,14%	14,44%	5,29%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Taulan ikus daitekeen bezala, urte guztietan, 2020. urtean izan ezik, partida garrantzitsuena, zordun komertzial eta kobratzeko bestelako kontuena izan da. Dena den, aipatu beharra dago 2020. urtean aktibo korronteko hiru partida garrantzitsuenen zenbatekoa oso antzekoa izan zela, eta ez dela bat beste guztien aurrean nabarmentzen.

Hau guztia ikusita, esan daiteke gutxi gorabehera urte guztietan aktiboaren egitura nahiko antzeko mantendu dela. Gainera, aktibo korrontearen zenbatekoa handitzen joan da urtez urte, baina aktibo ez korronteari begiratzuz gero, ikus daiteke 2020 eta 2021. urteetan partida honek beherakada bat jasan zuela, nahiz eta 2022. urtean berriro ere gorakada bat izan. Azkenik, aktibo totalaren zenbatekoari erreparatuz gero, nahiz eta 2020. urtean zenbatekoa zertxobait jaitsi, ordutik aktiboaren zenbatekoa handitzen joan da era nabarmenean eta nabarmentzekoa da 2021. urtetik 2022. urtera izandako gorakada.

Taula 6: Azkoyenen ondare garbia eta pasiboa

OG ETA PASIBOA (mila €)	2019	2020	2021	2022
ONDARE GARBIA	100.155	105.744	114.524	102.833
<i>Fondo propioak</i>	<i>100.956</i>	<i>107.207</i>	<i>115.229</i>	<i>104.377</i>
Kapital soziala	14.670	14.670	14.670	14.670
Erreserbak	70.548	86.603	92.909	75.174
Akzio eta ondare-partaidetza propioak	(338)	(393)	(399)	(380)
Matrizearen ekitaldiko emaitza	16.076	6.327	12.926	14.913
Konturako dibidendua	-	-	(4.877)	-
Metatutako beste emaitza globala	(898)	(1612)	(904)	(1.678)
Baterakuntzaren bestelako emaitzak	(898)	(1612)	(904)	(1.678)

<i>Interes minoritarioak</i>	97	149	199	134
PASIBO EZ-KORRONTEA	22.855	20.313	13.428	46.933
Epe luzeko hornidurak	450	403	287	623
Kreditu erakundeekin zorrak	12.488	10.578	4.515	27.886
Diru sarrera geroratuak	97	78	56	34
Kontratuengatik pasiboak	127	78	365	469
Zerga geroratuagatiko pasiboa	2.733	3.160	3.219	6.821
Bestelako pasibo finantzarioak	6.960	6.016	4.986	11.100
PASIBO KORRONTEA	41.503	34.223	42.921	59.842
Epe laburreko hornidurak	2.676	1.814	2.073	2.917
Kreditu erakundeekin zorrak	5.043	5.721	6.058	9.582
Bestelako pasibo finantzarioak	2.501	2.479	2.376	4.736
Hartzekodun komertzialak eta ordaintzeko bestelako kontuak	25.401	17.823	25.449	34.874
Pertsonala	4.788	4.633	4.850	5.484
Zerga korrontearen pasiboa	1.094	1.753	2.115	2.249
OG ETA PASIBOA GUZTIRA	164.513	160.280	170.873	209.608

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Ondare garbiari begiratuta, nabarmentzekoa da 2022. urtean partida honek izan duen beherakada. 2019. urtetik 2021. urtera hazten joan den arren, 2022. urtean dezente jaitsi dela esan daiteke. Esan beharrik ez dago partida honetan funts propioek dutela pisu gehiena, ia guztia ez esatearren. Funts propioen barruan, partida garrantzitsuena, berriz, erreserbena da, nahiz eta azken urtean nabarmen jaitsi.

Taula 7: Pasibo ez korronteak eta korronteak aktibo totalarekiko duten balio erlatiboa

PARTIDA	2019	2020	2021	2022
PASIBO EZ KORRONTEA	13,89%	12,67%	7,86%	22,39%
PASIBO KORRONTEA	25,23%	21,35%	25,12%	28,55%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Pasiboari erreparaturik, ikus daiteke urte guztietan egitura berdina mantendu dela, hau da, pasibo korrontearen zenbatekoa zertxobait aldatzen joan bada ere, balio erlatiboaren portzentaia oso antzekoak izan dira, pasibo osoaren %25aren inguruan ibili dira. Dena den, aipatzekoa da pasibo ez korronteak azken urtean izan duen gorakada, pasibo osoaren %7,89tik %22,39ra igo baita.

Pasibo ez korrontearen barnean, garrantzitsuena den partida kreditu erakundeekin zorrak azaltzen dituen partida da, era nabarmenean gainera. Hala ere, aipatu beharra dago, 2021. urtean partida honek izugarritzko beherakada izan zuela, baina 2022. urtean aurreko urteko zenbatekoetara iritsi zen. Horrez gain, bestelako pasibo finantzarioen kopurua 2021. urtetik 2022. urtera izugarri handitu da.

Pasibo korrontean zentratuz, esan beharrik ez dago bertako partida garrantzitsuena hartzekodun komertzial eta ordaintzeko bestelako kontuena dela, gainera, hurrengo taulan ikus daitekeen bezala, urte guzti hauetan aktibo osoarekiko izan duen garrantzia antzekoa izan da, hori islatzen dute balio erlatiboaren portzentaiek.

Taula 8: Pasibo korronteko partida garrantzitsuenaren balio erlatiboa aktibo totalarekiko

PASIBO KORRONTEA	2019	2020	2021	2022
Hartzekodun komertzialak eta ordaintzeko bestelako kontuak	15,44%	11,12%	14,89%	16,64%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Hau guztia ikusita, esan daiteke, nahiz eta salbuespen txiki batzuk egon, Azkoyen taldea nahiko egonkor mantendu dela azken lau urte hauetan eta era laburrean esanda, aktiboko partida garrantzitsuena ibilgetu ukiezina izan da, eta pasiboko partida garrantzitsuena, berriz, hartzekodun komertzial eta ordaintzeko bestelako kontuena.

5.2. Galdu irabaziaren analisisa

Taula 9: Azkoyenen galdu-irabazia

GALDU-IRABAZIAK (mila €)	2019	2020	2021	2022
Negozio zifraren zenbateko garbia	145.815	114.357	138.866	170.841
<i>Hazkundera</i>		-21,57%	21,43%	23,03%
Produktu bukatuen eta bideango izakinen aldaketa	(340)	799	(2.452)	2.378
Enpresak bere aktiborako egindako lanak	805	1.040	1.662	1.698
Hornikuntzak	(50.259)	(37.523)	(46.382)	(66.108)
<i>Hazkundera</i>		-25,34%	23,61%	42,53%
Ustiapeneko bestelako sarrerak	1.980	2.941	2.410	3.807
<i>Hazkundera</i>		48,54%	-18,06%	57,97%
Pertsonal gastuak	(51.257)	(49.377)	(52.055)	(58.070)
<i>Hazkundera</i>		-3,67%	5,42%	11,56%
Ustiapeneko bestelako gastuak	(21.164)	(16.029)	(19.515)	(26.553)
<i>Hazkundera</i>		-24,26%	21,75%	36,06%
Ibilgetuaren amortizazioa	(6.330)	(6.158)	(5.872)	(7.257)
Ibilgetu ez-finantzarioko eta bestelako en diru laguntzen egozpena	21	22	22	22
Hornidura soberakinak	46	-	-	-
Ibilgetuaren narriadura eta inorengatzearen emaitza	(4)	(3)	11	(24)
Bestelako emaitzak	37	95	88	86
USTIAPENeko EMAITZA	19.350	10.164	16.783	20.820
<i>Hazkundera</i>		-47,47%	65,12%	24,05%

Sarrera finantzarioak	37	32	31	36
Gastu finantzarioak	(316)	(393)	(321)	(963)
Kambio diferentziak	79	(149)	165	(95)
EMAITZA FINANTZARIOA	(200)	(510)	(125)	(1.022)
ZERGA AURREKO EMAITZA	19.150	9.654	16.658	19.798
<i>Hazkundera</i>		-18,26%	16,64%	27,20%
Mozkinen gaineko zerga	(3.062)	(3.275)	(3.652)	(4.781)
EKITALDIKO EMAITZA	16.088	6.379	13.006	15.017
<i>Hazkundera</i>		-18,56%	16,72%	27,15%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Taula honetan Azkoyen taldearen azken lau urteetako galdu irabaziaren emaitzak ikus daitezke. Orokorrean, xehetasunetan sartu aurretik, nabarmendu beharra dago Azkoyenen urte hauetako guztietako ekitaldiko emaitza positiboa izan dela. Gainera, azken urtean %27,15eko gorakada izan du, bereziki negozio zifraren zenbateko garbia %23,03 handitu delako. Hala ere, aipatzekoa da 2020. urtean ekitaldiko emaitzak izan zuen jaitsiera. Jaitsiera horren jatorria negozio zifraren zenbateko garbian zegoen, %21,57ko jaitsiera izan baitzuen partida honek.

Ustiapeneko emaitzari erreparatuz, ekitaldiko emaitzaren antzera urte hauetan guztietan positiboa izan da, eta gainera azken urtean %24,05eko igoera izan du, baina aurretik aipatu bezala, 2020. urtea aurreko urtearekin konparatuz, 2020. urtean negozio zifraren zenbateko garbiak izugarritzko jaitsiera eragin zuen ustiapeneko emaitzan ere.

Bestalde, emaitza finantzarioan zentratuz, aipatzekoa da izan dituen gorabeherak, baina batez ere, azken urtean, hau da, 2021. urtetik 2022. urtera gastu finantzarioek izan duten aldaketa, negatiboki, noski. Horren ondorioz, azken urtean izugarri handitu da emaitza negatibo finantzarioa.

Azkenik, aipatu beharra dago galdu irabaziaren ekitaldiko emaitzaren eta balantzean azaltzen den matrizearen ekitaldiko emaitzaren zenbatekoak ez direla berdinak, eta hurrengo taulan azaltzen da horren zergatia. Ikusten den bezala, galdu irabaziko ekitaldiko emaitzak interes minoritarioei egotzitako emaitza barneratzen du, eta matrizearen ekitaldiko emaitzak (balantzekoak), berriz, ez.

Taula 10: Balantzeko eta galdu irabaziko ekitaldiko emaitzaren arteko ezberdintasuna

(mila €)	2019	2020	2021	2022
EKITALDIKO EMAITZA (G/I)	16.088	6.379	13.006	15.017
MATRIZEAREN EKITALDIKO EMAITZA	16.076	6.327	12.926	14.913
Diferentzia, interes minoritarioei egotzitako emaitza	12	52	80	104

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

5.3. Errentagarritasun ekonomikoa

Errentagarritasun ekonomikoa enpresa bateko mozkinak, interesak eta zergak ordaindu baino lehen, bere aktibo edo inbertsio totalekin zatituz kalkulatzen den errentagarritasunaren neurria da. Ratio honekin, enpresak inbertituta duen zenbatekoagatik zenbat euro irabazten dituen jakin ahal da. Hori horrela izanik, honela kalkulatzen da:

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

Kalkuluarekin hasi aurretik, beharrezkoa da politika fiskalaren eragina zein den edo nolakoa den ikustea, zein emaitza erabili jakin ahal izateko.

Taula 11: Politika fiskalaren eragina

Politika fiskala (mila €)	2019	2020	2021	2022
Mozkinen gaineko zerga	3.062	3.275	3.652	4.781
Zerga aurreko emaitza	19.150	9.654	16.658	19.798
MGZ efektiboa	15,99%	33,92%	21,92%	24,15%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Taula honetan ikus daitekeen bezala, Azkoyenen azken urteetako politika fiskala ez da oso antzekoa izan, gorabeheratsua izan dela esango genuke, nahiz eta azken bi urteetan konstanteago

edo parekatuago mantendu. Hori dela eta, hau da, mozkinen gaineko zerga efektiboaren zenbatekoa ez denez azken lau urteetan antzekoa izan, BAIT, interes eta zerga aurreko mozkin erabili beharko dugu errentagarritasun ekonomikoa kalkulatzeko garaian.

$$\text{Errentagarritasun ekonomikoa (ROI)} = \frac{\text{BAIT}}{\text{Aktiboa}}$$

$$\text{BAIT} = \text{Ekitaldiko emaitza} + \text{gastu finantzarioak} + \text{MGZ}$$

Taula 12: Interes eta zerga aurreko mozkinaren kalkulua

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Ekitaldiko emaitza	16.088	6.379	13.006	15.017
Gastu finantzarioak	316	393	321	963
Mozkinen gaineko zerga	3.062	3.275	3.652	4.781
BAIT	19.466	10.047	16.979	20.761

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Behin hau kalkulatu, kontuan hartu behar da errentagarritasun ekonomikoaren formulak zenbait gauza kontutan hartzen dituela, zehazki esanda, marjina eta errotazioa kontuan hartzen ditu:

$$EE_{(ROI)} = \frac{IAZAM (BAIT)}{Aktiboa} = \text{marjina} \times \text{errotazioa} = \frac{IAZAM (BAIT)}{Salmentak} * \frac{Salmentak}{Aktiboa}$$

Taula 13: Errentagarritasun ekonomikoaren (ROI) kalkulua

(mila €)	2019	2020	2021	2022
ROI	11,83%	6,27%	9,94%	9,90%
Marjina	13,35%	8,79%	12,23%	12,15%
Errotazioa	0,89	0,71	0,81	0,82

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Errentagarritasun ekonomikoaren ratioari erreparatuz, ikus daitekeen moduan 2020. urtean beherakada nabarmena izan zuen ia erdira jaitsiaz, baina 2021. zertxobait igo zen, 2022. urtean antzeko portzentaia lortuz. Oinarriko urteari dagokionez, aktiboan inbertitutako 100 moneta unitate bakoitzagatik 11,83 moneta unitate irabazten dira. Hori horrela izanik, esan daiteke, azken

urteetan aktiboan inbertitzeagatik lortutako irabazia txikitu egin dela azken urteetan oinarri urtearekin konparatzen baldin bada.

Marjina eta errotazioarekin ere aurreko bera gertatu da, 2020. urtean jaitsiera nabarmena izan zuten, baina errentagarritasun ekonomikoak ez bezala, bi hauek ia oinarri urteko zenbatekora heltzea lortu zuten, emaitza oso antzekoak lortuaz. Marjinaren gorabeherak hobeto ulertzeko, aipatu beharra dago interes aurreko eta zerga aurreko mozkinak (BAIT) izan dituen gorabeherak, 2020. urtean izugarri jaitsiaz (%48,39), eta 2020. urtetik 2021. urtera izugarri igoaz (%69).

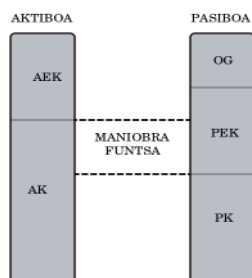
Marjinaren esanahian zentratuz, saltzen duen 100 moneta unitate bakoitzeko zenbat irabazten duen azaltzen du. Beraz, oinarri urtean saldutako 100 moneta unitate bakoitzeko 13,35 moneta unitate irabazten zituen. Hurrengo urteetako datuekin erreparatuta, hemen ere, errentagarritasun ekonomikoaren antzera, oinarri urtean saldutako zenbatekoagatik gehiago irabazten zuen.

Errotazioaren esanahiari dagokionez, berriz, inbertitzen duen 100 moneta unitate bakoitzeko lortzen duen salmenta bolumena da. Kasu honetan, aldaketa soilik nabarmena 2020. urtean da, beste urteetan gutxi gorabehera inbertitutako 100 moneta unitate bakoitzeko 80 inguruko salmenta bolumenak lortu baitira.

5.4. Errotazio Fondoak

Errotazio fondoak edo maniobra funtsak, enpresak epe laburreko zorrak estaltzeko behar duen epe luzeko finantzazioa zein den jakitea ahalbidetzen du.

Irudia 9: Errotazio fondoaren azalpen eskematikoa



Iturria: Gizapedia

Irudian ikus daitekeen bezala, errotazio fondoak aktibo korrontearen eta pasibo korrontearen arteko kenketaren bidez kalkulatzen da, hau da:

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

Hori horrela izanik, hurrengo taulan ikus dezakegu Azkoyen taldeak azken lau urteetan izandako emaitza.

Taula 14: Errotazio Fondoaren emaitza azken urteetan

(mila €)	2019	2020	2021	2022
EF	32.849	38.469	43.929	34.108

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Aurreko taulan ikus daitekeen bezala, azken urteetako errotazio fondoa positiboa izan da. Ondorioz, esan daiteke enpresa oreka finantzarioan dagoela eta epe luzera behar duen aktibo korrontearen zatia epe luzeko baliabideekin finantzatzeko duela. Gainera, aktibo korrontea pasibo korrontea baino handiagoa denez, enpresak likidezia finantzarioa du, hau da, epe laburrera zorrak eta gastuak ordaintzeko gai da, aktibo korrontearekin pasibo korronteko zorrak ordaintzeko ahalmena baitu.

Hala ere, aipatu beharra dago 38.000 mila euro inguruko soberakinak dituela, eta nahiz eta hasiera batean emaitzak onak diren arren, xehetasun gehiago beharrezkoak izango lirateke aktibo korrontearen zenbatekoa egokia den edo gehiegizkoa den jakiteko.

5.5. Kaudimena

Kaudimena, enpresa batek epe labur edo luzera bere zorrak epemugan kitatzeko duen ahalmena da, beti ere bere jardunean gatazka edo trabarik sortu gabe. Hala ere, esan beharra dago kaudimenaren barnean, epe laburreko kaudimena eta epe luzeko kaudimena aurki daitezkeela.

EPE LABURREKO KAUDIMENA

Epe laburreko kaudimena, esan dezakegu, enpresak epe laburrera zorrak ordaintzeko duen gaitasuna dela. Kasu honetan, garrantzitsua da enpresa mota ondo antzematea, hau da, garrantzia handia du enpresaren negozio ereduak, orokorrean, aktibo zirkulatzailerik baxuak dituzten enpresa

batzuek errendimendu handiak izan ditzaketelako. Gainera, ratio handiegi batek, diru-baliabideen erabilera eraginkorra ez dela islatu dezake.

Hori horrela, epe laburreko kaudimena aztertzeke hainbat ratio erabiltzen dira:

$$\text{Epe laburreko kaudimena} = \frac{\text{Aktibo korrontea}}{\text{Pasibo korrontea}}$$

Aktibo korrontea pasibo korrontearekin zatitzen duen ratio honen emaitza egokiena 1,5 ingurukoa izango litzateke, baina garrantzitsuena 1 baino handiagoa izatea da. Emaitza 1 baino txikiagoa baldin bada, enpresa porrot egoeran dagoela esan nahiko luke, eta gainera, 1,5 baino handiagoa den emaitza batekin ondoriozta daiteke produktiboak diren aktibo ugari daudela enpresan.

$$\text{Likidezia ratioa} = \frac{\text{Aktibo korrontea} - \text{Izakinak}}{\text{Pasibo korrontea}}$$

Likidezia ratioaren emaitza egokiena ere 1 ingurukoa izango litzateke, horrela, enpresak epe laburrera ez duela arazorik epe laburreko zorrak ordaintzeko ondorioztatuko litzateke. 1 baino txikiagoa den emaitza batek kontrakoa adieraziko luke, ezingo litzuzkeela epe laburrera dituen zor guztiak ordaindu, eta 1 baino handiagoa den emaitza batek, berriz, soberan epe laburreko zorrak ordaintzeko ahalmena duela esan nahiko luke.

$$\text{Erabilgarritasun ratioa} = \frac{\text{Erabilgarria}}{\text{Pasibo korrontea}}$$

Kasu honetan, emaitza egokiena 0,1 eta 0,15 artean dagoena izango litzateke, eta 0,1 baino baxuagoa den emaitza batek enpresak epe laburrera bere zorrak ordaintzeko arazoak izango litzuzkeela adieraziko luke. 0,15 baino altuagoa den emaitza batek, berriz, guztiz kontrakoa adieraziko luke.

Taula 15: Epe laburreko kaudimenaren ratioak

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Epe laburreko kaudimena	1,79	2,12	2,02	1,57
Likidezia ratioa	1,23	1,46	1,54	1,03
Erabilgarritasun ratioa	0,37	0,62	0,57	0,19

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

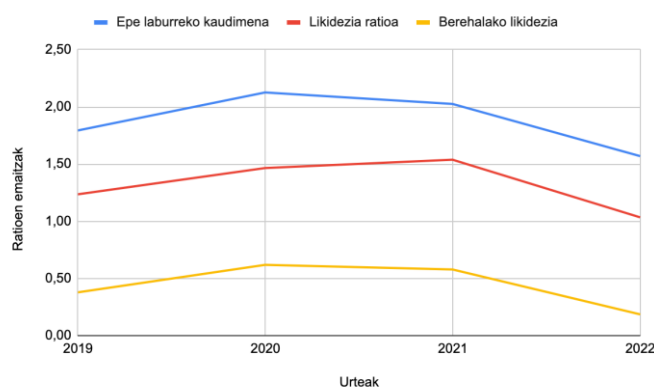
Datuak interpretatzen hasiz, epe laburreko kaudimenaren ratioari dagokionez, urte guztietan ratio honen emaitza 1,5 baino handiagoa da. Horrek esan nahiko luke, enpresak soberan ordain ditzakeela epe laburreko zorrak, hau da, ez duela arazorik izango epe laburreko zorrak ordaintzerako garaian. Hala ere, aipatu beharra dago 2020. urtean soilik izan zuela gorakada ratio honek, gero urtez urte jaisten joan baita.

Likidezia ratioari erreparatuz, emaitza guztiak 1 baino handiagoak direla aipatu beharra dago. Beraz, berriro ere, esango genuke enpresak ez lukeela arazorik eduki behar epe laburreko zorrak ordaintzerako garaian. Hala ere, nabarmentzekoa da azken urtean ratio honek izan duen emaitza “eskasa”, aurreko urteekin konparatuz dezente jaitsi baita, eta oso gertu baitago 1etik.

Azkenik, erabilgarritasun ratioaren arabera, emaitza guztiak 0,15 baino handiagoak direnez, esan daiteke berriro ere enpresak ez duela arazorik izango epe laburreko zorrak ordaintzerako garaian, baina hemen ere nabarmen ikus daiteke ratioak izan duen beherakada, eta larritzekoa ez den arren, beherakada horren jatorria zein den ikustea interesgarria izango litzateke.

Jarraian, dagoen grafikoan aipatutakoa erraz antzeman daiteke, beherakadak nabarmenak izan baitira.

Grafikoa 13: Epe laburreko kaudimenaren ratioen eboluzioa



Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

EPE LUZEKO KAUDIMENA

Epe luzeko kaudimena, berriz, epe luzera enpresak zorrak ordaintzeko duen gaitasuna adieraziko luke, eta epe laburreko kaudimenean bezala, epe luzeko kaudimena hainbat ratioen bitartez identifikatzea posible da.

$$\text{Epe luzeko kaudimena} = \frac{\text{Aktiboa}}{\text{Pasiboa}}$$

Epe luzeko kaudimenaren ratioaren bidez, enpresa kaudimenduna dela ondorioztatuko da ratio honen emaitza 1 baino handiagoa baldin bada, kontrako kasuan, berriz, enpresa honek ez duela kaudimen nahikorik esango da.

$$\text{Zorpetzea} = \frac{\text{Pasiboa}}{\text{Ondare garbia} + \text{pasiboa}}$$

Ratio honen balio optimoak 0,4 eta 0,6 artean daudenak izango lirateke, hau da, horiekin ondoriozta daiteke enpresak epe luzera zorrak ordaintzeko gaitasuna edukiko duela. Hala ere, 0,6 baino altuagoa den ratio batek, enpresa oso zorpetuta dagoela adieraziko luke, gehiegi agian, eta arazoak izan ditzake zorrei aurre egiterako garaian. 0,4 baino baxuagoa den emaitza batek, berriz, guztiz kontrakoa adieraziko luke, enpresa ez dagoela oso zorpetuta eta ez lukeela arazoik izan behar zorrei aurre egiteko.

Taula 16: Epe luzeko kaudimenaren ratioak

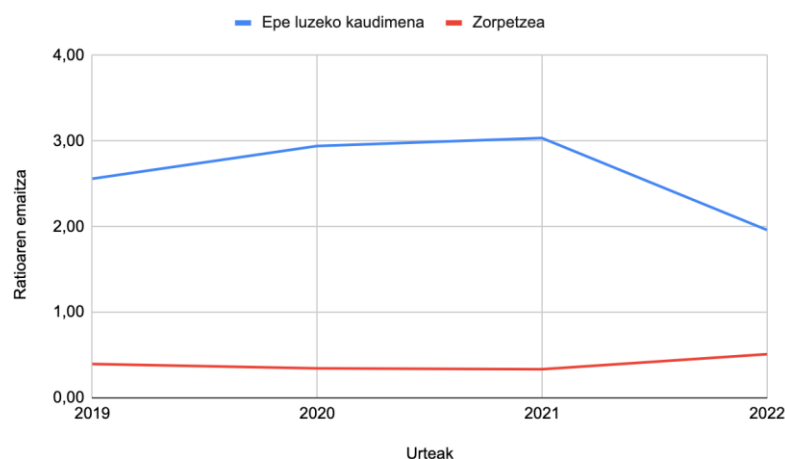
(mila €)	2019	2020	2021	2022
Epe luzeko kaudimena	2,56	2,94	3,03	1,96
Zorpetzea	0,39	0,34	0,33	0,51

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Lehenik eta behin, epe luzeko kaudimenaren ratioari begiratuz, nabarmentzekoa da enpresa honek azken urteetan izandako ratioaren emaitza 1 baino handiagoa dela (errotazio fondo positiboarekin). Gainera, langa oso era nabarmenean gaintzen du, 2 zenbakira iritsiaz eta baita kasu batzuetan 3 zenbakira ere. Beraz, esan daiteke Azkoyenek epe luzera duen kaudimena oso egokia edo ona dela. Hala ere, nabarmentzekoa da azken urtean izan duen beherakada, ia erdira jaitsi baita ratio honen emaitza. Xehetasun guztiak begiratuta aztertzea interesgarria litzateke, horrek beherakada honen zergatia zein den jakitea ahalbidetuko luke. Dena den,

Zorpetzeari dagokionez, esan daiteke Azkoyenek ez duela zorpetze maila altua. Azken urtean zertxobait handitu bada ere, bere zorpetze maila, balio optimoaren tartean jarraitzen egoten du. Gainera, aipatu beharra dago beste urteetan, hau da, 2019, 2020 eta 2021. urtean, ratio honen emaitza 0,4 baino baxuagoa dela, hau da, balio optimoa markatzen duen zenbakia baino baxuagoa, eta horrek bere zorpetzea oso txikia dela islatzen duela.

Grafikoa 14: Epe luzeko kaudimenaren ratioen eboluzioa



Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Lehen aipatu bezala eta jarraian dagoen grafikoan oso nabarmen ikusten den bezala, epe luzeko kaudimenaren ratioa izugarri jaitsi da azken urtean. Horrez gain, zorpetze ratioa nahiko egonkor mantendu dela esan daiteke, nahiz eta azken urtean zertxobait igo.

Laburbilduz, esan daiteke Azkoyen enpresa epe labur eta luzera kaudimen egoeran dagoela, era oso nabarmenean gainera.

5.6. Errentagarritasun finantzarioa

Errentagarritasun finantzarioa, bazkideak edo akziodunak saritzen dituen errentagarritasuna da. Modu honetan, akziodunen ikuspuntua jakitea posible da. Ekonomikoan ez bezala, finantzarioan oinarri bezala fondo propioak hartzen dira, ekonomikoan aktiboa hartzen den bezala. Horrez gain, hainbat ratioen kalkuluaren bidez, behar finantzarioak finantzatzeko baliabide propioak ala zorpetzea erabili dituen jakin ahal da.

Taula 17: Errentagarritasun finantzarioaren kalkulurako beharrezkoak diren datuak

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Ekitaldiko emaitza	16.088	6.379	13.006	15.017

Fondo propioak	100.956	107.207	115.229	104.377
Gastu finantzarioak	-316	-393	-321	-963
Zerga tasa	16%	34%	22%	24%
ZAE	19.150	9.654	16.658	19.798
MGZ	3.062	3.275	3.652	4.781
Pasiboa *	19.079	17.512	11.607	44.447

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Lehenik eta behin, zerga tasari dagokionean, aipatu beharra dago talde bat denez, taldeari eta bertako sozietateei indibidualki aplikatzen zaien zerga tasa ezberdina dela. Horregatik, zerga tasa kalkulatzeko garaian mozkinen gaineko zerga eta zerga aurreko emaitza kontuan hartu behar izan dira.

Horrez gain, pasiboa edo zor finantzarioaren zenbatekoak, hiru partida hauen bitartez kalkulatu dira:

Taula 18: Zor finantzarioaren kalkulurako beharrezkoak diren partidak (mila €)

Pasiboa *	2019	2020	2021	2022
Epe luzeko zorrak	12.488	10.578	4.515	27.886
Epe laburreko zorrak eta obligazioak	5.043	5.721	6.058	9.582
Bestelako pasibo finantzarioak	1.548 (1.089+459)	1.213 (765+448)	1.034 (673+361)	6.979 (4.663+2.316)

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Ratioen kalkulua, honako formulen bidez eginda dago jarraian:

$$r1 = \frac{\text{Ekitaldiko Emaitza}}{\text{Fondo Propioak}}$$

$$r2 = \frac{\text{Ekitaldiko Emaitza} + \text{Gastu finantzarioa} \times (1 - \text{Zerga Tasa})}{\text{Fondo Propioak} + \text{Pasiboa} *}$$

$$r3 = \frac{\text{Gastu Finantzarioa} \times (1 - \text{Zerga Tasa})}{\text{Pasiboa} *}$$

Taula 19: Errentagarritasun finantzarioaren kalkulua eta hazkundera

Errentagarritasun finantzarioa (%)	2019	2020	2021	2022
Baliabide propioen errentagarritasuna (r1)	15,94%	5,95%	11,29%	14,39%
<i>Hazkundera</i>		-62,66%	89,69%	27,47%
Errentagarritasun finantzario osoa (r2)	13,62%	5,32%	10,45%	10,58%
<i>Hazkundera</i>		-60,93%	96,35%	1,24%
Mailegu emaileen errentagarritasuna (r3)	1,39%	1,48%	2,16%	1,64%
<i>Hazkundera</i>		6,57%	45,61%	-23,89%
$r1 = r2 + (r2 - r3) \times (\text{pasiboa}^*/\text{fondo propioak})$	15,94%	5,95%	11,29%	14,39%
Apalankamendu finantzarioa	2,31%	0,63%	0,84%	3,81%
Apalankamendu ratioa	18,90%	16,33%	10,07%	42,58%
<i>Hazkundera</i>		-14%	-38%	423%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

Lehenengo ratioari erreparatuz (r1), hau da, baliabide propioen errentagarritasunari erreparatuz, esan daiteke orokorrean azken urteetan bazkideen errentagarritasuna handitu egin dela, nahiz eta 2020. urtean izugarrizko beherakada izan. Hala ere, oraindik ere ez da lortu pandemia aurreko garaietan zuten errentagarritasuna lortzea. Ratioaren emaitza interpretatuz, esan daiteke azken urtean, adibidez, akziodunek inbertitutako moneta unitate bakoitzeko 14,39 moneta unitateko mozkinia izan dutela, aurreko urtekoa baino handiagoa, baina 2019. urtekoa baino txikiagoa.

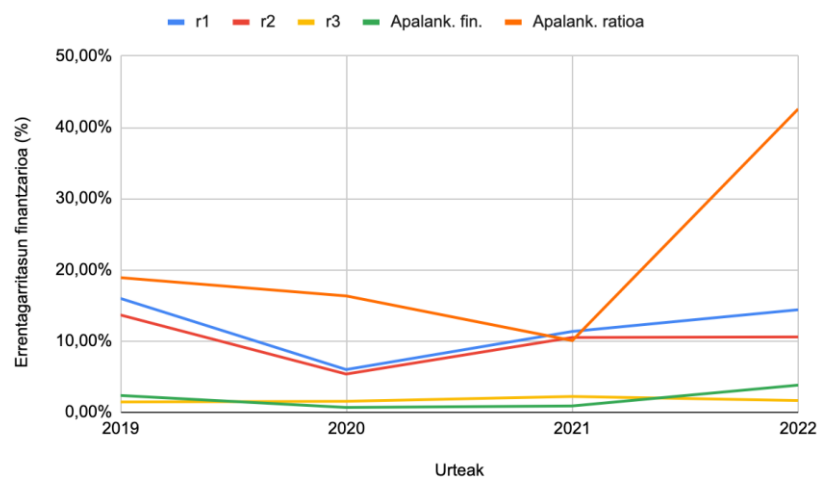
Errentagarritasun finantzario osoari dagokionez (r2), hemen ere nabarmen ikusten da 2020. urtean izan zuen beherakada, baina 2021. urtean berriro ere ia 2019. urteko datuak lortzera iritsi ziren. Hala ere, aipatzekoa da azken urtean bere hazkundera oso txikia izan dela, %1,24koa soilik. Ratio honi buruz, esan daiteke kanpoko eta barneko baliabideekin lortu duten errentagarritasun finantzarioa 10,58 moneta unitatekoa izan dela azken urtean, adibidez.

Azkenik, mailegu emaileen errentagarritasunean zentratuz ($r3$), ratio hau ez da beste biak bezain gorabeheratsua izan, nahiz eta aldaketak izan dituen. Kasu honetan, aurreko bietan bezala, ratio honen beherakada azken urtean izan da, hau da, 2022. urtean, eta ez aurreko bietan bezala 2020. urtean, azken urtea $-23,89$ jaitsi baita. Ratioaren esanahiari erreparatuz, esan daiteke, azken urtean, esate baterako, hartzekodunek interesekin finantzatzen dioten 100 euroko, zorrarekiko enpresak duen gastua 1,64 eurokoa izan dela. Beraz, esan daiteke zorrarekiko enpresak duen gastua txikitu egin dela azken urte honetan, eta hori positiboa izango litzatekeela.

Horrez gain, kasu guztietan $r2 > r3$ da, hau da, apalankamendu finantzario positiboa izan du Azkoyenek azken urte hauetan guztietan, eta beraz, errentagarria izango litzateke kanpo finantzaziora jotzea. Gainera, nabarmen ikusten da azken urtean sekulako gorakada izan duela ratio honen emaitzak.

Azkenik, apalankamendu ratioari begiratuz, 2020. eta 2021. urtean apalankamendu ratioa positiboa den arren, pixkanaka jaisten joan da, apalankamendu positiboaren eragina zertxobait murriztuaz. Hala ere azken urtean, 2022. urtean, era oso nabarmenean igo da, %423an hain zuzen ere, jarraian dagoen grafikoan era nabarmenean ikus daitekeen bezala.

Grafikoa 15: Errentagarritasun finantzarioaren eboluzioa



Iturria: norberak egin Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituz

6. BALORAZIO METODOEN APLIKAZIOA

6.1. Balorazio metodo ezberdinen azalpen laburra

Enpresa bat baloratzeko metodologia ezberdin asko ezagutzen dira gizartean, baina kasu guztietan metodologia aukeratu ostean, kalkulu sistema baten jarraipena egitea beharrezkoa da, hau da, egitura bera jarraitzea.

Metodo batzuk balio materiala soilik hartzen dute kontuan, hau da, ondarearen informazioan oinarritzen diren metodoak dira. Esate baterako, kontabilitate balio garbiak, aktiboaren zuzendutako balioak, balio substantzialak... baina metodo hauek eragozpen dezente dituzte, adibidez, metodo horietako askok ez dute inflazioa kontuan hartzen, ezta enpresako elementuek jasandako depreziazio erreala ere. Enpresa bat modu sakonean baloratzeko ez dira oso egokiak, aipatu bezala eragozpen dezente dituztelako.

Hori dela eta, balio materiala eta inmateriala kontuan hartzen dituzten balioespen metodoak dira aplikagarrienak edo gehien erabiltzen direnak. Metodo hauek, lehen aipatu bezala, finkatuta dagoen egitura bat jarraitzen dute.

Lehenik, kutxa fluxuen deskontuan oinarritutako metodoa dago. Modu orokor batean esanda, enpresak bere existentzian izango dituen diru-sarrera ekonomikoen kalkuluekin bere balioa estimatzen da eta era zehatzago batean esanda, enpresaren etorkizuneko kutxa fluxuez eta balioa sortzeko bere gaitasunaz dauden itxaropenak barneratzen ditu. Beraz, aipatutakoa egin ahal izateko, hau da, kuantifikatzeko, beharrezkoa da enpresaren iraganeko eta gaur egungo informazioa edukitzea.

Metodo honen barnean, bi metodo bereizi daitezke, akziodunentzako kutxa fluxuaren metodoa (KFAk) eta kutxa fluxu askearen metodoa (KFAs).

Akziodunentzako kutxa fluxuaren metodoak, akziodunentzako geratzen den zerga ondorengo ustiapeneko diru fluxua azaltzen du, hau da, zerga ondorengo ustiapenaren diru sarrera eta irteerak, enpresaren inbertsio plana eta finantzaketa planetik datozen diru fluxuak barneratzen ditu. Azken batean, aktibo finkoetan eta funtsen beharrian operatiboetan berrinbertitzeko beharrak asetu ondoren eta finantza-kargak ordaindu eta dagokion zorraren printzipala itzuli ondoren (zorra egonez gero) enpresan erabilgarri geratzen den funtsen fluxua da. Modu honetan, aurreikusitako inbertsio eta finantzaketa planek enpresaren balioan duten eragina ikusi ahal da. (*Fernandez, P. ,2008*)

Bestalde, **kutxa fluxu askearen metodoa** gehien erabiltzen den metodoetako bat da, ingelesez *Free Cash Flow* bezala ezagutzen dena. Metodo honek, enpresaren balioa zein den islatzen du. Zehazki, aktibo finkoetan eta funtsen behar operatiboetan berrinbertitzeko beharrak asetu ondoren

enpresan erabilgarri geratuko litzatekeen dirua da, zorrik ez dagoela eta, beraz, finantza-kargarik ez dagoela suposatuz. (Fernandez, P.,2008)

Kasu honetan, funts operatiboen fluxua da, hau da, eragiketek sortutako funtsen fluxua, zorpetzea (finantza-zorra) kontuan hartu gabe, zergen ondoren. Akziodunen kutxa fluxuek akziodunak jaso ahalko lukeen likidezia zehazten duten bitartean, kutxa fluxu askeek kapital osoa ordaintzeko likidezia erabilgarria adierazten dute. (Fernandez, P.,2008)

Metodo hau aplikatzerako garaian, zenbait pausu jarraitzea beharrezkoa da, eta horregatik, ezinbestekoa da kutxa fluxu askeen zenbatekoa kalkulatzeko. Horretarako, beharrezkoa da aurreikuspen ezberdinak egitea (salmentena, hornikuntzena, amortizazioena, errotazio fondoaren inbertsioena...), epe bat zehaztea, hondar balioa kalkulatzeko eta eguneratze-tasa bat finkatzea. Metodo honetan, eguneratze-tasa bezala KBKH erabiltzen da, hau da, kapitalaren batz besteko kostu haztatua erabiltzen da, eta horregatik, kd eta ke kontuan hartzen dira. Lortutako kutxa fluxu askeekin, hondar balioarekin, eguneratze tasarekin eta aurreikusitako hazkundearen portzentaiarekin, enpresaren balioa estimatzen da.

Behin balioak lortuta, biderkatzaile metodo ezberdinekin zenbait ratio kalkulatzeko posible da, esate baterako mozkinetan edo errendimenduan oinarritzen diren ratioak, aktiboetako edo egindako inbertsioari lotutako ratioak eta beste aldagai espezifikoetako lotutako beste ratio batzuk. Ratio ezagunenetako bat, mozkinetan edo errendimenduan oinarritzen den ratioa da, zehazki, PER ratioa, eta ratio honek enpresak lortzen duen mozkin euroko, merkatuak zenbat euro ordaintzen dituen jakitea ahalbidetzen du. Gainera, antzekoak diren enpresen artean konparazioak egin daitezke. Dena den, biderkatzaile erabiliaren berehalako errentagarritasuna da, bat zenbakia PER-aren zenbatekoarekin zatituz lortzen dena.

6.2. Kutxa Fluxu Askearen metodoaren aplikazioa

Lehen aipatu bezala, gomendagarria edo erabili den metodoa behintzat, kutxa fluxu askearen metodoa da, eta metodo honen bitartez Azkoyen enpresa taldearen balioespena egingo da jarraian. Gainera, kontuan hartu beharra dago metodo hau asko erabiltzen dela etorkizunean balioa sortzeko itxaropena duten enpresak baloratzeko, eta Azkoyenen egoera ekonomiko-finantzarioa zein den ikusita, balioa sortzea espero da, noski.

- **AURREIKUSPEN FINANTZARIOAK**

Lehenik eta behin, beharrezkoa da zenbait aurreikuspen finantzario egitea, eta horretarako enpresaren azken urteetako galdu irabaziei erreparatu behar zaie. Aurreikuspen guztien

xehetasunak aipatu ondoren, atal honen bukaeran kokatzen den taulan aurki daitezke datu guztiak laburbilduta.

Salmentak

Azkoyenen 2022. urteko kontu bateratuetan, hurrengo urteetako salmenten hazkundearen aurreikuspena egiten da negozio-ereduetan sailkatuta.

Taula 20: Hurrengo urteetako salmenten hazkundearen aurreikuspena ehunekotan

	2023	2024	2025	2026
Coffee & Vending Systems	3,20%	3,30%	3,70%	3,20%
Payment Technologies	3,70%	4,60%	4,60%	3,40%
Time and Security Division	12,40%	8,70%	8,90%	3%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Aurreikuspen horien zenbatekoak kalkulatzeko, beharrezkoa da negozio-eredu bakoitzak 2022. urtean izan duen salmenta zenbatekoa jakitea, eta hori islatzen du hurrengo taulak.

Taula 21: Hurrengo urteetako salmenten hazkundearen aurreikuspenaren kalkulua

(mila €)	2022	2023	2024	2025	2026
Coffee & Vending Systems	64.104	66.155	68.338	70.867	73.135
Payment Technologies	51.232	53.128	55.571	58.128	60.104
Time and Security Division	55.505	62.388	67.815	73.851	76.066
SALMENTAK GUZTIRA	170.841	181.671	191.725	202.846	209.305
Hazkundera	23,03%	6,34%	5,53%	5,80%	3,18%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Beraz, aurreikuspenen arabera, salmentak hurrengo urteetan hazi egingo dira,, gutxi gorabehera %5ean. Azken urtean, 2026. urtean, berriz, hazi egingo dira baina hazkundera beherakada bat izango duela aurreikusten dute, %3an soilik haziz.

Enpresak bere aktiboarentzat egindako lanak

Kontuan izanda enpresaren salmentak hurrengo urteetan haztea aurreikusten dela, bere aktiborako egin beharreko lanak ere handitu egin beharko ditu. Gainera, azken urteetan salmentekin batera aktiborako egindako lanak ere handitu egin dira. Proporzioaren bataz bestekoa %0,91 denez, hurrengo urteetan enpresak bere aktiboarentzako egindako lanak salmenten %1 izatea aurreikusten dut.

Taula 22: Enpresak bere aktiborako egindako lanek salmentekiko duten portzentaia

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Salmentak	145.815	114.357	138.866	170.841
Enpresak bere aktiborako egindako lanak	805	1.040	1.662	1.698
Salmentekiko portzentaia	0,55%	0,91%	1,20%	0,99%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

USTIAPENENKO GASTUAK

Hornikuntzak

Kasu honetan, azken urteetan ustiapeneko gastuek salmentekiko izan duten proportzioa zein den aztertuko dut, eta horrela etorkizuneko aurreikuspenak egitea errazagoa izango da.

Taula 23: Hornikuntzek salmentekiko duten portzentaia eta bataz bestekoa

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Salmentak	145.815	114.357	138.866	170.841
Hornikuntzak	50.259	37.523	46.382	66.108
Salmentekiko portzentaia	34,47%	32,81%	33,40%	38,70%
Bataz bestekoa	34,84%			

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Aurreko taulan ikus daitekeen bezala, azken urteetan hornikuntzek salmentekiko izandako pisua %34,84koa izan da, kontuan hartuta azken urtean, hau da, 2022. urtean proportzio hau zertxobait

handitu dela, esan daiteke hurrengo lau urteetan hornikuntzek salmentekiko izango duten pisua %35koa izango dela gutxi gorabehera.

Ustiapeneko bestelako sarrerak

Ustiapeneko bestelako sarreren eboluzioari erreparatuta, salmentekiko izan duten proportzioaren batz bestekoa %1,97koa izan da. Gainera, aipatu beharra dago gorabeherak izan dituela hazkunde honek, eta horregatik hurrengo urteetarako ustiapeneko bestelako sarrerak salmenten %2,5ekoak izango direla aurreikusten dut.

Taula 24: Ustiapeneko bestelako sarreren hazkundera azken urteetan

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Salmentak	145.815	114.357	138.866	170.841
Ustiapeneko bestelako sarrerak	1.980	2.941	2.410	3.807
Hazkundera	1,36%	2,57%	1,74%	2,23%

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Pertsonal gastuak

Hurrengo taulan ikus daitekeen bezala, pertsonal gastuek salmentekiko izan duten pisua batz beste %37,45koa izan da, baina kontuan hartu beharra dago azken urtean zenbateko hau jaitsi egin dela, eta gainera, pandemia urteko datuak batz bestekoan asko eragiten duela. Horregatik batz bestekoa 2019, 2021, eta 2022. urteko datuekin egin dut, eta emaitza %35,54koa izan denez portzentaia hori hartu dut kontutan aurreikuspenetarako.

Taula 25: Pertsonal gastuaren salmentekiko portzentaia eta batz bestekoa

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Salmentak	145.815	114.357	138.866	170.841
Pertsonal gastuak	51.257	49.377	52.055	58.070
Salmentekiko portzentaia	35,15%	43,18%	37,49%	33,99%
Batz bestekoa (2021-2022)			%35,74	
Batz beste	37,45%			

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Ustiapeneko bestelako gastuak

Bestelako gastuei erreparatuz, jarraian dagoen taulan ikusten den bezala, nahiz eta portzentai baten inguruan dabilen, hau da, %15aren inguruan dabilen, azken urteetan gorabeherak izan ditu. Hori dela eta, batz bestekoa izango litzateke hurrengo urteetarako aurreikuspen bezala hartu beharreko datua, hau da, salmenten %15ekoa izango litzateke bestelako gastuen portzentaia hurrengo urteetan.

Taula 26: Ustiapeneko bestelako gastuek salmentekiko duten portzentaia eta batz bestekoa

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Salmentak	145.815	114.357	138.866	170.841
Ustiapeneko bestelako gastuak	21.164	16.029	19.515	26.553
Salmentekiko portzentaia	14,51%	14,02%	14,05%	15,54%
Bataz beste	14,53%			

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Amortizazioak

Suposatuz Azkoyenen salmentak edo sarrerak handitzen joango direla hurrengo urteetan eta horrek dakarrena, hau da, salmentak eta sarrerak handiagoak diren heinean, ibilgetu ukiezin edo ukigarrien kopurua edo zenbatekoa ere handiagoa izango dela, salmentekiko hauen proportzioa zein izan den azken urteetan hurrengo taulan ikus daiteke.

Taula 27: Amortizazioek salmentekiko duten portzentaia, batz bestekoa eta hazkundera

(mila €)	2019	2020	2021	2022
Salmentak	145.815	114.357	138.866	170.841
Ibilgetuaren amortizazioa	6.330	6.158	5.872	7.257
Salmentekiko portzentaia	4,34%	5,38%	4,23%	4,25%
Hazkundera			0,5%	
Bataz beste	4,55%			

Ikus daitekeen bezala, zenbateko hau %4aren inguruan ibili da azken urteetan, pandemia garaiko urtean izan ezik, %5a gainditu zuelarik. Lehen aipatu bezala, hurrengo urteetan zenbateko hauek igotzea espero da. Gainera, azken bi urteetako datuak %4aren inguruan dabilta, eta %0,5 igo da 2021. urtetik 2022. urtera. Hori dela eta, batz bestekoa kontuan hartzea iruditzen zait egokiena, eta horregatik, hurrengo urteetan amortizazioaren zenbatekoa salmenten %4,55ekoa izango da.

Zerga-tasa

Errentagarritasun finantzarioaren analisisan ikusten den moduan, azken urteetan aplikatu den zerga-tasa efektiboa ezberdina izan da, nahiz eta azken bi urteetan gutxi gorabehera %23koa izan den. Gainera, azken lau urteetako batz bestekoa %24a izan da, eta hori dela eta, hurrengo urteetarako aurreikuspena horixe izango da, zerga-tasa %24a izatea.

Taula 28: Zerga-tasaren zenbatekoa azken urteetan

	2019	2020	2021	2022
Zerga tasa	16%	34%	22%	24%
Batz beste	24%			

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Inbertsioak aktibo ez korrontean

Azken urteetan talde honek aktibo ez korrontean egindako inbertsio gordinei erreparatuz, hurrengo urteetako aurreikuspenak egitea posible izango da, eta horretarako enpresa honen azken lau urteetako CAPEX-ari egiten zaio erreferentzia jarraian dagoen taulan.

Taula 29: CAPEX zenbatekoa eta salmentekiko izan duen proportzioa azken urteetan

(milioi €)	2019	2020	2021	2022
CAPEX	3,30	1,36	2,26	2,13
CAPEX/Salmentak	2,27%	1,19%	1,63%	1,25%

Iturria: MarketScreener

Ikus daitekeen bezala, aktibo ez korrontean egindako inbertsioek gorabeherak izan dituzte, eta azken urtean jaitsi egin dira. Gainera, 2022. urteko kontu bateratuetan diotenez, hurrengo urteetan inbertsio hauek era nahiko parekatuan mantentzea espero da, baina 2021. urteko eta 2019. urteko salmentekiko portzentaiak zertxobait altuagoak direnez, hurrengo urteetan aktibo ez korrontean egindako inbertsioen portzentaia salmentekiko %1,5koa izatea aurreikusten dut.

Inbertsioak errotazio fondoan

Kontuan hartuta hurrengo urteetan salmentak handitu egingo direla aurreikusten dela, zehazki, urtez urte %6,34,%5,53, %5,8,%3,18, errotazio fondoa ere proportzio berean handituko da. Beraz, orain arte bezala hurrengo urteetan Azkoyenek errotazio fondo positiboa izango duela aurreikusten da.

Taula 30: Errotazio fondoaren zenbatekoak eta aldaketak

(mila €)	2022	2023	2024	2025	2026
EF	34.108,00	36.270,45	38.276,20	40.496	41.784,0
Aldaketa EF	-9.821	2.162,45	2.005,76	2.220,02	1.287,78

Iturria: norberak egin Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Behin aurreikuspen guztiak eginda, hurrengo urteetan kutxa fluxu askearen emaitzaren zenbatekoak aurreikusita daude hurrengo taulan.

Taula 31: Metodoaren aplikazioa, hurrengo urteetako Kutxa Fluxu Askearen zenbatekoak

	2022		2023e		2024e		2025e		2026e	
Negozio Zifraren Zenbateko Garbia	170.841		181.671		191.725		202.846		209.305	
<i>% Hazkundera</i>		23,03%		6,34%		5,53%		5,80%		3,18%
Enpresak bere aktiboarentzat egindako lanak	1.698	0,99%	1.817	1,00%	1.917	1,00%	2.028	1,00%	2.093	1,00%
-Hornikuntzak	-66.108	38,70%	-63.585	35,00%	-67.104	35,00%	-70.996	35,00%	-73.257	35,00%
Ustiapeneko bestelako sarrerak	3.807	2,23%	4.542	2,50%	4.793	2,50%	5.071	2,50%	5.233	2,50%
-Pertsonal gastuak	-58.070	33,99%	-64.566	35,54%	-68.139	35,54%	-72.091	35,54%	-74.387	35,54%
-Ustiapeneko bestelako gastuak	-26.553	15,54%	-27.251	15,00%	-28.759	15,00%	-30.427	15,00%	-31.396	15,00%
EBITDA (EMAITZA OPERATIBOA)	25.615	14,99%	32.628	17,96%	34.434	17,96%	36.431	17,96%	37.591	17,96%
<i>% Hazkundera</i>				27,38%		5,53%		5,80%		3,18%
-Amortizazioa	-7.257	4,25%	-8.266	4,55%	-8.723	4,55%	-9.229	4,55%	-9.523	4,55%
EBIT (IAZAM, USTIAPENeko EMAITZA)	18.358	10,75%	24.362	13,41%	25.710	13,41%	27.202	13,41%	28.068	13,41%
<i>% Hazkundera</i>				32,71%		5,53%		5,80%		3,18%
-Zerga zenbatekoa IAZAM-en gain	-4.406		-5.847		-6.170		-6.528		-6.736	
IAZOM (interes aurreko eta zerga ondorengo mozkina)	13.952		18.515		19.540		20.673		21.332	
Amortizazioak eta balio galerak	7.257		8.266		8.723		9.229		9.523	
USTIAPENeko KF GORDINA	21.209		26.781		28.263		29.903		30.855	

-Inbertsioak aktibo ez korrontean (CAPEX)	-2.130	1,25%	-2.725	1,50%	-2.876	1,50%	-3.043	1,50%	-3.140	1,50%
Inbertsioak errotazio fondoan (FBO)	-9.821		-		-		-		-	
Errotazio fondoaren zenbatekoa	34.108	19,96%	36.270	19,96%	38.276	19,96%	40.496	19,96%	41.784	19,96%
KUTXA FLUXU ASKEA	9.258		21.894		23.382		24.640		26.428	

Iturria: norberak eginaz Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

- **EGUNERATZE TASA**

Kutxa fluxu askeen zenbatekoak jakin ostean, beharrezkoa da eguneratze-tasa, hau da, Kapitalaren Bataz besteko Kostu Haztatua (KBKH) kalkulatzeko, kapitalaren hornitzaileek (akziodunek eta hartzekodunek) eskatutako bataz besteko errentagarritasun gisa kalkulatu. Esan daiteke KBKH epe luzeko finantzaketaren ekarpena egin dutenek bataz beste eskatzen duten errendimenduen tasa adierazgarria dela.

Horretarako, beharrezkoa da ondare garbiaren eta pasiboaren egitura zehaztea, hau da, baliabide propioen ehunekoa eta zorren ehunekoa kalkulatzeko, baita finantzaketa iturri bakoitzaren bataz besteko kostua zehaztea ere.

$$KBKH = (\text{Besteen baliabideen } \%) \times kd (1 - t) + \text{baliabide propioak } \% \times ke$$

Kalkulatzerako garaian, kontuan hartu beharrezkoa:

$$\text{Besteen baliabideen } \% = \frac{\text{Besteen baliabideak} \times 100}{\text{Baliabide propioak} + \text{Besteen baliabideak}}$$

$$Ke = \frac{\text{Baliabide propioen kostua}}{\text{Akziodunek eskatutako errentagarritasuna}}$$

Esan bezala, ondare garbiaren eta pasiboaren egiturak zehaztea beharrezkoa denez, lehenik eta behin baliabide propioen eta besteen baliabideen ehunekoak kalkulatu ditut.

- *Baliabide propioak = 102.833 (mila €)*
- *Besteen baliabideak = 44.447 (mila €)*

$$\text{Baliabide propioen } \% = \frac{102.833}{102.833 + 44.447} \times 100 = \%69,82$$

$$\text{Besteen baliabideen } \% = \frac{44.447}{102.833 + 44.447} \times 100 = \%30,18$$

Baliabide propioen tasa kalkulatzeko, CAPM eredua oso ezaguna da, eta ondorengo eran kalkulatu da:

$$K_e = R_f + \beta_i (E_m - R_f)$$

Kontuan hartuta R_f -k, arriskurik gabeko aktibo baten errendimendua adierazten duela, Fernandez et al-ek (2023) argitaratu berri dituzten datuei erreparatuz ikus daiteke R_f %3,5-ekoa dela kontsideratzen dutela, eta espainiar merkatuko arrisku prima, berriz, %6,6koa. Dena den, arriskurik gabeko aktibo baten errendimendua adierazten duen portzentaiari dagokienez, analistak jada %4ko zenbatekoa aplikatzen hasia dago, zehatzak izateko, Espainiako bankuaren aurreikuspenetan %4koa da beraz, nik ere horixe aplikatuko dut.

Hegazkortasun koefizienteari dagokionez, hurrengo taulan ikus daitekeen bezala, Azkoyen taldearen hegazkortasun koefizientearen inguruan datu ezberdinak ematen dituzte finantza plataforma ezberdinek. Hori dela eta, denen batz bestekoa egin, eta Azkoyen taldearen β apalankatua **0,6473** dela suposatuko dut.

Taula 32: Finantza plataforma ezberdinen arabera Azkoyenen beta apalankatuak

Finantza plataformak	Azkoyen talderen β koefiziente apalankatua
Reuters	0,73
Investing	0,602
Yahoo Finanzas	0,61
Bataz besteko β	0,6473

Iturria: norberak egin Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Hau guztia jakinda, erraz antzeman daiteke baliabide propioen tasa zein den:

$$K_e = R_f + \beta_i (E_m - R_f)$$

$$K_e = \%4 + 0,6473 * \%6,6 = \%8,27$$

KBKH kalkulatzeko behar den hurrengo datua, zorraren kostua da, hau da, Kd. Aipatu beharra dago Azkoyenen epe luzeko zorren interes tasak euriborraren baitan egon direla azken lau urteetan, eta hori dela eta, hurrengo urteetan ere horrela izatea aurreikusten dudala.

Behin hori jakinda, hurrengo urteetan euriborraren portzentaia zenbatekoa izango den aurreikusi beharra dago, eta hurrengo taulan entitate ezberdinek egindako aurreikuspenak daude.

Taula 33: Hurrengo urteetarako euriborraren aurreikuspenak

Previsiones Euribor 12m

Actualizadas a marzo 2023

Analista	Euribor 2023	Euribor 2024	Euribor 2025	Fecha de previsión
Bankinter	3,75%	3,00%		24/03/2023
Caixabank	3,44%	2,56%		01/05/2023
Funcas	3,91%	3,21%		18/05/2023
BCE	4,30%	4,30%	3,80%	01/03/2023

Fuente: Futur Finances · Creado con Datawrapper

Iturria: Futur Finances

Aurreko taulan ikus daitekeen bezala, entitate ezberdinek euriborraren inguruko aurreikuspen ezberdinak dituzte, baina denak nahiko antzekoak dira. Hori dela eta, 2023. eta 2024. urtean datu horien guztien batz bestekoa egingo dut hurrengo taulan, eta datu horiek erabiliko ditut aurreikuspenak egiterako garaian.

Horrez gain, 2025. urterako Europako Banku Zentralaren aurreikuspena soilik agertzen da, eta banku zentralaren aurreikuspena denez, horixe erabiliko dut 2025. urterako aurreikuspen moduan. Azkenik, 2026. urterako aurreikuspen eskasak daudenez eta 2025. urteko antzeko datuak espero direnez, urte honetan ere %3,80ko euriborra hartuko dut kontuan.

Taula 34: Hurrengo urteetarako euriborraren aurreikuspenen batz bestekoak

	2023	2024	2025	2026
Aurreikuspenen batz bestekoak	%3,85	%3,27	%3,80	%3,80

Iturria: norberak egina Futur Finances eta El Confidencialeko artikuluan oinarrituta

Horrez gain, aurreko ekitaldietan epe luzeko zorren interes tasa euriborra + %0,65koa izan da, azken urtean, izan ezik, azken urte honetan, 2022. urtean, euriborra + %0,4 izan baita. Hori kontuan hartuta eta ikusirik ohikoena portzentaia horiek errepikatu egiten direla urte batetik bestera, euriborra + %0,4 erabiliko dut hurrengo urteetarako epe luzeko zorren interes tasa kalkulatzeko.

Taula 35: Azken urteetako epe luzeko zorren interes tasaren kalkulua

Ekitaldiak	Epe luzeko zorren interes tasa	Epe luzeko zorren interes tasaren kalkulua (zerga aurretik)
2023	• %3,86 + %0,4	%4,26
2024	• %3,27 + %0,4	%3,67
2025	• %3,80 + %0,4	%4,20
2026	• %3,80 + %0,4	%4,20
Bataz beste		%4,08

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

Hurrengo urteetarako epe luzeko zorren interes tasaren kalkulua egin ondoren, hauen guztien bataz bestekoa egin dut eta honen portzentaia %4,08koa izan da, horregatik, erabiliko dudana Kd edo zorraren kostua **%4,08**koa izango da.

Bestalde, zerga tasari dagokionean, aurreikuspenetan aipatu bezala, honen portzentaia %24koa izatea espero da.

Beraz, Kd:

$$Kd * (1 - t) = \%4,08 * (1 - \%24) = \%3,10$$

Eta horrenbestez, KBKH:

$$KBKH = (\text{Besteen baliabideen \%}) \times kd (1 - t) + \text{baliabide propioak \%} \times ke$$

$$KBKH = \%30,18 \times \%3,10 + \%69,82 \times \%8,27 = \%6,71$$

Taula 36: KBKH osatzen duten elementuen emaitza

Baliabide propioak %	%69,82
Besteren baliabideak %	%30,18

Ke	%8,27
Kd(1-t)	%3,10
KBKH	%6,71

Iturria: norberak egina Azkoyenen urteko kontu bateratuetan oinarrituta

- **EPEA**

Orain arteko aurreikuspenen antzera, erabilitako epea lau urtekoa izango da, eta beraz, Kutxa Fluxuek aurreikus daitezkeen 4 urte hartuko dituzte kontuan.

- **HONDAR BALIOAREN ESTIMAZIOA**

Azkenik, beharrezkoa da hondar balioaren estimazioa egitea, enpresaren iraupena 4 urte baino handiagoa izango baita, eta etorkizuneko urte horiek ere kontuan hartu behar baitira estimazio hobeago bat egiteko.

Hondar balioaren formula hurrengoa izango litzateke:

$$Hondar Balioa_n = \frac{KFAskea_n * (1 + g)}{KBKH - g}$$

Era honetan, enpresaren iraupena mugagabea izango dela suposatzen da, eta oinarri bezala aurreko urtean lortutako informazioa erabiltzen da.

Hazkundean zentratuz, Azkoyenek bere 2022. urteko kontu bateratuetan aipatzen duenez, FMI-ren arabera (Fondo Monetario Internacional) eta euroguneari dagokionez, BPGak 2023. urtean %0,7ko hazkundera eta 2024. urtean %1,6ko hazkundera izango duela dio. Bi portzentai horien batz bestekoa eginaz, hazkundera %1,15koa dela suposatuko da.

Hau guztia jakinda, hondar balioaren zenbatekoa honakoa izango litzateke:

$$Hondar Balioa_n = \frac{26.428 * (1 + 0,0115)}{0,0671 - 0,0115} = 480.657,58$$

- **BALIOAREN ESTIMAZIOA**

Aurretik kalkulaturako datu guztiak kontuan hartuta, enpresaren balioaren zenbatekoa zein den kalkulatuko dut jarraian, eta horretarako ondorengo formula erabiliko dut:

$$EB \text{ Ustiapeneko}/Gordina = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{KFA_j}{(1 + KBKH)^j} + \frac{HONDAR \text{ BALIOA }_n}{(1 + KBKH)^j}$$

$$EB \text{ Ustiapeneko}/Garbia = EB \text{ Ustiapeneko}/Gordina - Zor \text{ finantzario garbia}$$

$$\begin{aligned} EB \text{ Osoa}/Garbia \\ &= EB \text{ Ustiapeneko}/Garbia \\ &+ \Sigma \text{ Aktibo ez operatiboen zuzendutako balioa} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} EB \text{ Ustiapeneko}/Gordina &= \frac{21.894}{(1+0,0671)^1} + \frac{24.382}{(1+0,0671)^2} + \frac{24.640}{(1+0,0671)^3} + \frac{26.428}{(1+0,0671)^4} + \frac{480.657,58}{(1+0,0671)^4} = \\ &= 452.380,65 \text{ mila } \text{€} \end{aligned}$$

Zor finantzario garbiaren kalkulurako, 2022. urteko zor finantzarioaren zenbatekoa 44.447 mila eurokoa dela ikusten da errentagarritasun finantzarioaren analisisan, eta balantzean ikusten den bezala, diruzaintzaren zenbatekoa, berriz, 11.081 mila eurokoa. Beraz, zor finantzario garbia 33.366 (44.447-11.081) mila eurokoa dela esan daiteke.

$$EB \text{ Ustiapeneko}/Garbia = 452.380,65 - 33.366 = 419.014,65 \text{ mila } \text{€}$$

Azkoyenen urteko kontu bateratuetan ez da aipatzen ohiko jarduerarako erabiltzen ez dituen aktiboen jabe denik, beraz, enpresaren balio osoa kalkulatzeko garaian hauen balioa 0 dela hartuko da kontuan jarraian ikus daitekeen moduan. Hala ere, zerga geroratuen pasiboak kontuan hartu behar dira, eta hauen kantitatea 6.821 mila eurokoa izan da 2022. urtean.

$$EB \text{ Osoa}/Garbia = 419.014,65 + 0 - 6.821 = 412.193,65 \text{ mila } \text{€}$$

Hau jakinda, enpresaren akzio bakoitzaren balioa ere kalkulatu daiteke, aurretik lortutako zenbatekoa enpresak dituen akzio kopuruarekin zatituz:

$$\frac{412.193,65}{24.450} = 16,86\text{€/akzioko}$$

Behin hau jakinda, kontuan hartu behar dira enpresaren interes minoritarioak, ondarearen zati hau ezin baitzaio matrizeari egotzi, eta 2022. urteko zenbatekoari erreparatuz, ondare garbian interes minoritarioek duten pisua %0,13koa da. Interes hauek, sozietate matrizea ez diren hirugarrenek, sozietate menperatu edo filialetan dituzten partaidetzak adierazten dituzte (*Corona Romero et al, 2005*).

$$\text{Interes minoritarioak} = \frac{\text{Interes minoritarioak (2022)}}{\text{Ondare Garbia (2022)}} = \frac{134}{102.833} = \%0,13$$

Hau horrela, enpresaren akzio bakoitzaren balioa honakoa izango litzateke:

$$\begin{aligned} 16,86 - (16,86 \times 0,0013) &= 16,84\text{€/akzioko} \\ \underline{EB Osoa/Garbia} &= 16,84 \times 24.450 = 411.656,52 \text{ mila €} \end{aligned}$$

Beraz, enpresaren akzioko balio oso/garbi estimatua 16,64€-koa da, eta enpresaren balio oso/garbi estimatua 411.656,52 mila eurokoa.

6.3. Sentikortasun analisia

Sentikortasun analisia kutxa fluxuen metodologian oso erabilgarria da, simulazioak egitea ahalbidetzen baitu. Enpresaren balioaren ikuspegi zabalagoa ematen du, eta enpresaren balioan oinarritzko aldagaien eragina estimatzen laguntzen du. Agertoki ezberdinak ageri dira eta agertoki horientzako enpresak lortuko lituzkeen akzioko balioak, beraz, bi aldagai konbinatzen dira. Hurrengo taulan, hazkunde tasa eta kapitalaren batz besteko kostu haztatuaren agertoki ezberdinetan enpresak lortuko lituzkeen akzioko balioak ageri dira.

Taula 37: Sentikortasun analisia

		€				
		0%	0,50%	1,15%	1,50%	2,00%
KBKH	5,50%	17,64	19,31	22,05	23,90	27,19
	6,00%	16,00	17,38	19,59	21,04	23,56
	6,50%	14,62	15,77	17,58	18,75	20,73
	6,71%	14,10	15,17	16,84	17,91	19,72
	7,00%	13,44	14,41	15,91	16,87	18,47
	7,50%	12,41	13,24	14,51	15,31	16,63
	8%	11,52	12,23	13,31	13,99	15,09

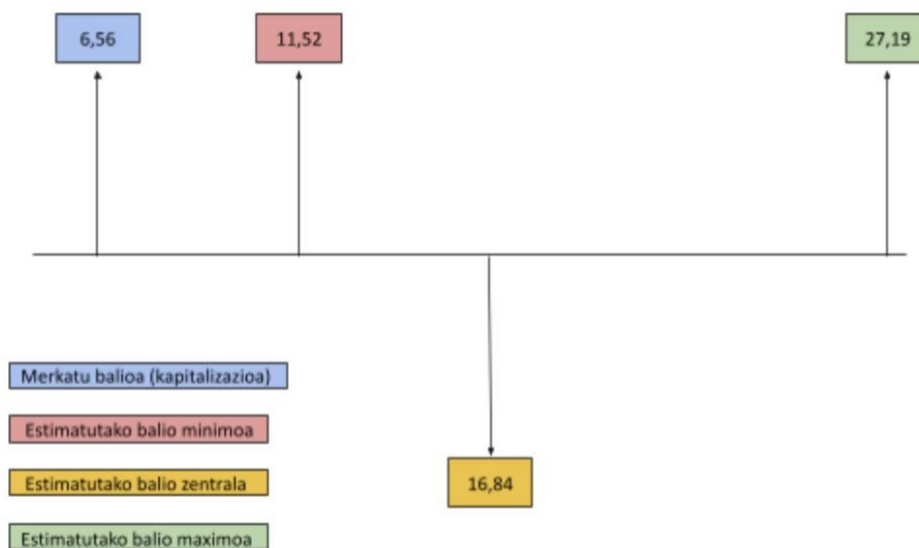
Iturria: norberak egina

Balio tartea, beraz, akzioko balioa aztertuz, honakoa izango litzateke: **[11,52 ; 27,19]**. Balio tartearen esanahiean zentratuz, eszenatorik okerreanean, hau da, balio minimoan (hazkunde tasa baxuena eta kapitalaren batz besteko kostu haztatu handiengan), 11,52€/akziokoa izango litzateke enpresaren balioa. Balio maximoan, berriz, hau da, eszenatokirik baikorreanean (hazkunde tasa handiena eta KBKH handiena), 27,19€/akziokoa izango litzateke enpresaren balioa. Balio zentralarekin, berriz, hau da, aurrez erabilitako balioekin kalkulaturako enpresaren balioak 16,84€/akzioko balioa duela ikus daiteke.

Beraz, balio tartea mila eurotan honakoa izango litzateke: **[281.664 ; 664.795,5]**, eta gure balio oso garbi estimatua, **411.656,52 mila eurokoa**, balio tartearen barnean kokatzen da, noski.

Dena den, Azkoyenen gaur egungo **burtsa balioari** erreparatzen badiogu, BME-ren arabera, gaur egun Azkoyenen burtsa balioa **162.910 mila eurokoa** da, eta akzioko prezioa, berriz, **6,56 eurokoa**. Balio hauek ez dira gure balio tartearen barnean kokatzen, dirudienez nik estimaturako balioa baikorregia izan daiteke.

Taula 38: Azkoyenen akzioko balio estimatuaren tartea eta merkatuko balioa, 2022.



Iturria: norberak egina

6.4. Biderkatzaileen metodoa, PER ratioa

PER RATIOA

Azalpen laburrean aipatu bezala, PER ratioa mozkinetan edo errendimenduan oinarritzen den ratioetako bat da. Ratio honek, enpresak lortzen duen mozkin euroko, merkatuak zenbat euro ordaintzen dituen adierazten du.

Maila korporatiboan, burtsa kapitalizazioa edo merkatuko balioa interes eta zerga ondorengo mozkinekin zatituz kalkulatzen da ratio hau, eta akzioko terminoetan, berriz, akzioaren prezioa akzioko mozkinarekin zatituz.

Irakurketa ezberdinak dituen ratioa da, likidezia irizpidea erabiliz gero, akziodun batek bere inbertsioa berreskuratzeko behar duen urte kopurua adieraziko luke, mozkin guztiak dibidendu gisa banatuko balira, baina irizpide ekonomikoa erabiliz gero, mozkinaren biderkatzaile bezala erabiliko litzateke, hau da, merkatuko balioak bere mozkinaren zenbat aldiz barneratzen duen adierazten du.

Ratio honen kalkuluetan zentratuz, Azkoyen taldearen PER ezberdinak kalkulatu ditut jarraian, lehenik estimatutako *merkatuko balioarekin*, eta ondoren *burtsa kapitalizazioarekin*.

Estimatutako balioarekin kalkulatuako **PER estimatua** honakoa izango litzateke:

$$PER\ Estimatua = \frac{Estimatutako\ balioa}{IOZOM} = \frac{411.656,52}{15.017} = 27,41$$

Lehen aipatu bezala, irakurketa ezberdinak dituenek, likidezia irizpideari jarraituz, esan daiteke mozkin guztiak dibidendu gisa banatuko balira, akziodun batek bere inbertsioa berreskuratzeko **27,41 urte** beharko lituzkeela.

Irizpide ekonomikoari erreparaturik, berriz, esan daiteke Azkoyenen merkatuko balioak bere mozkinak **27,41 aldiz** barneratzen duela.

Merkatuko PER ratioaren emaitza, berriz, honakoa izango litzateke:

$$PER = \frac{Burtsa\ kapitalizazioa}{IOZOM} = \frac{162.910}{15.017} = 10,85$$

Argi ikus daitekeen bezala, estimatutako PER merkatuko PER baino altuagoa da. Horregatik, esan daiteke, aurreikuspenen arabera, burtsan Azkoyen taldea azpibalaratuta dagoela.

BIDERKATZAILEEN METODOAREN APLIKAZIOA, PER RATIOAREN BIDEZ:

Sarreran aipatu bezala, arazo dexente izan ditut Azkoyenen sektorearen inguruan informazioa biltzerako garaian, soluzio elektronikoen sektorean eta vending-aren sektorean zentratzen den enpresa baita. Gainera, vending-aren sektoreko enpresa garrantzitsuenen PER ratioak ere ezin izan ditut aurkitu, kotizatzen ez duten enpresak direnez, beraien informazio finantzarioa ez baitago publikoki eskuragarri. Hori dela eta, BME-k ematen duen kontsumo-zerbitzuen sektorearen PER-a erabili dut, aipatzen dituen sektoreen artean gehien gerturatzen dena baita, eta hau, zehazki, 22,93koa da. Gainera, datu hau, guk enpresarentzat estimatutako PER-etik gertu dago (27,41).

$$Enpresaren\ balio\ garbia/guztira = PER(Sektorea) \times IOZOM(Azkoyen)$$

$$\text{Enpresaren balio garbia/guztira} = 22,93 \times 15.017.000 = 334.339.810 \text{ €}$$

Lortutako zenbatekoa akzio kopuruekin zatituz:

$$\text{PER Biderkatzailearekin lortutako balio estimatua} = \frac{334.339.810}{24.450.000} = 14,08\text{€/akzioko}$$

Baina interes minoritarioen eragina ere kontuan hartu behar da hemen, eta beraz, honakoa izango litzateke akzioko balio estimatua:

$$\begin{aligned} \text{PER Biderkatzailearekin lortutako balio estimatua} &= 14,08 - \left(14,08 \times \frac{134}{102.833}\right) = \\ &= 14,06\text{€/akzioko} \end{aligned}$$

Beraz, PER biderkatzailearen bitartez lortutako Azkoyenen akzioko balio estimatua 14,08€koa da.

Aipatu beharra dago PER biderkatzailearen bitartez lortutako akzioko balio hau, hau da, 14,08€, [11,52 ; 27,19] kutxa fluxu askearen metodoarekin lortutako balio tartearen barnean kokatzen da, hain zuzen ere, baliorik eta probableenen artean dago. Gainera, merkatuko PER estimatua, 10,85, ere balio tarte horretan kokatzen da. PER estimatua, berriz, gutxigatik balio tartetik kanpo geratuko litzateke.

Jarraian dagoen taulan, orain arte lortutako akzioko balioen laburpena dago, eta bertan ikus daitekeen bezala, estimatutako balio guztiak BME-ko merkatuko akzioko balioa baino altuagoak dira.

Taula 39: Azkoyenen estimatutako akzioko balioak merkatuko akzioko balioekin konparatuz (€/akzioko)

Azkoyenen akzioko balio estimatua	Azkoyenen merkatuko akzioko balioa (BME)	Aholkua edo erabakia
KFAs metodoa: <ul style="list-style-type: none"> 16,84€/akzioko 	<ul style="list-style-type: none"> 6,56€/akzioko 	Enpresaren PER > Sektoreko PER
PER biderkatzailearen metodoa: <ul style="list-style-type: none"> 14,06€/akzioko 		Enpresaren PER > Sektoreko PER

Iturria: norberak egina

Laburbilduz, Kutxa Fluxu Askearen metodoarekin egindako aurreikuspenen arabera, lehen esan bezala, esan daiteke Azkoyen merkatuan azpibalaratuta dagoela, nik egindako aurreikuspenen arabera Azkoyenen akzioko balio estimatua akzioko 16,84-koa delako, eta merkatukoa, berriz, 6,56€/akzioko. Gainera, PER estimatua ere azken balio hau baino handiagoa da ($27,41 > 6,56$), eta beraz, aukera ona izan daiteke enpresa honetan inbertitzea.

PER biderkatzailearen metodoari erreparatuz, metodo honekin ere aurreko ondorio berdinetara iristen gara. Metodo honen bitartez kalkulaturako Azkoyenen balioa akzioko 14,06€-koa da, eta merkatuko akzioko balioa akzioko 6,56€-koa denez, berriro ere aukera egokitzat jo daiteke Azkoyen enpresan inbertitzea, merkatuan azpibalaratuta dagoen enpresa bat baita.

Azkenik, bi metodoekin estimaturako bi balioei dagokionez, Kutxa Fluxu Askearen metodoaren bitartez estimaturako balioa 411.656,52 mila eurokoa da, eta PER biderkatzailearen metodoarekin lortutakoa, berriz, 343.891,11 mila eurokoa. Argi ikusten den bezala, lehenengo metodoarekin estimaturako balioa biderkatzailearen metodoarekin estimaturakoa baino handiagoa da, nahiz eta bata bestearengatik nahiko gertu dauden.

7. ONDORIOAK

Lan honekin, Azkoyen enpresa taldearen balioespina egin da, kutxa fluxu askearen metodoaren eta biderkatzailearen metodoaren (PER) bitartez. Lehenengo metodoarekin, enpresa honen balioa 411.656,52 mila eurokoa dela estimatu da, hau da, akzioko balio estimatua 16,85€-koa izan da. Biderkatzailearen metodoarekin, berriz, 343.891,11 mila eurokoa, hau da, akzioko 14,06€-koa.

Dena den, balio hori estimatu aurretik enpresaren AMIA analisia egin dut, sektoreko aukera eta mehatxuak zeintzuk diren identifikatuz eta baita enpresako indargune eta ahuleziak ere. Kanpo nahiz barne analisian, ondorioak positiboak dira, hau da, indargune eta aukerak mehatxuak eta ahuleziak baino ugariagoak dira. Horregatik, enpresak mehatxu eta ahulezi horietan zentratu beharko du, eta ahal den neurrian horien eragina gutxiagotzen saiatu.

Horrez gain, galdu irabaziaren eta balantzearen analisia ere egin dut, eta era oso nabarmenean ikusten den bezala, azken urteetan enpresa nabarmen hazi da. Esate baterako, azken urtean, hau da, 2022. urtean enpresaren salmentak %23,03an hazi dira eta ekitaldiko emaitza, berriz, %27,15ean. Hala ere, 2020. urtean pandemiak enpresan eragin zuela ikusten da, bai bere negozio zifraren zenbateko garbian eta baita ekitaldiko emaitzan ere, hauen zenbatekoak %21,57 eta %18,56 jaitsi baitziren urte horretan. Gainerako urteetan, bere balantzearen eta galdu irabaziaren egitura nahiko egonkor mantendu dela ikus daiteke. Gainera, errentagarritasun ekonomikoa, errotazio fondoa, kaudimena, eta errentagarritasun finantziarioren azterketa egin ondoren, hauen zenbatekoak ere positiboak direla ondorioztatu daiteke, eta esan daiteke enpresa kaudimenduna dela.

Kutxa fluxu askearen metodoa aplikatu ondoren, sentikortasun analisia ere egin dut, balio-matrizea zein den zehaztuz, eta nire estimazioen arabera Azkoyenen akzioko balioa 11,52 eta 27,19 tartean kokatuko litzateke, mila eurotan, berriz, [281.664 ; 664.795,5] tartean egongo litzateke.

Ondoren, PER estimatua merkatuko PER-arekin alderatu dut, eta estimatua merkatukoa baino dezente handiagoa denez, burtsan Azkoyen enpresa taldea azpibaloratuta dagoela ondorioztatu dut. Beraz, inbertsio aholkua akzioak erostea izango litzateke.

Baita ere, lehen esan bezala, biderkatzailearen metodoarekin Azkoyenen balioa estimatu dut, eta kutxa fluxu askearen metodoarekin bezala, esan daiteke baikorregia izan naizela metodo honen bidez enpresa honen estimazioa egiterako garaian, merkatuko balioa baino dezente altuagoak izan baitira metodoen bitartez lortutako emaitzak.

Dena den, Azkoyen taldean inbertitzea aholkatuko nuke, azken urteetako emaitzak positiboak izan baitira, hau da, enpresa hazten joan baita, eta etorkizunera begiratuz gero, esan bezala AMIA analisiarekin aztertutako barne eta kanpo faktoreak ere positiboak dira. Gainera, soluzio

elektronikoek gero eta garrantzia gehiago izango dutela ikusita, bai sektorea eta enpresa indartsuago bihurtu ahal izango dira.

Azkenik, hasieran aipatu dudan bezala, lan hau egiterako garaian zenbait muga izan ditut informazio aldetik, eta batez ere soluzio elektronikoen sektorearen inguruan informazioa bilatzerako garaian izan dira, ezin izan baitut sektore horri buruzko azterketa sakonik egin.

9. BIBLIOGRAFIA

AECOC. (2018). *El usuario de máquinas vending 2018*. Hemen eskuratua: https://issuu.com/ecommercenews/docs/ecn_n_30_para_web

Asociación Español de Contabilidad y Administración de empresas (AECA). (2005). *Valoración de Pymes*. Madrid.

Azkoyen, S.A. (d.g). *Grupo Azkoyen - Grupo Azkoyen compra el 100% de Vendon y se convierte en uno de los líderes europeos de soluciones IoT*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/grupo-azkoyen-compra-el-100-de-vendon-y-se-convierte-en-uno-de-los-lideres-europeos-de-soluciones-iot/>

Azkoyen, S.A. (d.g). *Grupo Azkoyen - Coffetek, marca del Grupo Azkoyen en Reino Unido, traslada sus instalaciones y actualiza su logo*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/coffetek-marca-del-grupo-azkoyen-en-reino-unido-traslada-sus-instalaciones-y-actualiza-su-logo/>

Azkoyen, S.A. (d.g). *Grupo Azkoyen - Coges, filial italiana del Grupo Azkoyen, celebra su 40 aniversario*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/coges-filial-italiana-del-grupo-azkoyen-celebra-su-40-aniversario/>

Azkoyen, S.A. (d.g). *Grupo Azkoyen - Grupo Azkoyen compra Ascaso y completa su gama de Café*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/grupo-azkoyen-compra-ascaso-y-completa-su-gama-de-cafe/>

Azkoyen, S.A. (d.g). *Historia - Grupo Azkoyen*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/historia/>

Azkoyen, S.A. (d.g). *Información bursátil*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/accionistas-inversores/informacion-bursatil/>

Azkoyen, S.A. –*Accionistas e inversiones-Información financiera (d.g). Cuentas anuales*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/wp-content/uploads/2018/01/2022-CCAA-Informe-de-gestion-Individual.pdf>

Azkoyen, S.A. –*Accionistas e inversiones-Información financiera (d.g). Cuentas anuales*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/wp-content/uploads/2018/01/2022-Informe-de-Gestion-Consolidado-IAGC-IAR-23.02.2023-vdef.pdf>

Azkoyen, S.A. -*Accionistas e inversores-Información financiera (d.g). Informe de gestión consolidado 21 de diciembre de 2022*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/accionistas-inversores/informacion-financiera/informes-anuales/>

Azkoyen, S.A. (d.g). *Grupo Azkoyen – Modelos de negocio*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/modelos-negocio/>

Azkoyen, S.A.-*Accionistas e inversores-Información financiera (d.g). Informes anuales 2019-2022*. Hemen eskuratua: <https://www.azkoyen.com/accionistas-inversores/informacion-financiera/informes-anuales/>

Banco de España-Estadísticas-Estadísticas por publicaciones-Síntesis de indicadores-1.España. (2023). *Indicadores financieros. Series diarias*. Eskuratze data: [2023/03/27]. Hemen eskuratua: https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/datos/pdf/si_1_2.pdf

Bolsa de Madrid. (2023). - Publicaciones y Estadísticas. PER sectorial (d.g). Hemen eskuratua: <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Estadisticas>

Bolsa de Madrid. (2023). *Ficha de Azkoyen*. Eskuratze data: [2023/05/28]. Hemen eskuratua: <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Mercados-y-Cotizaciones/Acciones/Mercado-Continuo/Ficha/Azkoyen-ES0112458312>

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

CNMC. (2021). *El comercio electrónico marcó un nuevo récord y superó en España los 51.600 millones de euros en 2020, un 5,8% más que el año anterior*. Hemen eskuratua: <https://www.cnmc.es/prensa/ecommerce-4T20-20210702>

Corona Romero, E., Talavero Sanguino, J., García Martínez, F., Calvo González-Vallinas, J., Monzón Sánchez, A., Varela Couceiro, J., & López Galindo, R. (2005). *Aplicación de las normas internacionales de contabilidad adoptadas por la Unión Europea (NICes)*. CISS. Hemen eskuratua: https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=LXCsoSmakuYC&oi=fnd&pg=PA1&dq=Aplicaci%C3%B3n+de+las+normas+internacionales+de+contabilidad+adoptadas+por+la+uni%C3%B3n+europea&ots=cSUjXlvECi&sig=rw1RD42XMrIn7_E0HNnzSdR8O5U#v=onepage&q=Aplicaci%C3%B3n%20de%20las%20normas%20internacionales%20de%20contabilidad%20adoptadas%20por%20la%20uni%C3%B3n%20europea&f=false

Craft. (d.g). *Top Azkoyen Group Competitors and Alternatives*. Eskuratze data: [2023/03/20]. Hemen eskuratua: <https://craft.co/azkoyen-industrial-s-a/competitors>

Eaglebrook Advisors. (2022). *Market commentary: reinsurance*. Hemen eskuratua: <https://eaglebrookadvisors.com/post/market-commentary-reassurance>

Eleconomista.es. (2022). *El sector del «vending» facturó 1.725 millones en 2021 tras su desplome por el confinamiento*. Hemen eskuratua: <https://www.eleconomista.es/retail-consumo/noticias/11962983/09/22/El-sector-del-vending-facturo-1725-millones-en-2021-tras-su-desplome-por-el-confinamiento.html>

European Vending & Coffee Service Association (EVA). *El sector del vending se está recuperando, pero no lo suficiente*. *Revista Mundo Vending*. Hemen eskuratua: <https://revistamundovending.com/el-sector-del-vending-vuelve-a-crecer-pero-no-lo-suficiente/>

Fernández, P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School-Universidad de Navarra*, 771, 1-49. Hemen eskuratua: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

Fernández, P., García, D., & Fernández, J. (2023). Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 80 countries in 2023: a survey. *IESE Business School*. Hemen eskuratua: <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=777119081090116114125001119069065029117046025068004010066118107028006107104102121119029035055009008044005110102116125031>

[00012510607106002301412707010007211107101908600909609811206711710002409602210065085102123125067099017028088065085075000089084&EXT=pdf&INDEX=TRUE](https://www.hostelvending.com/noticias-vending/solo-el-8-de-los-pagos-en-el-vending-se-realiza-de-manera-electronica)

HostelVending. (2018). Solo el %8 de los pagos en el vending se realiza de manera electronica (d.g). *HostelVending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/solo-el-8-de-los-pagos-en-el-vending-se-realiza-de-manera-electronica>

HostelVending. (2022). Azkoyen desembarca en Estados Unidos con la nueva máquina de café Vitro S5 (d.g). *Hostelvending.com*. <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/azkoyen-desembarca-en-estados-unidos-con-la-nueva-maquina-de-cafe-vitro-s5>

HostelVending. (2022). Azkoyen vuelve a conquistar los Premios de Diseño Europeos con la Neo Q (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/azkoyen-vuelve-a-conquistar-los-premios-de-dise-o-europeos-con-la-neo-q>

HostelVending. (2022). El ranking: Descubre las 30 principales empresas operadoras de vending de 2020 (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/el-ranking-descubre-las-30-principales-empresas-operadoras-de-vending-de-2020>

HostelVending. (2022). Especial inteligencia artificial la parte más emocional de la venta automática (Parte 1) (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/especial-inteligencia-artificial-la-parte-mas-emocional-de-la-venta-automatica--parte-1>

HostelVending. (2022). Especial Ranking Operadores: Evoca y Azkoyen mantienen su liderazgo en el apartado de máquinas (PARTE 6) (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/evoca-y-azkoyen-mantienen-su-liderazgo-en-el- apartado-de-maquinas>

HostelVending. (2022). *Las fabricantes de máquinas muestran grandes cifras de ventas (Parte 6)* (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/las-fabricantes-de-maquinas-muestran-grandes-cifras-de-ventas-parte-6>

HostelVending. (2018). Solo el 8% de los pagos en el vending se realiza de manera electrónica (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/solo-el-8-de-los-pagos-en-el-vending-se-realiza-de-manera-electronica>

HostelVending. (2022). *Supermercados 24h: cuando el ideal de una venta automatizada se convierte en realidad* (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/supermercados-24h-cuando-el-ideal-de-una-venta-automatizada-se-convierte-en-realidad>

HostelVending. (2023). *Las tendencias de consumo que llegan pisando fuerte en 2023: el despegue de la automatización* (d.g). *Hostelvending.com*. Hemen eskuratua: <https://www.hostelvending.com/noticias-vending/las-tendencias-de-consumo-que-llegan-pisando-fuerte-en-2023-el-despegue-de-la-automatizacion>

IFMA-Spain. (2022). *El mercado español del Vending vislumbra la recuperación cerrando 2021 con unas ventas de 1.725 millones de euros, un 16,9% más que en 2020* (d.g). Hemen eskuratua: <https://ifma-spain.org/noticias/06-10-2022-el-mercado-espanol-del-vending-vislumbra-la-recuperacion-cerrando-2021-con-unas-ventas-de-1-725-millones-de-euros-un-169-mas-que-en-2020/>

IFMA-Spain. (2022). *Facility management en España grandes cifras 2022, sector del vending*. Hemen eskuratu: <https://ifma-spain.org/wp-content/uploads/2022/09/220909-GC-FICHA-DE-VENDING-2022.pdf>

Infront Analytics. (d.g). Azkoyen, S.A.: *Beta apalancada / Beta no apalancada (Industrial Machinery)*. Eskuratu data: [2022/05/10]. Hemen eskuratu: <https://www.infrontanalytics.com/feeds/20072EE/Azkoyen-S-A-/Beta>

Investing. (d.g). *Azkoyen Stock Price Today - BME AZK Live Ticker*. Eskuratu data: [2022/05/20]. Hemen eskuratu: <https://www.investing.com/equities/azkoyen-sa>

Jaramillo Betancur, F. (2018). *Valoración de empresas: aspectos teóricos y prácticos (Segunda edición, Ser. Ciencias empresariales. administración)*. Ecoe Ediciones. Retrieved 2023. Hemen eskuratu: <https://elibro-net.ehu.idm.oclc.org/es/ereader/ehu/70518/>

MarketScreener. (d.g). AZKOYEN, S.A. *Estimaciones y expectativas de datos financieros*. Eskuratu data: [2022/05/20]. Hemen eskuratu: <https://es.marketscreener.com/cotizacion/accion/AZKOYEN-S-A-74052/fundamentales/>

Mastercard (d.g). *La pandemia hace caer el consumo en máquinas de vending de oficinas*. Hemen eskuratu: <https://www.mastercard.com/news/europe/es-es/noticias/notas-de-prensa/es-es/2022/february-2022/la-pandemia-hace-caer-el-consumo-en-maquinas-de-vending-de-oficinas/>

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (2022). *Presentaciones sectoriales sector industrial 2022 [2022 urteko txostena]*. Hemen eskuratu: <https://www.mincotur.gob.es/es-es/IndicadoresyEstadisticas/Presentaciones%20sectoriales/00.%20Total%20Industria.pdf>

Morgan P. J. (2021). *Key trends to drive your payments strategy*. Hemen eskuratu: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/merchant-services/insights/e-commerce/key-trends-to-drive-your-payments-strategy.pdf>

Msn. (d.g). Azkoyen, S.A. Eskuratu data: [2022/05/20]. Hemen eskuratu: <https://www.msn.com/es-co/dinero/stockdetails/fi-amfrw?duration=1D&investorId=all>

NYDIG. (2023). *Research Weekly - 1Q23 Review and Look Ahead*. Hemen eskuratu: <https://nydig.com/research/1q23-review-and-look-ahead>

Pellicer, L. (2023). *La OCDE eleva la previsión de crecimiento para España al 2,1% en 2023 y al 1,9 en 2024*. Hemen eskuratu: <https://elpais.com/economia/2023-06-07/la-ocde-eleva-la-prevision-de-crecimiento-para-espana-al-21-en-2023-y-al-19-en-2024.html>

Price Waterhouse Coopers. (2021). *Financial services in 2025*. Hemen eskuratu: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/publications/financial-services-in-2025/payments-in-2025.html>

Pwc. (2021). *Medios de pago: 2025 y más allá*. PwC. Hemen eskuratu: <https://www.pwc.es/es/financiero/pwc-future-of-payments.pdf>

Renta 4 Banco. (2022). *Azkoyen Informe*. Hemen eskuratu: https://www.r4.com/download/estatico/informes/20221215_Azkoyen_informe.pdf

Reuters. (d.g). AZK.MC - *Stock Price & Latest News*. Eskuratze data: [2022/05/20] Hemen eskuratua: <https://www.reuters.com/markets/companies/AZK.MC/key-metrics/price-and-volume>

Revello de Toro Cabello José María, & Revello de Toro Cabello José María. (2014). *La valoración de los negocios : una guía teórica y práctica para valorar empresas* (3ª, Ser. Colección ieb-delta). Delta Publicaciones. Hemen eskuratua: <https://elibro-net.ehu.idm.oclc.org/es/ereader/eHU/170081>

Tamames, J. (2023). Mastercard y Visa, dos grandes frente a frente. *Expansion*. Hemen eskuratua: <https://www.expansion.com/mercados/2023/01/28/63d580bf468aeb927d8b457c.html>

TarecaVending. (d.g). (2018). *¿Cómo eran y son las máquinas expendedoras? La evolución del vending*. Hemen eskuratua: <https://www.tarecavending.com/como-eran-y-como-son-las-maquinas-expendedoras-la-evolucion-del-vending/>

TradingView. (d. g). *AZK Forecast — Price Target — Prediction for 2024*. Eskuratze data: [2022/05/20]. Hemen eskuratua: <https://www.tradingview.com/symbols/BME-AZK/forecast/>

Wright, K. (2022). *El volumen de transacciones de la red de Bitcoin supera a American Express, revela una investigación*. *Cointelegraph*. Hemen eskuratua: <https://es.cointelegraph.com/news/bitcoin-network-transaction-volume-surpasses-american-express-research>

Yahoo Finanzas. (d.g). *Azkoyen, S.A. (AZK.MC)*. Eskuratze data: [2022/05/20]. Hemen eskuratua: <https://es.finance.yahoo.com/quote/AZK.MC/>