



AURKIBIDEA

1. Sarrera	7
2. Enpresen balioespenaren metodologia	9
2.1. Balioespenaren erabilgarritasuna	9
2.2. Balioespenaren oinarriak	10
2.3. Balioespenaren metodoak	11
2.3.1. Kutxa Fluxuen deskontuan oinarritutako balorazio metodoak	11
2.3.2. Balantzean oinarritutako balorazio metodoak	12
2.3.3. Eraitzen kontuetan oinarritutako balorazio metodoak	13
2.3.3.1. PER ratioa	13
2.3.3.2. Dibidendu ratioa	13
2.3.3.3. Salmenten biderkatzailea	14
2.3.3.4. Beste biderkatzaileak	14
2.3.4. Merkataritza fondoan oinarritutako metodo mistoak	14
3. Enpresaren barne analisia	17
3.1. Sarrera	17
3.2. Negozio lerroak	18
3.3. Lehiakideak	19
4. Automobilgintzako sektorearen analisia	21
4.1. PESTEL eredia	21
4.1.1. Faktore ekonomikoak	21
4.1.2. Faktore soziokulturalak	22
4.1.3. Faktore teknologikoak	23
4.1.4. Faktore politiko – legalak	24
4.1.5. Faktore ekologikoak	24
4.2. PORTER eredia	25
4.2.1. Sektoreko lehiakideen arteko norgehiagoka maila	25
4.2.1.1. Lehiakide kopurua edo sektorearen kontzentrazio maila	25
4.2.1.2. Sektorearen hazkunde tasa	26
4.2.1.3. Kostu finkoak	27
4.2.1.4. Produktu edo zerbitzuren desberdintza maila	29
4.2.1.5. Irteera hesiak	30
4.2.1.6. Enpresen arteko akordioak	30
4.2.2. Lehiakide berrien mehatxua	31
4.2.2.1. Sarrera-hesiak	31
4.2.2.2. Sektoreko enpresengatik espero den erreakzioa	32
4.2.3. Ordeko produktuen / zerbitzuen mehatxua	33
4.2.4. Bezeroen negoziazio boterea	33
4.2.5. Hornitzaileen negoziazio boterea	34
4.3. AMIA	35

5. Enpresaren analisi ekonomiko - finantzarioa	37
5.1. Egoera Balantzea	37
5.1.1. Balio erlatiboak	37
5.1.2. Zenbaki indizeak	38
5.2. Galdu Irabazi kontua	39
5.2.1. Balio erlatiboak	39
5.2.2. Zenbaki indizeak	40
5.3. Politika fiskala	40
5.4. Errentagarritasun ekonomikoa	41
5.5. Errotazio fondoa	42
5.6. Egonkortasun finantzarioa	44
5.7. Errentagarritasun finantzarioa	45
6. Metodoaren aplikazioa	49
6.1. Kutxa Fluxu Askearen Metodologia	49
6.2. Eguneratze – tasa: KBKH	49
6.3. Epea	54
6.4. Kutxa Fluxu Askearen Aurreikuspenak	54
6.5. Balioaren Estimazioa	61
6.6. Sentikortasun Analisia	62
6.7. PER-aren Aplikazioa	63
7. Ondorioak	65
8. Bibliografia	66
9. Eranskina	69

IRUDI, GRAFIKO ETA TAULEN AURKIBIDEA

Irudien aurkibidea

1. Irudia: Kutxa fluxuen estimazioa lortzeko jarraitu beharreko faseak.	12
2. Irudia: Volkswagen Taldea osatzen duten markak.	18
3. Irudia: Porter-en Analisia.	25
4. Irudia: 2012-2014 eta 2015 urteetako errotazio fondoak.	43
5. Irudia: Volkswagen Taldearen 2014-2016ko ekaina arte izan duen kotizazioa.	63

Grafikoen aurkibidea

1. Grafikoa: 2000-2016 bitarteko BPG-aren eboluzioa.	22
2. Grafikoa: 2000tik 2015 arte HEV merkatu globala.	23
3. Grafikoa: 1998ko eta 2013ko Merkatuko Kuotak.	26
4. Grafikoa: Automobilgintzako industriako kostu garrantzitsuenak.	27
5. Grafikoa: Soldaten kostua herrialdeka.	28
6. Grafikoa: Estatu Batuetan publizitatean gehien inbertitzen duten enpresak.	29
7. Grafikoa: Karteleko enpresei CNMC-ek ipinitako kalte-ordainak.	31
8. Grafikoa: 2013an Sektore teknologikoan egindako patenteen kopurua.	35
9. Grafikoa: Balantzetako balio erlatiboak.	38
10. Grafikoa: Galdu – Irabazi Kontuaren balio erlatiboak.	39

Taulen aurkibidea

1. Taula: Balioespenaren erabilerak.	9
2. Taula: Baloratzeko oinarritzko metodoak.	11
3. Taula: Beste biderkatzaileak.	14
4. Taula: Metodo mistoak.	15
5. Taula: Volkswagen Group-en Bolumena.	17
6. Taula: AMIA matrizea.	36
7. Taula: Mozkinen Gaineko Zerga eta Zerga Aurrezko Eraitza.	40
8. Taula: Interes Aurrezko eta Zerga Aurrezko Eraitza.	40
9. Taula: IAZAM, Aktiboa eta Salmentak.	41
10. Taula: Volkswagen Taldeak duen marjina, errotazioa eta ROI.	41
11. Taula: Galdu - irabazi kontuaren zenbait atalen zenbaki indizeak.	42
12. Taula: errotazioa osatzen duten kontzeptuen zenbaki indizeak.	42
13. Taula: 2012tik 2015 arte Volkswagen Taldeak izan duen errotazio fondoak.	43
14. Taula: Egonkortasun finantzarioa kalkulatzeko beharrezkoak diren ratioak.	44
15. Taula: Volkswagen Taldeak ordaindutako zerga-tasaren kalkulua.	46
16. Taula: Zama finantzarioa duten pasiboak.	46
17. Taula: Errentagarritasun Finantzarioa kalkulatzeko behar diren datuak.	46
18. Taula: Errentagarritasun finantzarioa kalkulatzeko ratioak.	47
19. Taula: Volkswagen Taldeak duen batz besteko epe luzeko zorra.	50
20. Taula: Volkswagen Taldeak dituen batz besteko baliabide propioak.	50
21. Taula: 10 urteko bono alemaniarren errentagarritasuna.	51
22. Taula: Volkswagen Group-ek, argitaratutako zorraren kostua, zerga ondoren.	53

23. Taula: KBKH	53
24. Taula: Interes Aurrezko eta Zerga Aurrezko mozkina.	55
25. Taula: Volkswagen Taldeak jasan duen zerga-tasaren kalkulua.	56
26. Taula: Volkswagen Taldeak jasan duen zerga-tasaren kalkulua.	56
27. Taula: Volkswagen Taldearen Capex izan duen hazkuntza.	57
28. Taula: Volkswagen Taldearen ibilgetuaren amortizazio metatua.	58
29. Taula: Volkswagen Taldearen ibilgetuaren amortizazioa.	58
30. Taula: Volkswagen Taldearen errotazio fondoa.	59
31. Taula: Estimatuako kutxa-fluxuen kalkulua (datuak mila €-tan).	60
32. Taula: Sentikortasun analisia.	62

1. SARRERA

Lan honen helburua, Volkswagen Taldearen balioespena egitea da. Horretarako, kutxa fluxu askearen metodoa erabiliko da.

Lan hau hasi baino lehen, lehenik eta behin, gai honekin zerikusia zuten apunteak eta liburuak berrikusi dira. Jarraian, enpresa alemaniarraren eta sektoreari buruzko webguneak, liburuak eta prentsako albisteak irakurri dira; beti ere, eskuragarri dagoen edo publikoak egin den informazioa erabilia. Azken honek, teoriaren aplikazio bat egitea ekartzen du eta ez balio zehatz bat lortzea; izan ere, informazioa mugatua denean benetako balio bat lortzea oso zaila baita.

Informazioa, nazioarteko enpresa bat izanik eta bere bulego nagusia Alemanian kokatzen denez, zati handi bat ingelesez argitaratua dago eta ondorioz, balioespen bat egiteak duen zailtasunari, beste hizkuntza batean dagoen informazioa ulertu eta hori itzultzea gehitu behar zaio.

Volkswagen taldea kotizatzen duen enpresa bat denez eta honi, azken urtean gertatuko motor trukaketaren auziak sortu dizkion istiluak gehituz, eskuragarri dagoen informazio kopurua oso handia da. Ondorioz, lan honen zati handienetako bat, informazioa hautatu, ulertu eta sintesi egokiak egitea izan da.

Motor trukaketaren auziak sortu dizkion istiluak, oso adierazgarriak izan dira. Izan ere, 2015eko nitrogeno oxidoko (NOx) isurketak murrizten zituen software zela eta, mundu mailako kotxeen lehen fabrikatzaile postua galdu eta bere Urteko Kontuak, inoiz baino txarragoak izatera eraman dute.

Lanaren egituraren aldetik, hasieran lanari sarrera eman eta enpresa baten balioespena egiteak zer-nolako erabilgarritasuna duen azalduko da, bere oinarri eta baloratzeko metodo ezberdinak azalduz. Metodo ezberdin hauen artean, kutxa fluxuen deskontuan oinarritutako kutxa fluxu askearen metodoa aplikatuko da, enpresen balioespenetan gehien erabilitako metodo bat delako eta hau aurrera eramateko, beharrezko informazio eta datu maila oso altua denez, balorazio oso bat lortzen delako. Gainera, oraindik osoagoa den balorazio bat lortzeko PER ratioa aplikatuko da.

Hirugarren eta laugarren ataletan, alde batetik, Volkswagen Taldearen barne analisi bat egingo da, Taldea osatzen duten marka ezberdinak, lehiakideak eta negozio lerroak aipatuz. Bestetik, Volkswagen Taldea, mundu mailako enpresa bat denez automobilgintza sektorea mundu mailan aztertuko da. Hau egiteko, Pestel eredu, hau da, ingurune makroekonomiakoa azaltzen duena eta Porter, jarduera sektorea aztertzen duena, ikertuko da. Guzti honekin, AMIA, hots, enpresak sektorean lehiatzeko abantailak lortzeko dituen aukera eta mehatxuak eta enpresaren indarguneak eta ahuleziak ezagutuko dira.

Bosgarren puntuan, enpresaren analisi ekonomiko - finantzarioa egingo da. Hau egiteko, eskuragarri dauden 2012, 2013, 2014 eta 2015eko Egoera Balantze eta Galdu Irabazi kontuak hartu eta hauen gaineko, errentagarritasun ekonomiko zein

finantzarioa, egonkortasun finantzarioa, errotazioa fondoa eta jarraitutako politika fiskala kalkulatu eta aztertuko dira.

Bukatzeko, kutxa fluxuen deskontuan oinarritutako kutxa fluxu askearen metodoa aplikatuko da, honen parte diren, eguneratze - tasa, epea, aurreikuspenak eta hondar balioa zehaztuz. Datu guzti hauekin, enpresaren balioa kalkulatzeko aukera izango da eta balio hau, balio matrize batean kokatuko da. Metodo honekin batera aplikatuko den beste metodoa, PER izango da eta honen barnean, lortu dugun enpresaren PER sektoreko PER erlatiboarekin konparatuko da.

Lanari amaiera emateko, aipatutako atal guztien ondorio nagusiak, azaldutako guztiaren informazio iturriak biltzen dituen bibliografia bat eta eranskin gisa erabilitako Galdu Irabazi Kontua eta Egoera Balantzea erakutsiko dira.

2. ENPRESEN BALIOESPENAREN METODOLOGIA

2.1. Balioespenaren erabilgarritasuna

Enpresa baten balioespenak, *“datu finantzario askoren interpretazioa eta estimazioa eskatzen du. Enpresaren etorkizuna, iraganeko datuengatik, enpresak zehaztutako estrategiengatik eta kontrolatu ezin diren baina estimatu daitezkeen kanpoko zenbait faktoreen bidez, adibidez, lurralde geografikoaren aldagai makroekonomiakoak (interes-tasa, truke-tasak, barne produktu gordinaren hazkuntza, etab.) aurreikusi daiteke”* (AECA 2010).

Balioespenak helburu ezberdinentzako erabilgarria da. Ondoren (1. Taula), balioespenak eduki ditzakeen 9 erabilera ezberdin azaltzen dira.

1. Taula: Balioespenaren erabilerak.

Balioespenaren erabilerak	
1. Salmenta eragiketak	Salerosketa batean, bi interes desberdin eta zehatzak topatzen ditugu. Alde batetik, eroslea, errentagarritasun, segurtasun eta likidezia bilatuko du bere inbertsiorako eta balioespena zuhurtasunez egin nahi izango du, gain-baloraziorik saihesteko metodoa aplikatuz. Saltzaileak, bestetik, azpi-balorazioak islatzeko arriskua minimizatzen duten metodoak nahiago izango ditu.
2. Burtsan kotizatzen duten enpresak	<ul style="list-style-type: none"> - Lortutako balioa, merkatuko kotizazioarekin konparatzeko. - Bere kartera zer baloreetan kontzentratu: merkatuarengatik azpi-baloratuta agertzen direnak. - Zenbait enpresen eta beraien eboluzioaren balioespenak, beraien artean konparazioak eta estrategiak garatzeko balioa du.
3. Burtsara atera	Balioespenak, publikoari eskaintzen zaien akzioen prezioak justifikatzeko balio du.
4. Oinordetza eta testamentuak	Balioespenak, akzioen balioa beste ondasunekin konparatzeko balio du.
5. Balioa sortzean oinarritzen diren diru-sari sistemak	Enpresa eta negozio unitate bat baloratzeak, ebaluatzen ari diren zuzendariei esleitzen zien balioa kuantifikatzeko beharrezkoa da.
6. Balioaren bultzatzaileen antzemate eta hierarkizazioa (“value drivers”)	Balioa sortu eta suntsitzen duten iturriak ezagutzeko aukera.
7. Enpresaren jarraipenaren erabaki estrategikoak	Enpresen eta negozio unitateen balioespenak, negozioa jarraitu, saldu, fusionatu, antolatu, hazi edo enpresak erosteko aurre pausoa da.
8. Plangintza estrategikoa	Zer negozio, lurralde, bezero, produktu, lerro ... mantendu, suspertu edo utzi behar den

erabakitzeke.	
9. Arbitraje edo auzi prozesuak	Erosle eta saltzaile aldeen arteko arbitraje ikuspuntura jo behar da balioa estimatu ahal izateko. Metodoa alde batera utzita, balioa funts logiko edo matematiko zorrotz batean oinarritzen da, aldeen aurrean objektibotasuna, neutraltasuna eta independentzia bilatuz.

Iturria: Pablo Fernández (2005)

2.2. Balioespenaren oinarriak

Balioa, enpresa osoaren elementuak ebaluatu eta laburbiltzen ditu (Fernández P. 2005). Horrela, enpresaren balio osoa honako zati hauetan banatu ahal dugu:

- Balio materiala: Elementu ukigarrien balioa da (adibidez, makineria, ekipoaik ...).
- Balio immateriala: ukiezinak diren elementuen balioa. Hauetako askok ez dute islarik izango kontabilitatean, baina balioa sortzen dute (Adibidez, marka edo irudia, izen ona, berrikuntzak, bezeroekiko harremanak ...).

Balio mota hauek garbi ezberdindu behar dira:

- Balio intrintsekoa: enpresari buruzko informazio guztia aztertuz, eta metodologia jakin bat jarraituz lortzen den balioa. Finantzetako metodologia hau oinarritzko analisia bezala ezagutzen da.
- Burtsako balioa: merkatuak ipintzen duena. Burtsan kotizatzen duten akzioen eskaria eta eskaintzaren araberakoa izango da (merkatuko balioa).
- Kontabilitate- Balioa: kontabilitatean adierazten dena.
- Balio ekonomikoa: saltzaileak finkatzen duen balioa da. Agente honek, negozioa ez edukiko ez balu eskatzen duen konpentsazioa azaltzen du.
- Likidazio balioa: enpresa batek bere jarduerarekin amaitzea erabakitzen badu, bere aktiboak saldu, zorrak ordaindu eta likidazio gastuak ordaindu eta gero gertuko litzakeen balio izango litzateke.

Enpresaren balioespenak, enpresa baten balioa estimatzen du eta hau lortzeko, kalkulu prozesu bat eramaten du aurrera, non, informazio ekonomikoa - finantzarioa erabiltzen da. (Torre Gallegos A. de la eta Jiménez Naharro F. 2014).

Ondorioz, enpresaren balioespena ez dela zenbakizko prozesu bakar bat Ikusi daiteke. Lortzen diren estimazioak, ez dira zenbaki bakar batean bilakatuko, baizik eta balio-tarte bat lortuko da eta tarte horretan, egongo da enpresaren balioa izan daitekeena.

Balio tarteak, egoera baikorra, erdi bideko egoera eta egoera ezkorra barneratzen du eta hauekin, Balio Matrizea sortzen da, lanaren azken zatian sentikortasun analisian adieraziko dena. Hau lortzeko eta balioespenean eragiten duten aldagaiak aztertzeke, azterketa sakona egin behar da eta ondorengo arloak aztertuz:

- Arlo makro- ekonomikoa: enpresaren merkatua eta sektorea eta horietan eragiten duen ekonomiaren bilakaera. Hau egiteko, enpresaren barne eta kanpo-analisia egingo dira. Kanpo analisia burutzeko ingurune orokorraren analisia Pestel eredu eta ingurune bereziaren analisia egiteko Porterren ereduak jarraituko dira. Berriz, barneko analisia egiteko, azterketa Kuantitatiboa eta azterketa Kualitatiboa burutuko da.
- Azterketa ekonomiko -finantzarioa: enpresaren Galdu- Irabazi Kontuaren eta Balantzearen kontabilitate-analisia egingo da.
- Azterketa estrategikoa: etorkizuneko emaitzak aurreikuspena.

2.3. Balorazio Metodoak

Pablo Fernández-ek (2005), baloratzeko metodoak sei taldeetan (2. Taula) banatu daitezkeela adierazten du.

2.Taula: Baloratzeko oinarritzko metodoak.

BALORATZEKO OINARRIZKO METODOAK					
Balantzea	Emaitza kontuak	MIXTOAK (GOODWILL)	Kutxa fluxuen deskontua	Balioa sortzea	Aukerak
Kontabilitate Balioa	Biderkatzaileak	Klasikoa	Free cash flow	EVA	Black and Scholes
Kontabilitateko Zuzendutako balio	Irabaziak: PER	Adituen Elkartea	Akziodunen cash fow	Irabazi ekonomikoa	Inbertitzeko aukera
Likidazio balioa	Salmentak	Kontabilitatekoak	Dibidenduak	Cash value added	Proiektua zabaldu
Balio substantziala	EBITDA	Errenta mugatua	Capital cash flow	CFROI	Inbertsioa geroratu
Aktibo garbi erreala	Beste biderkatzaileak	Besteak	APV		Aldizkako erabilerak

Iturria: Pablo Fernández (2005)

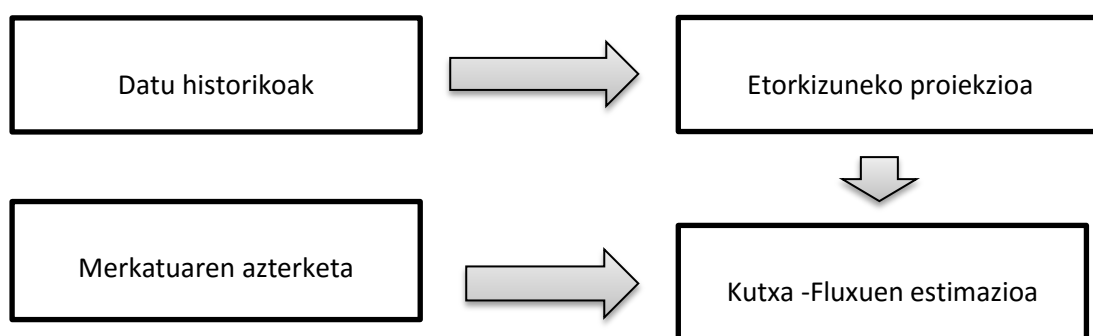
2.3.1. Kutxa Fluxuen deskontuan oinarritutako enpresen balorazio metodoak

Kutxa Fluxu askeak kalkulatzeko, etorkizunean jasoko dugun dirua eta ordaindu beharko dugun diruaren aurreikuspen bat eskatzen du (Fernández P. 2005), hau da, enpresak sor ditzakeen balioaz eta etorkizuneko kutxa-fluxuak sortzeko estimazioak egiten ditu. Horregatik, enpresaren informazioa edukitzea beharrezkoa da, bai gaur eguneko eta baita iraganeko. Horrela, kutxa fluxuaren kalkulu eta estimazioak egiteko, aurretik zenbait fase egon behar dira:

1. Sektorearen azterketa: Merkatuko indarrek eragin handia dute enpresaren etorkizuneko emaitzetan. Sektorearen egoera zein den eta honek enpresari nola eragiten dion ezagutzea beharrezkoa da, enpresaren indarguneak eta ahuleziak eta sektoreko aukera eta mehatxuak aurreikusteko.

2. Iraganaren azterketa: Iraganeko azterketa, enpresaren kontu historikoak aztertu (2012-2013-2014-2015eko Egoera Balantzea eta Galdu - Irabaziak) eta hauetan gehien eragin duten faktoreak aurkitzea izango da helburu nagusia.
3. Aurreikuspenak: Datu historikoak erreferentziatzat hartuz eta enpresaren plan estrategikoa kontuan hartuz, enpresak etorkizunean izan ditzakeen datuen estimazioak egitea.
4. Kutxa-fluxuaren estimazioa: Aurreko 3 pausoak jarraituz gero, lortutako informazioarekin enpresaren etorkizuneko kutxa-fluxuen estimazioa egiteko aukera izango da.

1. Irudia: Kutxa fluxuen estimazioa lortzeko jarraitu beharreko faseak.



Iturria: Norberak egina

2.3.2. Balantzean oinarritutako enpresen balorazio metodoak

Metodo hauetan, etorkizunean gertatuko diren aldaketak ez dira kontuan hartzen, balioa ikuspegi estatiko batetik lortzen da (AECA 2010). Honen barnean, ondorengo balioak aurkitzen dira:

- Kontabilitate balioa: Balantzeko balioak hartuz, enpresaren aktiboa eta zor guztiaren arteko diferentzia da; beste modu batean esanda, kontabilitate terminoetan adierazita, akziodunen ondasun propioen balioa da.
- Zuzendutako balio kontablea: kontabilitate-balioa kontutan hartu beharrean, kontzeptu honek merkatuko balioa kontuan hartzen du. Ez du aktiboak finantzatzeko era islatzen, bakarrik ondasunak tasatu ondoren lortzen den balioa kontuan hartzen du.
- Likidazio Balioa: enpresaren aktiboen salmenta balioari, enpresaren zorrak eta likidazio gastuak (abokatu eta auzi gastuak, kaleratzearengatik kalte-ordainak ...) kendu ondoren lortzen den balioa.
- Balio substantziala: Ustiapeneko aktiboen zuzendutako balioak jasotzen ditu. Motak:
 - I. Balio substantzial gordina: Enpresaren jardura burutzeko beharrezkoak diren elementu errealean, finantzatzeko era kontuan izan gabe, balioa barneratzen du.
 - II. Balio substantzial garbia: Baliabide propioak finantzatzeko, enpresaren jardura burutzeko beharrezkoak diren elementu materialen balioa.

2.3.3. Emaidza kontuetan oinarritutako metodoak:

Metodo hauek, enpresaren balioa, enpresak sortutako irabazi, egindako salmenta edo beste adierazle batzuegatik zehazten dute.

2.3.3.1. PER ratioa

PER ratioak (Price Earning Ratio), enpresak lortzen duen mozkinarekiko, merkatuak zenbat euro ordaintzen dituen adierazten du (Fernández P. 2005).

$$PER = \frac{\text{Akzioen prezioa}}{\text{Akzioko mozkina}}$$

Zentzu honetan, PER-ak esanahi edo irakurketa bi ditu. Alde batetik, likideziaren irizpideak, akziodun batek egin duen inbertsioa berreskuratzeko behar duen urte kopurua adieraziko luke eta bestetik, irizpide ekonomikoak, inbertitzaile bat mozkin unitateko ordaintzeko prest dagoena azaltzen du.

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

Aurreko formulak, lortu dugun enpresaren PER-a sektorean dauden antzeko enpresen batez besteko PER-arekin konparatzeko aukera ematen digu. Alderaketa honek, aztertzen ari den enpresaren inguruan merkatuak uste duena jakiteko aukera ematen digu.

- Sektorearekiko PER erlatiboa 1 baino txikiagoa bada, gure enpresa merkeagoa da, hau da, merkatuak uste du gure enpresaren etorkizuna txarragoa edo batez bestekoak baino hazkunde makalagoa edukiko duela estimatzen da.
- Sektorearekiko PER erlatiboa 1 baino handiagoa bada, gure enpresa garestiagoa da, hau da, merkatuak uste du gure enpresaren etorkizuna ona edo batez bestekoak baino hazkunde sendoagoa edukiko duela estimatzen da.

Baina, PER handia edo txikia izateak ez du esanahi inbertsioa txarra edo ona denik. Inbertsio ona edo txarra den jakiteko, PER gain-balorazio edo azpi-balorazioa aztertu behar da, hau da, estimatutako PER eta merkatuko PER (prezioan inplizituki dagoen PER) konparatu behar da.

2.3.3.2. Dibidenduen ratioa

Dibidendua, merkataritza-sozietate batek lortutako mozkinetatik bere bazkideei emandako sariak dira (Pablo Fernández-en 2005). Metodo honen arabera, akzio baten balioa, akzio horretatik jasotzea espero den dibidendua da.

$$\text{Akzio baten balioa} = \frac{ABD}{K_e}$$

ABD: enpresak akzioko banatutako dibidendua
Ke: akzioei eskatzen zaien errentagarritasuna.

Ke lortzeko, estatuaren epe luzeko bonoen errentagarritasunari, enpresaren arrisku saria gehitu behar zaio.

Dibidenduak urteko hazkuntza konstante bat (g) izango dutela uste bada aurreko formula ondorengoan bihurtzen da (ondorengo formula Gordon-Shapiro-ren ereduak azaltzen du):

$$\text{Akzio baten balioa} = \frac{\text{DPA 1}}{\text{Ke} - g}$$

DPA 1: hurrengo urtean enpresak akzioko banatutako dibidendua

2.3.3.3. Salmenten biderkatzailea:

Balioespen metodo honek, enpresaren balioa kalkulatzeko bere salmentak bider zenbaki bat egiten du. Zenbaki hau, merkatuaren egoeraren arabera izango da (Fernández P. (2005). Ratioak:

Prezioa/salmentan = (prezioa / mozkina) x (mozkina / salmentak)

Lehenko ratioa PER izango litzateke eta bigarrena, salmenten gaineko errentagarritasuna bezala ezagutzen da.

2.3.3.4. Beste biderkatzaileak:

Mozkinaren kontzeptu ezberdinak azaltzen dituen ratioak:

3. Taula: Beste biderkatzaileak.

<i>Enpresaren balioa</i> <i>IAZAM</i>	<i>Enpresaren balioa</i> <i>EBITDA</i>	<i>Enpresaren balioa</i> <i>Cash flow operatiboa</i>	<i>Akzioen balioa</i> <i>Kontabilitate balioa</i>
IAZAM: interes aurreko eta zerga aurreko mozkina	EBITDA: amortizazio, interes eta zerga aurreko mozkina.		

Iturria: Pablo Fernandez (2005)

2.3.4. Merkataritza fondoan edo GOODWILL –an oinarritutako metodo mistoak

Metodo hauek abiapuntu misto bata dutela ikusi daiteke: alde batetik, enpresaren aktiboen balorazio estatiko bat egiten du eta bestetik, dinamismoa ipintzen dute, enpresak etorkizun batean sortu dezakeen balioa kuantifikatzen saiatzen delako. Orokorrean, metodo hauen helburua, enpresaren balioa ondare guztiaren balioaren

estimazio bat egin eta honi, etorkizuneko mozkinak sortutako plusbalioa gehituz egiten da. (Fernández P. 2005).

4. Taula: Metodo mistoak.

Metodo Mistoak	
Metodo klasikoa	<p>Metodologia honek Enpresaren Balioa bere egungo ondarearen eta bere merkataritza fondo edo goodwillaren arteko batura bezala ulertzen du. Hiru formulazio mota onartzen ditu mozkinak, kutxa fluxuak edo salmentak erabiliz:</p> $EnB = \text{Zuz. Ondare Garbia (ZOG)} + n \times \text{Mozkinak}$ <p>(non: $1,5 < n$ (koefizientea) < 3)</p>
UEC¹-en Metodo sinplifikatua	<p>Enpresaren Balioa, Balio Sustantziala eta Goodwill edo merkataritza fondoaren baturaren bidez kalkulatu dute, azken hau enpresaren etorkizuneko gain-mozkinaren eguneratutako balioa izanik, denbora mugatua (n). Erabilitako aldagaiak gordinak edo zorretatik garbiak izan daitezke.</p> <p>*Hurbiltze gordina:</p> $EnB_{Go} = B.S.Go + \partial_{n, KBKH} (\text{Mozkina (1)} - re * BSGo)$ <p>Mozkina (1): interes aurreko eta zerga ondorengo mozkina. Re: sektorearen batez besteko errentagarritasun ekonomikoa B.S.Go: balio sustantzial gordina. KBKH: Kapitalen Batezbesteko Kostu Haztatua</p> <p>Enpresaren Balio Garbia Guztira = $EnB_{Go} + \text{Ezohiko aktiboen Balioa} - \text{Zorrak}$</p> <p>*Hurbiltze garbia:</p> $EnB_{Ga} = B.S.Ga + \partial_{n, KBKH} (\text{Mozkina (2)} - re * BSGa)$ <p>Mozkina (2): Interes eta zergen ondorengo mozkina r_{fr} sektorearen batazbesteko errentagarritasun finantzarioa Kp: baliabide propioen kostua BSGa: balio sustantzial garbia Enpresaren Balio Garbia Guztira = $EnB_{Ga} + \text{Ezohiko aktiboen Balioa}$</p>
UEC-en Metodo Zuzenduta	<p>Metodo sinplifikatuarekin, enpresan egindako ondare inbertsioa erabiltzen da Goodwilla kalkulatzeko, eta ez ordea erosleak egingo duen inbertsioa. Azken hau, enpresaren balioari egindako hurbilketa izan daiteke (prezioarekin bat badator edo hurbiltzen bada). Hau dela-eta, zuzendutako</p>

¹ UEC: *Unión de Expertos Contables Europeos*: Europako Kontabilitateko Adituen Elkarte.

² HEV siglak, ingelesez "hybrid electric vehicle" adierazten du eta hau euskara itzuliz, kotxe elektriko eta

	<p>metodoa zera proposatzen da: Goodwilla gain-mozkin gisa mantentzea, baina erosleak burutuko duen inbertsioa kontuan hartuz.</p> <p>*Hurbiltze gordinarekin: $Enb\ Go = B.S.Go + \partial_{n, KBKH} (Mozkina\ (1) - re * BSGo)$ En.B. Garbia Guztira= En.B.Go + Ezohiko aktiboaren Balioa – Zorrak</p> <p>*Hurbiltze garbiarekin: $Enb\ Ga = B.S.Ga + \partial_{n, KBKH} (Mozkina\ (2) - re * BSGa)$ EnB Garbia Guztira = EnBGa + Ezohiko aktiboaren Balioa</p>
Zeharkako metodoa edo Retail-en metodoa	<p>Enpresaren Balio Globala Likidazio Balio (ohiko eta ezohiko aktiboena) eta Errendimendu Balioaren arteko batezbestekoarekin kalkulatu da.</p> <p>Enpresaren Balioa (EnB) = (LB + Erb)/2</p> <p>Likidazio Balioa Ordenatua: (LB) enpresako aktiboaren ordenatutako likidazio balioa da, salmentak sortutako gastuak eta zergak murriztu ostean. Errendimendu Balioa (Erb) azken hiru ekitaldietan zehar banatutako dibidenduak (batezbestekoan) errenta iraunkor gisa eguneratuz lortzen den balioa.</p>
Metodo anglosajoniarra edo zuzena	<p>Aurreko metodoa bezalakoa da, baina errenta iraunkorra aplikatuz</p> <p>*Hurbiltze gordinarekin: $EnBGo = BSGo + \frac{Mozkina\ (1) - re * BSGo}{KBKH}$ Eta Enpresaren Balio Garbia Guztira= EnBGo + Ezohiko aktiboaren Balioa – Zorrak</p> <p>*Hurbiltze garbiarekin: $EnBGa = BSGa + \frac{Mozkina\ (2) - rfr * BSGa}{kp}$ Eta Enpresaren Balio Garbia Guztira = EnBGa + Ezohiko aktiboaren Balioa</p>

Iturria: Gelako materiala eta Pablo Fernández (2005)

3. ENPRESAREN BARNE ANALISIA

3.1. Sarrera

Volkswagen alemaniar kotxe fabrikatzaile bat da eta Volkswagen hitzak “herriko kotxea” esan nahi du. Izen honen arrazoia, 1930an pertsona kopuru handi batentzat eskuragarria zen kotxe bat eraiki behar zelako da. 1933an Adolf Hitler agintera iritsi zenean, ingeles eta frantziar lantegiekin lehiatzeko, automobilgintza sektorea suspertzeko plan bat jarri zuen martxan. Horrela, alemaniar enpresariei herriko kotxeen (Volks Wagen) fabrikazioa lortzeko lehiaketa baten parte hartzeko konkurtso bat prestatu zien. Proiektu hori aurrera eramateko izendatu zen gizona, Ferdinand Porsche izan zen.

Escarabajo edo Beetle, Volkswagen-en lehenengo kotxe izan zen. Ferdinand Porsche-ek planoak egiteaz eta diseinuaz arduratu zen bitartean, Hitler lana perfektzionatu zuena izan zen eta kotxe deportiboago batean bihurtu zuena.

1939an Bigarren Gerra Mundiala iritsi zen eta kotxeak egiten ziren lantegiak, material militarrek egitera bideratu ziren. 6 urteko gerra eta gero, erregimen naziarekin lan egiteagatik, Ferdinand Porsche kartzelan sartu zuten eta ingelesak, lantegiaz arduratu ziren. Horrela, Hitlerrek ez zuen inoiz ikusi, Escarabajo bat produkzio lerrotik ateratzen. 1945aren abenduaren 27an hasi zen berriro kotxe hura ekoizten.

50eko hamarkadan, Escarabajo kotxea Europan geroz eta fama handiagoa zuen eta 1955an lantegitik milioi bat Escarabajo atera ziren. 1972an 15.007.034 baino kotxe gehiago ekoiztu zituen eta honek, garai artaraino Ford markak “T” modeloarekin lortu zuen mundu mailako unitate gehien ekoiztutako errekorra gainditzeko aukera eman zion. 1978 kotxe mota hau ekoizteaz utzi zen, mundu mailako eskaria asko jaitusi baitzen.

Urteak pasa ahala modelo ezberdinak merkaturatzen hasi zen. 2002an eta 28 urte eta gero, Golf modeloak Escarabajo modeloaren salmentak gainditu zituen.

5. Taula: Volkswagen Group-en Bolumena.

	2015	Hazkuntza	2014	Hazkuntza	2013	Hazkuntza	2012
Saldutako Ibilgailu Kopurua	10.009.605	-%2.00	10.217.003	5,02%	9.728.250	4,11%	9.344.559
Produzitutako Ibilgailu Kopurua	10.017.719 1	-%1.9	10.212.562	4,98%	9.727.848	5,10%	9.255.384
Langile Kopurua	610.076	%3.00	592.586	3,45%	572.800	4,19%	549.763

Iturria: Volkswagen Group-eko Urteko Kontuak

Datu historikoak ikusirik, 2015 arte enpresa talde honek kotxe gehiago saltzen ditu. Nahiz eta, produkzioa eta langile kopurua handitzen joan den, hauetan gertatzen den hazkuntza beste urteekin konparatuz txikiagoa da. Honek, efizientzia lortzeko, bere kostuak murrizten saiatzen ari dela adierazten du. Baina 2015 urtean, joerak aldatu eta historikoki lehengo aldiz saldutako eta produzitutako ibilgailu kopurua murriztu igiten da. Honen arrazoia, zati batan behitzat, enpresak egindako motorren trukaketa dela eta, jendeak Volkswagen markan galdu duen konfiantzan aurkitu dezakegu

Volkswagen Taldea 12 marka ezberdinez osatuta dago (Volkswagen, Audi, Seat, Skoda, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Volkswagen Commercial Vehicles, Ducati, Scania eta Man) eta bakoitza bere banakako nortasuna mantentzen duen arren, 12ak helburu berdina dute: mugikortasuna pertsona guztiontzat, mundu guztian zehar.

2. Irudia: Volkswagen Taldea osatzen duten markak.



Iturria: Norberak egina

3.2. Negozio lerroak

Volkswagen taldeak, hiru negozio linea garrantzi garatzen ditu. Ibilgailuen salmenta, taldea osatzen duten marken artean berdina den bitartean, salmenta ondorengo zerbitzuetan marken artean desberdintasunak badaude, horrela besteengatik desberdintzea lortzen dutelako. Hirugarrenak, beste lehiakideetatik bereizteko aukera emate die.

- Ibilgailuen salmenta: enpresa honek produktu gama zabala eskaintzen du. Poltsiko bakoitzarentzat egokitzen den kotxeak saltzeaz gain, enpresek berain jarduera aurrera eramateko ibilgailuak (Volkswagen Commercial Vehicles), kamioiak (MAN) eta motorrak (Ducati) eskaintzen ditu.

- Salmenta ondorengo zerbitzuak: esan bezala, gaur egun, enpresa baten desberdintza, balioa sortzean aurkitzen dugu. Hau lortzeko, bezero bakoitzak produktuarekin bizi izan dituen esperientziak ezagutu eta hauek hobetzeko helburua jarri behar da. Helburu hau, salmenta ondorengo zerbitzu bikain bat eskainiz lortu daiteke.
- I+G:

Volkswagen-en helburua, beraien bezeroen beharrak asetzea denez, behar horiek kontsumitzaileek behar duten produktua eskainiz asebetetzen da, produktuak ikertuz eta garatuz. Berrikuntza nagusiak:

- Kotxeen trakzioan aldaketak edo beste modu batera esanda, mugimendua sortzen duten sistemetan aldaketak egin dituzte.
- Errodaje tresnak edo gurpilen mugimendua ahalbidetzen duten sistemak erosoagoak eta segurtasun handiagokoak egin dituzte.
- Karrozeriari dagokionez, argien sistemetan hobekuntzak egin dituzte.

3.3. Lehiakideak

Lehiakideei dagokionez, 2012, 2013 eta 2014 urteetan Toyota konpainia Japoniarra mundu mailan gehien ekoizten zituen kotxe marka bezala kokatua zegoen baina, 2015eko lehengo sei hilabeteetan Volkswagen markak postu hori kendu zion. Hala ere, 2015 urteko azken hilabeteetan, marka alemaniarra nitrogeno oxidoko isurketak aldatzen zituen softwarearen kasuarengatik kaltetua izan zen eta lehengo postua galdu zuen, Toyotak irabaziz. Hirugarren postuan, General Motors geratu da. Dena dela, 2015 urtea Toyotak 10.15 milioiko matrikulazioekin bukatu zuen, aurreko urtearekin konparatuz %0.8 murrizketa suposatzen duelarik.

Lehiakideen aurrean enpresak dituen baliabide edo berezitasun nagusiak:

Marka alemaniar hau, 12 markaz osatuta dago. Marka batzuk, erosteko ahalmen handia eta beste batzuk, erdi-mailako erosteko ahalmena duten bezeroentzat zuzenduta daude.

Erosteko ahalmen handia duten bezeroei zuzentzen zaizkion markak, Audi, Bentley, Bugatti, Lanborghini edo Porsche dira. Marka hauek, kotxe deportibo eta luxuzkoa eskaintzen dute. Kotxe hauen benetako balioa, eksklusibotasunean eta izen onean oinarritzen da.

Erosteko ahalmen ertaina duten bezeroentzat, Volkswagen edo Seat dira eta Skoda erosteko maila baxu -ertaina duten bezeroei zuzentzen da. Marka hauek, bezeroek duten behar finantzarioetara moldatzen dira, hau da, izen oneko kotxe bat baina luxuzkoa ez den bat bilatzen bada, Volkswagen edo Seat aukeratuko da. Berriz, kotxe egoki edo merke bat bilatzen bada, talde honetako bezeroak Skoda aukeratuko dute.

Hori ikusirik, Volkswagen enpresak bizi-mailaren arabera banatutako bezero segmentu ezberdinetara iristeko abantaila garrantzitsua duela ikusi dezakegu. Berezitasun hau, beste enpresa batzuetan ez da gertatzen. Honen adibide, PSA Peugeot eta Citroen edo Grupo Renault-en barneko Dacia eta Renault-Nissan aliantza dira. Talde hauek marka ezberdinez osatuta dauden arren, gehienak bezero segmentu berdin bati zuzentzen dira, hau da, erdi mailako diru-sarrerak dituen bezeroei, markak beraien artean lehiakideak direlarik. Volkswagen, berriz, diru-sarrera baxu-ertain (Skoda), erdi mailako bezeroak (Seat, Volkswagen, Audi) eta diru-sarrera altuko bezeroak (Bugatti, Lanborghini edo Porsche) bezeroaz osatzen da. Gainera, Kamioi (MAN) eta motorren (Ducati) merkatuan ere badago.

4. AUTOMOBILGINTZAKO SEKTOREAREN ANALISIA

Sektoreko edo kanpo analisia burutzeko ingurune orokorraren analisia Pestel ereduak eta ingurune bereziaren analisia egiteko Porterren ereduak jarraituko dira. Bi analisi hauekin, datuak bildu eta inguruko eta sektoreko egoera ezagutzeko aukera izango dugu. Gainera, sektorea osatzen duten enpresei zer aukera eta zer mehatxu izan dezaketen aurkitzeko lagungarria izango da.

4.1 PESTEL ereduak (ingurune orokorra)

Gaur egungo merkatu globalaren ezaugarri garrantzitsuena, bere hegazkortasunean aurkitzen dugu. Hegazkortasuna, merkatuko prezioek gorabehera handian dituztenean gertatzen da eta fenomeno hori gertatzen denean, merkatuan ezjakintasuna nagusi da. Horrela, hegazkortasuna geroz eta handiagoa bada, merkatua geroz eta arriskutsuagoa bilakatzen da. Hau kontuan hartuz, sektoreko enpresak aldaketa horiek identifikatu beharko dituzte. Ingurune orokorraren (makro-ingurua) analisia edo PESTEL ereduak, denbora eta leku zehatz batean dauden enpresa guztiek partekatzen dituzten faktoreak azaltzen ditu. Analisi honek, faktore ekonomiko, soziokultural, teknologikoak, politiko -legalak eta ekologikoak barneratzen ditu.

4.1.1. Faktore ekonomikoak:

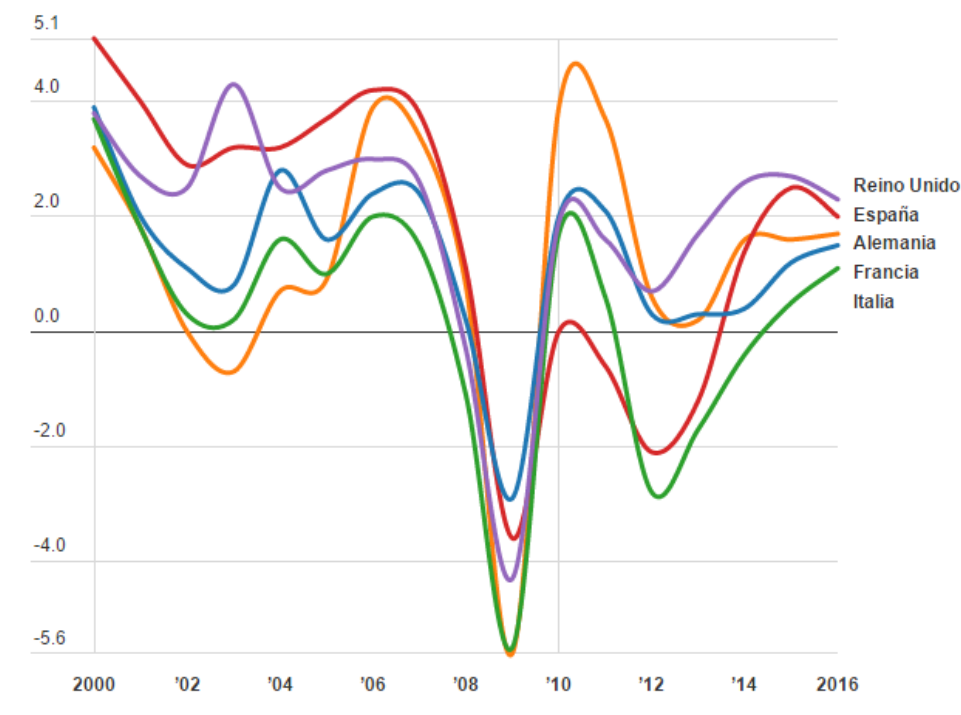
Kotxe bat erostek, famili gehienetan, inbertsio garrantzitsu bat suposatzen du. Hori dela eta, kotxe baten erosketa familiarik kontsumorako duten joeraren arabera izango da. Kontsumitzaile batek bere kapitalaren zati baten kontsumoa geroratzen badu, portaera aurreztailea izango du. Hala ere, gerta daiteke agente hauek zorpetzea, eta orduan, beraien baliabideek ahalbidetzen diotena baino kontsumo handiagoa egingo lukete. Kasu honetan inbertitzailearen portaera izango dute. Familia, baten portaera inbertitzailea edo aurreztailea izatearena zenbait faktoreren menpe dago, haien artean, interes tasak, ekonomia igurikapenak, aberastasun maila, etab. daude.

Nazioarteko Moneta Funtzak (FMI) 2015eko apirilean Barne Produktu Gordinaren 2015eko eta hurrengo urteetarako aurreikuspenak argitaratu zituen. Bertan, 2016an %3.8an haziko zela aurreikusi zen.

Europako herrialdeen artean, Espainia 2016an %2 haziko dela uste dute; portzentaje hau, Alemania, Frantzia eta Italia baino zertxobait handiagoa baina Erresuma Batua baino baxuagoa delarik.

2015ean La Vanguardia egunkariak FMI-k argitaratutako datuak aztertu eta 1980tik gaur egun artekoekin konparatzeko grafiko batzuk argitaratu zituen. Bertatik, Alemaniak, Espainiak, Frantziak, Italia eta Erresuma Batuak (2000-2016) eduki duten BPG-aren eboluzioa azaltzen duena (1. Grafikoa) aukeratu da. Datuak, dolar korranteetan neurtuta daude.

1. Grafikoa: 2000-2016 bitarteko BPG-aren eboluzioa.



Iturria: La Vanguardia, FMI-tik egokituta

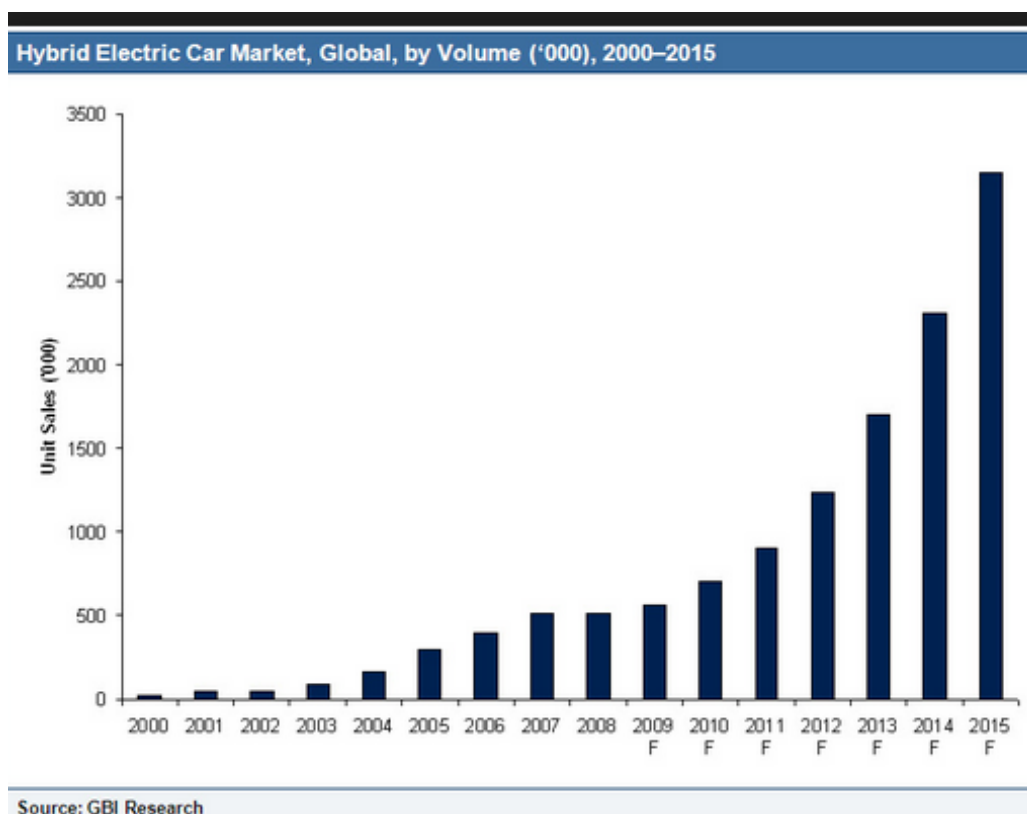
Grafikoa ikusirik, 2008an munduko ekonomiak behera egin zutela ikusi dezakegu eta hau, munduko krisi finantzarioaren hasierarekin bat egiten du. Data horretatik, aurrera herrialde batzuk (Adibidez, Alemania) azkar errekupearatu ziren eta baina beste batzuk (Italia eta Espainia) 2014urtetik aurrera BPG positiboak lortu ahal izan dituzte.

4.1.2. Faktore soziokulturalak:

Teknologiako garapenak lagunduta, gizartea bere osotasunean aldatzen ari da. Gaur egun, joera nagusienetako bat ekologismoa da, hau da, ingurumena jabetasun handiago batekin tratatzen hasi gara. Honek, automobil sektorean eragina izan du eta sektore honetako markak bere eskaintza joera horretara egokitu behar izan dute. Hori dela eta, erregai fosilezko kotxeak eskaintzeaz gain, kotxe hibrido edo elektrikoak eskaintzen hasi behar izan dute. Ondorengo grafikoan (2. Grafikoa), joera ekologikoak HEV² merkatuan izan duen eragina ikusi daiteke.

² HEV siglak, ingelesez “hybrid electric vehicle” adierazten du eta hau euskara itzuliz, kotxe elektriko eta hibridoak esan nahi du.

2. Grafikoa: 2000tik 2015 arte HEV merkatu globala.



Iturria: GBI Research

Beste faktore soziokultural bat, kontsumitzaileak duten marka lehentasuna da. Gaur egungo marka ezberdinak, kotxeak egiteko, osagai berdinak erabiltzen dituzte eta ondorioz, desberdintzeko aukera bakarra eskainitako zerbitzu eta duten izenarengandik lortu dezakete. Gainera, kotxeak pertsona baten maila sozialaren adierazle dira, hau da, geroz eta diru sarrera handiagoak orduan eta kotxe garestiagoa erosiko da.

Kotxe fabrikatzaileak, bezeroen joera edo behar berrietara egokitzeko gaitasuna eduki behar dute. Gainera, duten izena modu egoki batean tratatu beharko dute, kanal ezberdinetatik (telebista, internet, kontzesionarioak ...) irudi fidel bat transmitituz.

4.1.3. Faktore teknologikoak:

Teknologiak, gure ohiko egin beharrak egiten laguntzen duen tresna bat da. Tresna honen, barnean internet dugu. Internet bidez, gure bizitzak erabat aldatu dira, gauzak kontsultatu edota bilatu behar ditugunean, internetera jotzen dugu laguntzan bila. Hori dela eta, erosketa garrantzitsu bat egin behar dugunean, kotxe bat adibidez, hura erosi baino lehen interneten bilatzen dugu. Gainera, erositako produktuak geroz eta teknologia gehiago barneratzen dute; hala nola, gaur egun kotxe bat gidari gabe aparkatu dezake. Ondorioz, produktu batek geroz eta teknologia gehiago erabiltzen badu, hobeagoa eta kontsumitzaileak gehiago ordaintzeko prest daude.

Laburbilduz, enpresak beren produktuak saltzeko garaian teknologia kontuan hartu beharreko faktore garrantzitsu bat da, bai beraien produktuak bezero potentzialetara iristeko eta baita, produktuak saltzeko.

4.1.4. Faktore politiko – legalak:

Automobilgintza sektorea oso garrantzitsua da. Munduko ekonomia garrantzitsuenetan Barne Produktu Gordinaren portzentaje garrantzitsu bat suposatzen du eta gainera, langile asko lanean dituen sektore bat da.

Europar Batasunean, automobilgintza sektoreak sortzen duen negozio bolumena ACEA-ak (European Automobile Manufacturers' Association) egindako ikerketa kontuan hartuz, EBaren BPG-aren %6.3 suposatzen du. Gainera, sektore honen eragina, ekonomiako osoan ikusi daiteke, hornikuntza kate zabal baten beharra eta zerbitzu sorta zabal bat eskaintzen duelako. Lan indarrari buruz hitz egiten badugu, azaldutako iturri berdinak dio, sektore honek EBan 12.1 milioi pertsona lanean dituela, hau da, EBeko populazio aktiboaren %5.6 enplegatzen dituela.

Esportazioei buruz, sektore honek EBan 95.1€ milioiko superabit komertziala³ sortzen du. Gainera, gobernuei sarrera fiskal interesgarriak sortzen dizkio. Izan ere, 14 herrialdek gai dira motorrezko ibilgailuen zerga ekarpenetan 396€ milioi baino gehiagoko ekarpena egiteko.

Azaldutako kontuan hartuz, gobernuek beraien politikak prestatzerakoan, BPG duen presentzia garrantzitsua eta dituen lanpostu kopurua handia automobilgintza sektorean kontuan hartu behar duen agente bat da. Eragin hau, onforengo faktore ekologikoa azaltzerakoan ikusi daiteke.

4.1.5. Faktore ekologikoak:

Faktore soziokulturaletan azaldu den bezala, gaur egungo joera “kotxe berdeak” erostea da. Europako Isurketen inguruko legedia jarraituz (*“Normas para las emisiones de CO₂ de los vehículos comerciales ligeros”*), beranduenez 2017rako automobil komertzial txikiak, CO₂-ko isurketak 175 gr/km izan beharko dira eta 2020rako murrizketa zorrotzera jarri dute, 147 gr/km. Murrizketa hauek, oraindik onartu beharrean daude.

Zoritxarrez, isurketen inguruko legeak edo arauak alderdi politikoak izan ditu oinarri eta honek, bakarrik legeak CO₂ murriztea izan dute kontuan. Kotxe bat ekoizteko behar den ziklo osoa ez da kontuan hartu (adibidez, kotxeak ekoizteko materialen toxikotasuna) edo kotxe elektrikoak mugitzeko beharrezko duten energiaren iturburu energi ez berriztagarriak (ikatz, energia nuklearra, diesel, etab.) izatea.

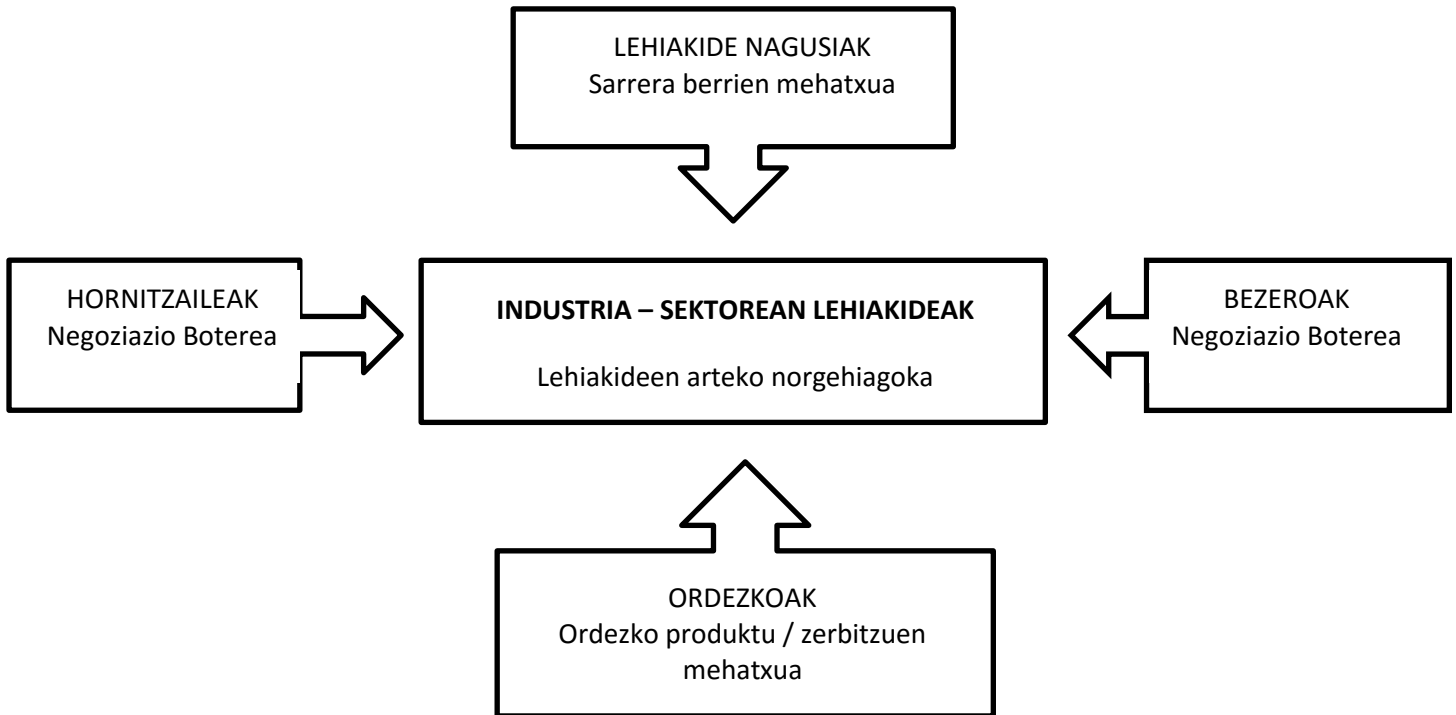
Bukatzeko, argi geratzen da, faktore ekologikoak asko hobetu edo osatu behar direla, CO₂ kontuan hartzeaz gain, beste zenbait faktoreen mugapena beharrezkoa baita.

³ Superabit komertziala, herrialde batek bere balantza komertziala positiboan, hau da, esportazioak inportazioak baino handiagoak direnean gertatzen da.

4.2. PORTER eredua (Ingurune bereziaren edo jarduera-sektorea):

Ingurune bereziaren azterketa eginez gero, enpresa batek lehiakideekiko bere egoeraren gain eragin zuzena duten faktoreak ezagutu ditzake. Ingurune berezia aztertzeko gehien erabiltzen den metodologia Michael Porter-ek definituriko Bost Indar Lehiatzaileen analisia da. Modelo estrategiko hau 1979 urtean, Harvard-eko negozio eskolan sortu zen. Honakoak dira aipatutako bost indarrak:

3. Irudia: Porter-en Analisia.



Iturria: Porter, M.E. (1980): Competitive Strategy

4.2.1. Sektoreko lehiakideen arteko lehiakidetasun edo norgehiagoka maila

Sektoreko lehiakideen arteko norgehiagoka maila handiagoa den neurrian, errentagarritasun potentzialak txikiagoak izango dira eta ondorioz, sektorearen erakargarritasuna txikiagoa izango da. Norgehiagoka maila neurtzeko ondorengo faktoreak hartuko dira kontuan:

4.2.1.1. Lehiakide kopurua edo sektorearen kontzentrazio maila

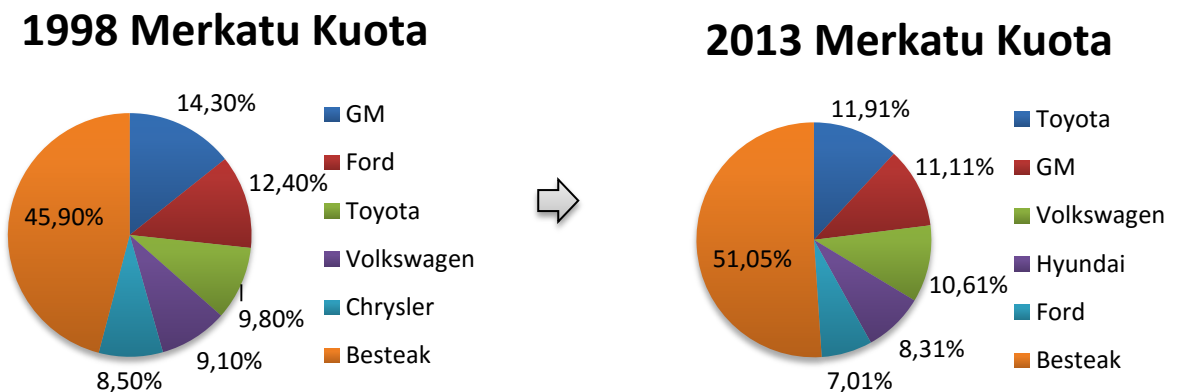
Automobilgintza sektorea lurraldeka banatzen da. Munduan, 13 herrialdek bakarrik dute behar den diseinu, ingeniari-tza eta fabrikazio gaitasuna kotxe bat zero momentutik ekoizteko. Hori dela eta, automobilgintza sektorea lurralde jakin batzuetan kontzentratua dago, hots, Arabia Saudi izan ezik, G-20⁴ osatzen duten nazioak dute automobil fabrikazio unitatea.

⁴ Gehien industrializatutako 7 herrialdez (G-7) gehi Errusia (G-8) eta azken urteetan industrializatzen ari diren 11 herrialdez gehi Europar Batasunaz osatuta dagoen foroa.

Horrela, nahiz eta, kotxe fabrikatzaileak mundu mailan zabaltzen ari diren, industria honek eskualdeka banatuta egoten jarraitzen du. Ondorioz, eskualde hauen egoera, joera sozioekonomikoen, azpi-egituren garapenaren, bezeroen beharren eta gobernuek egiten dituzten erregulazioen arabera dago. Gainera, eskualde hauetan dauden enpresa kopurua, txikia baina beraien tamaina oso handia da.

Ondorengo bi grafikoetan, urtean poderioz, enpresa nagusien merkatu kuoten aldaketa ikusi daiteke. Bertan, 1998an merkatuko 5 enpresa nagusiak merkatu kuota erdia baino gehiago zutela ikusi daiteke. Baina, denbora pasa ahala, merkatu kuota galtzen joan dira eta 2013an enpresa txikiak (grafikoan, besteak, grix kolorea) merkatu kuota erdia izatera iritsi dira. Gainera, DaimlerChrysler enpresa Hyundai Korear enpresarengatik ordeztatua izan zen.

3. Grafikoa: 1998ko eta 2013ko Merkatuko Kuotak.



Iturria: Market Realist

Ondorioz, sektorearen kontzentrazio maila, hau da, enpresa kopuru txikia baina hauen tamaina oso handia den neurrian norgehiagoka txikiagoa izango da. Enpresa gutxi daudenean beraien arteko ezagupena, kontrola eta estrategiak eta prezioak adosteko aukera handiagoak izango dira. Akordio hauen adibide bat, 1. Ataleko azken puntuan (enpresen arteko akordioak) aztertuko da.

4.2.1.2. Sektorearen hazkunde tasa

Nazioartean lan egiten duen Alixpartners aholkularitza enpresak, aurreikusi duen moduan, 2015 urtetik aurrera automobilgintza sektorearen hazkundera murriztu egingo da. 2007 eta 2014 bitarte sektoreko hazkundera urteko %3.1koa izan zen bitartean, 2015 eta 2021 urteen bitartean urteko %2.6 izatea espero da.

Jaitsiera horren arrazoia, BRIC⁵ herrialdeen ekonomien hazkunderaren murrizketan aurkitzen da. Brasilen ekonomia 2009ko datuetara jaitsi da. Gainera, 2015an Janet Yellenek, Estatu Batuetako Erreserba Federalaren presidentea, %0.25ra igotzea erabaki zuen eta 2016rako helburua, tipoa %1.375an kokatzea da.

⁵ Garapen bidean dauden herrialdeak: Brasil, Errusia, India, Txina eta Hego Amerika.

BRIC-eko beste herrialde bat Errusia da. Herrialde honek, gaur egungo petrolioaren prezio jaitsieraren ondorio negatiboak jasaten ari da, herrialde hau petrolio saltzailetako bat baita. Ondorioz, Errusia iraupen ezezaguneko atzeraldi batean aurkitzen da. Indiak, berriz, kotxe merkeak salduz, automobilgintza sektorean urteko %7ko hazkundera betetzeko aukera izan dezakeela uste da. Hala ere, nahiz eta azken urteetan hazkundera ez den handia izan, gaur egun, Txinak jarraitzen da izaten automobilgintzaren hazkunderaren motor nagusia. Izan ere, ekonomia urteko %6.8 haztea aurreikusi den bitartean, automobilgintzaren salmentak urteko %4.1 handitzea espero da. Baina, moteltze hau Txinako autoen prezioetan presioa handitu eta marjinak estutzea eragingo du.

Triada⁶ ekonomikoaren parte diren herrialdeetan merkatua dagoeneko asetuta dagoenez, 2021 urte arte itxarondako automobilgintzaren hazkundera urteko %1a izatea espero da.

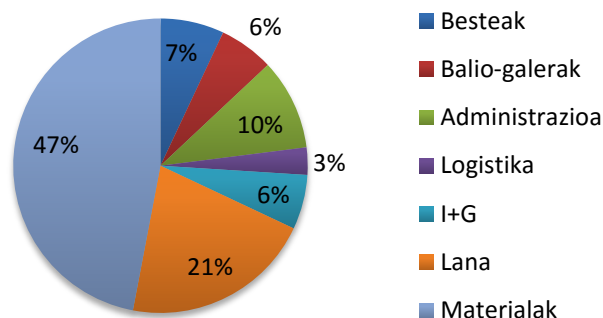
Hazkunde txikia dituzten sektoretan posizioa eta salmentak mantentzeko egin beharko duten borroka handiagoa izango da, hori lortzeko beste enpresa beti kendu beharko diotelako.

4.2.1.3. Kostuak:

Automobilgintza industrian kostu nagusienak, lehengaiak, lana, publizitatea eta I + G dira. Market Realist, Inbertsio informazio eta enpresa teknologikoak 2015an automobilgintza industrian inbertitu nahi izan ezkerok jakin beharrekoa azaltzen zuen artikulu batean, lehengaiak kosturik garrantzitsuenak dela azaltzen du, kostu totalen %47 inguru suposatzen baitu.

4. Grafikoa: Automobilgintzako industriako kostu garrantzitsuenak.

Osagaien Kostua



Iturria: Market Realist, 2015eko otsaila

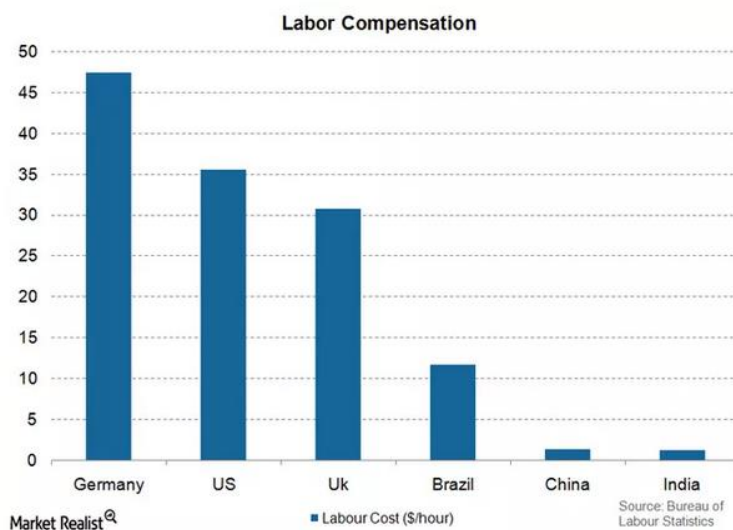
Kotxe bat ekoizteko, material garrantzitsuenak altzairua da. Gutxi gorabehera, kotxe ekoizleen kostu operatiboen %22a altzairuaren menpekoak dira. Beraz, altzairuaren

⁶ Ipar Amerika, Europar Mendebalde, eta Pazifikoko Asia.

prezioan fluktuazioaren bat gertatzen bada, honek eragin zuzena edukiko du enpresa hauen irabazietan.

Lehengaiak eta gero, kosturik garrantzitsuena langileak dira eta era berean, enpresetan buru hauste handiena sortzen duena. Ikerketa eta garapeneko gastuaren zati handi bat, langileei hezkuntza da eta herrialde batetik bestera, langileen kostuak nabarmen aldatzen denez, industria honetako enpresentzat oso garrantzitsua da soldatak kontrolatuak izatea. Honek, azken urteetan enpresen deslokalizazioa⁷ sorrarazi du.

5. Grafikoa: Soldaten kostua herrialdeka.



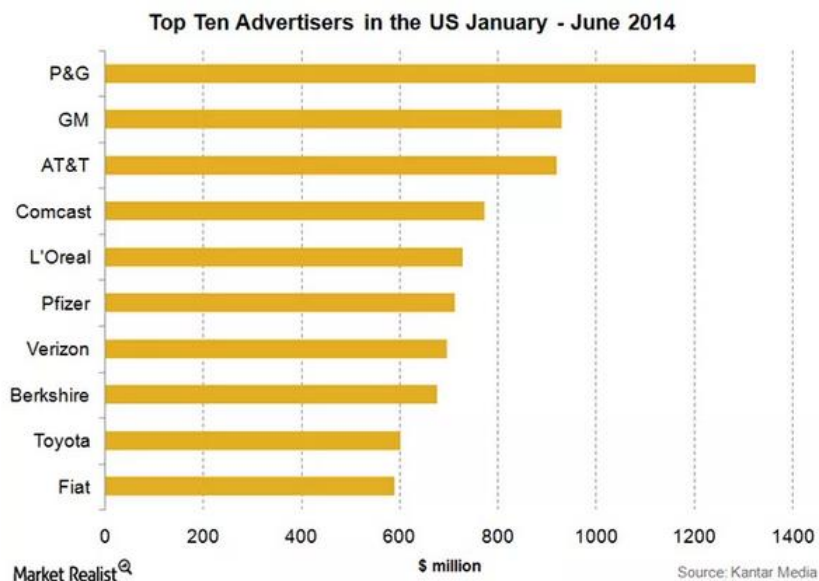
Iturria: Market Realist

Datu bitxi bezala, mundu mailan 570.000 langile dituelarik, Volkswagen da langile gehien duen enpresa. Ondoren, Toyota 340.000 langile eta hirugarren postuan, Daimler (Mercedes-Benz) 270.000 langileekin.

Hirugarren kostu garrantzitsuena, publizitatea da. Adibide moduan, 2013 urtean General Motors (GM) enpresak, publizitatean 5.5\$ milioi gastatu zituen, bere diru sarreren %3.54 suposatzen zuelarik.

⁷ Deslokalizazioa, enpresa batzuk herrialde garatuetan zitutzen lantegiak, garapen bidean edo hirugarren mundura eramaten dituztenean sortzen da, azken hauek kostuak txikiagoak direlako, adibidez, lan- eskua merkeagoa da.

6. Grafikoa: Estatu Batuetan publizitatean gehien inbertitzen duten enpresak.



Iturria: Market Realist, 2015eko otsaila

Bukatzeko, gaur egun, industria sektore honetan bizirauteko gako nagusia lkerketa eta garapena da. Mundu mailan, automobilgintza I+G gastuari dagokionez, hirugarren postuan kokatzen da. Ibilgailuak, azkarragoak, adimentsuagoak eta eraginkorrek izaten ari dira eta hau lortzeko bidea, I+G da. Adibidez, Boeing 787 baten ordenagailu batek, 6 milioi kode-linea edo agindu exekutatzeko ditu eta berriz, gama altuko kotxe batek 70-100 bitarteko mikroprozesadoreak ditu, hauek, 100 milioi kode-linea exekutatzeko dituztelarik. Gastuari begira, 2013 urtean automobilgintza industriak 100\$ milioi baino gehiago gastatu zituen I+G departamentuan.

Hau guztia ikusirik, kostuen ikuspegitik argi geratzen da kotxe bat fabrikatzea eragiketa konplexua dela. Bai lehengaien prezioen menpekotasuna eta langileen kostu altua dela eta baita, lkerketa eta garapenak eskatzen duen denbora eta kostua kontuan hartu beharreko faktorea delako.

Hori dela eta, industria sektore gehienetan gertatzen den bezala kostu finkoak (makineria, langileen soldata, lkerketa eta garapena etab.) kostu osoarekiko pisu handia suposatzen dute, hau da, Balankatze Operatiboa handiagoa da. Honek, automobilgintzako norgehiagoka-maila handiagoa izatea ekartzen du, industria honetako enpresek, beraien gaitasun produktiboaren proportzio handi bat kostu finkoak estaltzea bideratuko baitute.

4.2.1.4. Produktu edo zerbitzuren desberdintza maila

Sektore honetan, desberdintzeko aukerak oso baxuak dira, marka ezberdinek eskaintzen duten produktua oso antzekoa delako. Hala ere, desberdintzeko aukera dago eta hau, markek eskaintzen dituzten zerbitzuen bidez lortuko da. Izan ere, orain

arte, markek bakarrik eskaintzen zuten produktuari erreparatzen zioten eta hau desberdintzea oso zaila da.

Gaur egun, enpresa baten desberdintza, balioa sortzean aurkitzen dugu. Balioa, bezeroen beharrak identifikatu eta konpainiek, bete eta jarraipen bat egin dezakeen zerbitzu batzuen eskaintzan aurkitzen da. Izan ere, bezeroak zainduta edota garrantzitsuak direla sentitu nahi dute eta honek, marka bat edo beste bat aukeratzeko eragina du. Gainera, noranzko bakarreko eta mezu masiboak amaitu dira, benetan garrantzitsua dena bezero bakoitzak bizi dituen esperientziak ezagutzeko da, hauek ezagutu eta hobetzeko helburuarekin. Bukatzeko, Marketinaren lau P-ak (Produktua, Prezioa, Publizitatea eta Salmenta Puntua) hiru B-engatik ordezkatu behar dira: bezeroaren Balioa, proposamenaren Balioa eta enpresaren Balioa.

Horrela, produktuaren desberdintza maila baxua denez, honek norgehiagoka maila handitzea ekarriko du, bezeroak kotxe aukeraketa, prezioa eta zerbitzuaren arabera egingo baitute.

4.2.1.5. Irteera hesiak

Irteera hesiak, sektore batetik atera nahi denean eta hori egiteko, zailtasunak daudenean gertatzen da. Sektore honetako irteera hesi garrantzitsuenak, industri honek erabiltzen dituen aktiboetan aurkitzen da. Aktibo hauek oso espezializatuak direnez, beste sektore batzuetan erabiltzeko aukerak oso txikiak dira. Beraz, hauen likidazio-balioa baxua izango da.

Beste irteera hesi batzuk, gobernuak eta sindikatuek sortzen duten presioarekin zerikusia dute. Honen adibidea, Belgikako Frod enpresak Genk-en zuen lantegi bat ixteagatik ordaindu beharreko 750\$ milioiko kalte-ordainetan ikusi dezakegu.

Horrela, irteera hesiak handiak direnean, norgehiagoka handiagoa izango da enpresak sektorean jarraitza eta nahiz eta errentagarritasunak baxuak izan, sektoreko enpresen lehiatzera behartuta egongo delako.

4.2.1.6. Enpresen arteko akordioak

Sektore bateko enpresen artean akordioak egiten badira, sektore horretako norgehiagoka maila txikiagoa izango da. Akordioak era ezberdinez egin daitezke eta hauetako modu bat kartela da. Kartela, enpresa ezberdinen artean hartutako akordio informal bat da eta honen helburua, merkatu jakin bateko lehia desagertu edo gutxitzea da. Gaur egun, herrialde gehienetan, kartelak sektore berdineko enpresen artean debekatuak daude. Hala ere, noizbehinka akordio hauek, lehia mantentzeaz arduratzen diren korporazioetatik aurkitzen dira eta bertan parte hartutako enpresei kalte-ordaina ipintzen zaie.

Horren adibide, 2015ko uztailaren 28an Espainiako CNMC⁸ kartel bat osatzeagatik automobil sektoreko 21 enpresei 171 milioiko zigorra da. Zigor honetatik, aztertzen ari

⁸ CNMC: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

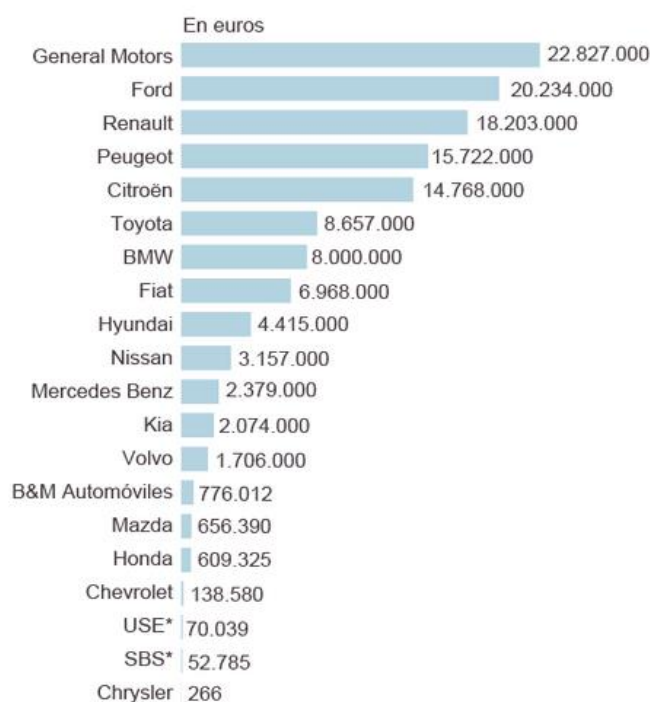
garen enpresa, Volkswagen eta Seat kanpo geratu dira, hauek izan baitziren kartela salatu zuten enpresak.

Akordio honen ondorioak, bezeroek jasan behar izan dituzte. Izan ere, CNMC ustez, markak beste markak egingo zutena bazekiten eta honek, norgehiagoka eza eragin zuen. Hau, azken bezeroari transferitu zaio, markak deskontu txikiagoak, politika komertzial lasaigoak, kalitate gutxiagoko zerbitzu eta desberdintzeko ahaleginak gutxiago egin baitute.

7. Grafikoa: Karteleko enpresei CNMC-ek ipinitako kalte-ordainak.

MULTAS QUE IMPONE LA CNMC EN ESPAÑA

Empresas de distribución y comercialización de vehículos a motor



* Empresas de Consultoría (Snap-on Business Solutions y Urban Science España)

Iturria: CNMC

Norgehiagoka maila neurtzeko faktoreak aztertu ondoren, faktore guztiek, bat izan ezik, sektore honen enpresen arteko norgehiagoka maila handia dela azaltzen dute. Ondorioz, enpresa gutxi daudenean, beraien arteko ezagupena, estrategiak eta prezioak akordatzeko aukera handiagoak izango dituzte.

4.2.2. Lehiakide berrien mehatxua

4.2.2.1. Sarrera-hesiak

Automobil sektoreak, hainbat ezaugarriengatik beste sektoreetatik bereizten da. Ezaugarri horietako bat, merkatu global bati buruz hitz egiten ari garela da, merkataritza erlazioak, finantzarioak eta ekonomikoak herrialde ezberdinen artean

ematen baitira, hau da, kotxe modelo bat herrialde batean produzitzen da, herrialde ezberdinetatik jasotako piezetatik eta bertatik, herrialde ezberdinetan dauden markaren kontzesionarioetara bidaltzen da.

Horrela, herrialde ezberdinen artean nazioarteko lankidetzak sortzen dira, hau da, enpresa batek lehengai, teknologia eta kapitala erraztasunez lortu behar ditu eta hau, produkzio faktoreen administrazio eraginkorren bitartez lortzen da. Beste ezaugarrietako bat, sektore honen hasiera Estatu Batuetan 1890ko hamarkadan kokatzen dela da, hau da, sektore heldu bat da. Gainera, lehiakide kopurua oso baxua duen sektorea da. Ezaugarri hauek kontuan hartuz, sarrera hesi garrantzitsuak daude lehiakide berrientzat.

Beste sarrera hesi garrantzitsu bat, eskala ekonomiak dira. Hauen bidez, enpresa batek produktu baten produkzio bolumena handitzen duenean, unitateko kostua txikitzen du kostu finkoak unitate gehiagoren artean banatzen dituelako. Hedadura eta eskala ekonomiak handiak direnean, sektore horretara sartu nahi duen enpresa batek sektoreko beste enpresen baldintza eta tamaina berdinekin egin beharko du, bestela kostuetan desabantaila oso garrantzitsuak jasateko prest egon beharko du. Baina, sektore honetan marka desberdin asko daude; baina, benetan, marka gehienak kotxe ekoizle batzuen parte dira. Honen adibide, Volkswagen Group dugu, honen parte: Audi, Seat, Porsche, Skoda, Volkswagen, Bugatti, etab. dira. Bestalde, General Motors Company barnean, beste zenbaiten artean, Chevrolet, Opel eta Cadillac ditugu. Gainera, sektore honetan sartzeko egin behar den hasierako inbertsioa oso garrantzitsua da. Kapital gehiengoa, makinerian eta I+G inbertitu behar da, azken honetatik lortzen baitu sektore honetako enpresa batek bere desberdintza.

Bukatzeko, beste sarrera-hesi bat bezeroak dagoeneko duten marka lehentasuna da. Izan ere, kotxe bat erostea balio handiko erosketak bat da eta ondorioz, marka askotan faktore garrantzitsu bat bilakatzen da.

Esandako guztia kontuan hartuz, merkatuan sartzeko sarrera hesi garrantzitsuak daude, enpresa berri batek lehiakide oso handi eta mundu mailakoak dituelako eta gainera, egin behar duen hasierako despoltsapena oso handia delako.

4.2.2.2. Sektoreko enpresengatik espero den erreakzioa

Sektoreko enpresengatik espero den erreakzioa edo erantzuna handiagoa den neurrian lehiakide berri potentzialentzat muga bat izango da.

Krisia hasi zenetik, hau da, 2008tik 2014-2015 arte sektore honetako matrikulazio tasa beherakorra izan da, hau da, salmentak jaitsi egin dira. Datu horiek ikusita, sektore honen hazkunde tasa txikia da. Horrela, sektorearen hazkunde tasa txikia denez, lehiakideen erantzun gogorra izango da; sektorean, merkatu kuota bat mantentzea zaila izango delako eta hura galtzea, enpresarentzat arazo larriak sortu dezakeelako.

Sarrera-hesiak eta sektoreko enpresengatik espero den erreakzioa ikusirik, esan daiteke, lehiakide berrien mehatxua baxua dela, sarrera-hesi garrantzitsuak eta

dagoeneko, sektorean dauden enpresen erantzuna, enpresa berri baten gain handia izango delako.

4.2.3. Ordezko produktu / zerbitzuen mehatxua

Ordezko produktuak, sektoreko produktuaren, hau da, kotxearen, funtzio berdina betetzen dutenak edo behar berdinak asetzen dituztenak dira, beraz, bezero edo merkatu berdinari zuzenduak daudenak dira; baina, beste sektore industrial batean ekoizten direnak. Hau da teknologikoki ezberdinak direnak.

Horrela, sektore honetako ordezko produktuak garraio publikoa edo motorrak izango litzateke. Baina, aipatutako bi produktuak ez dituzte kotxeak eskaintzen dituen funtzioak osotasunean estaltzen. Izan ere, motorren abantaila nagusia kotxeekin konparatuz aparkalekuak aurkitzeko erraztasuna, baina desabantaila, eguraldi txarrarekin ez direla egokiak izango litzateke. Garraio publikoari dagokionez, ordutegi bati lotuta daude eta hauek batzuetan, gure beharrekin ez datoz bat.

Orain arte, ordezko produktu bezala, motorrak eta garraio publikoa aipatu ditugu, baina azken urteetan garrantzia hartzen ari den kotxe elektrikoa ere aipatu beharra dago. Hala ere, kotxe elektrikoa ezingo litzateke ordezko produktuen barnean kokatu, produktu mota hau nahiz eta sektoreko produktuen funtzio berdina edo behar berdinak asetu, sektore industrial berdinean kokatua dago, hau da, kotxe elektrikoak eta erregai fosil bidez mugitzen diren kotxe fabrikatzaileak berdinak dira. Hau, Volkswagen-en ikusten da, alde batetik Volkswagen e-Golf modeloa dugu %100 elektrikoa dena eta bestetik, Golf modeloa dugu gasolina edo diesel aukeratzeko dugularik. Horrela, bi modelo hauek merkatuan lehiakideak dira eta bata bestearengatik ordezkatu daitezke, baina ekoizlea berdina da, Volkswagen.

Europako Batzordearen barnean, Gizarte Arazo eta integrazioko Zuzendaritza Orokorren eskutik E-COSMOS proiektua aurrera eraman eta European mugikortasun iraunkorreko estrategiak izaneko ikerketa bat aurrera eraman zen. Bertan herrialde ezberdinetako sindikatuak (Espainia, Italia, Belgika eta Alemania) eta Traject Alemaniako kontsultora bildu eta etxetik lanerako bidai gehienak Kotxez egiten direla ondorioztatu zen. Espainian, pertsonen %63a, Italiaren kasuan %83a eta Alemanian %65a lanera joateko kotxea erabiltzen du.

4.2.4. Bezereen negozio boterea.

Bezereok marka batean duten leialtasuna galtzen ari dira. Izan ere, erosketa prozesu gertatzen den bitartean %58ak markaz aldatzen dute. Hori dela eta, kotxe fabrikatzaileak hasierako erosketa faseetan bezeroengana iritsi beharra adierazten du.

Automobilgintza sektorean, bezereen negozio boterea ez da altua ezta baxua. Faktore hau, sektorean dauden enpresa eta bezereen kopuruaren arabera baita. Alde batetik, kontzesionarioen helburu nagusia, hilabete bukaeran ahal diren salmenta kopuru handiena lortzea da. Ondorioz, bezero potentzial bat kontzesionariora hurbiltzen denean, salmenta gertatu ahal izateko, bere finantza beharretara egokitzen

saiatuko dira, bezeroen negoziazio botere handituz. Bestetik, gaur egun, kotxea oinarrizko beharren artean kokatu da eta oso beharrezkoa denez, bezeroek beti erosten bukatuko dute, negoziazio boterea murriztuz. Hau ikusirik, bezeroen negoziazio boterea ertaina dela adierazi behar da.

4.2.5. Hornitzaileen negoziazio boterea

Automobil sektoreko eragile garrantzitsuenak, kotxe egileak; ekipo eta osagai fabrikatzaileak; banatzaileak; kotxe kontzesionario, konponketa tailerrak eta salmenta ondorengo zerbitzuak eta desegite eta birziklatze-entresak dira.

Ekipo eta osagaien fabrikatzaileak kotxe bateko piezen %70-%75 produzitzen dituzte, hori dela eta, sektore honetako elementu garrantzitsuetako bat dira. Bertako fabrikatzaileak hiru maila ezberdinetan banatu ditzakegu. Alde batetik, lehenengo mailako fabrikatzaileak (TIER-1) ditugu; honetan, sistema eta osagai guztiak erabat bukatuta daude. Bigarren mailan (TIER-2), muntaiarako sistema eta osagaiak egiten dira eta azkenik, hirugarren mailan (TIER-3), erdi-landutako edo lehengaiekin lan egiten da. Sektoreko joera ikusirik, ekipoen industria espezializazio bidea hartu duenez eta teknologia berriko osagaiak geroz eta garrantzitsuagoak direnez, etorkizunean ekipo eta osagaien fabrikatzaileen garrantzia handitu egingo dela espero da. Kotxe bateko piezen, %30-%25 kotxe egilearen eskuetan geratzen da.

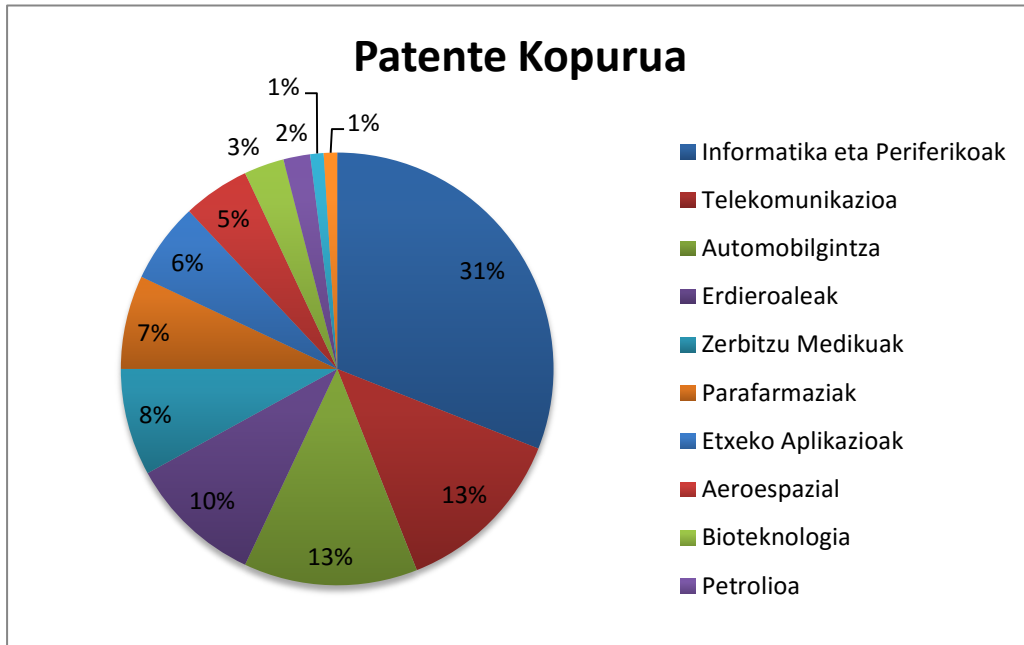
Kotxe egileen eginbeharra, motorren fabrikazioan, kotxeen muntai, diseinu eta komertzializazioan eta bezeroekin harremanean oinarritzen da. Halaber, kotxe kontzesionarioak jasan duten azken urteetako krisia kontuan hartuz eta honek, ekarri zituen salmenten jaitsiera konpentsatzeko beste negozio linea batzuk indartzen ari da; hala nola, konponketa eta mantenua.

Automobilgintzako fabrikatzaile eta hornitzaileen arteko harremana aztertzen duen The Boston Consulting Group-ek egindako ikerketa baten ustez, hornitzaileen sendotzea gertatuko da, izan ere, laurogeita hamarreko hamarkadako erdialdetik geroztik, sektore honetako hornitzaile enpresa asko fusionatu edo batak bestea erosi zuen. Horrela, tamaina erdi eta handiko hornitzaileak bildu eta sektorean zeuden hornitzaile kopurua txikitu egin zen, baina zaudenak tamaina oso handikoak bihurtu ziren.

Gainera, sistemen integrazioa geroz eta handiagoa izango da, hornitzailek eskaintzen dute hornikuntza geroz eta osatuagoa delako; hau da, osagai solteak eskaini beharren, produktu integratuak eskaintzen dira. Horrela, hornitzaileak, berrikuntzaren bultzatzaileak izango dira, sektore honetan azpi-kontratazioaren joera handitzen joan baita eta honek, automobilgintzako sektorean balio sortzeko kanpoko agenteen parte hartzea ekarri baitu. Lehen aipatu dugun bezala, kotxe egilearen eskuetan balioaren %30 gertatzen da eta bestea, hornitzaileen eskuetan gertatzen da. Beraz, ez da harrizkeoa, hauen funtzio nagusienetako bat berritzaileak izatea izango dela. Hau, automobilgintzako patenteen kopuruan ikusi dezakegu. Thomson Reuters ikertzaile entresak, 2013 urtean sektore ezberdinetako patente kopurua bildu zuen eta

automobilgintzako sektorea munduko hirugarren postuan kokatzen zela adierazi zuen, informatika eta periferiko eta telekomunikazioko sektoreen atzetik.

8. Grafikoa: 2013an Sektore teknologikoan egindako patenteen kopurua.



Iturria: Thomson Reuters

Berrikuntza lortzeko, lankidetzak programak garrantzitsuak dira azken urteetan jatorrizko ekipoko fabrikatzaileen (VW, Daimler-Benz AG, Renault, etab.) eta hauen hornitzaileen artean lankidetzak hitzarmenak nagusi izan dira. Programa hauen helburu nagusia, kalitatea handitzea, berrikuntzak indartzea eta kostuak murriztea ziren.

Hau guztia ikusi eta gero, gaur egun, hornitzaileen negoziazio boterea baxua dela ikusi daiteke. Izan ere, hornitzaile kopurua, automobilgintza enpresen kopuruarekin konparatuz, askoz handiagoa baita eta beraz, enpresa bati hornitzaile baten baldintzak ez bazaizkio egokiak iruditzen beste hornitzaile batengana joateko arazorik ez du edukiko. Hala ere, etorkizunean ekipo eta osagaien fabrikatzaileen boterea handitu egingo dela pentsatzen da, esan bezala, teknologia berria barneratzen duten osagai eta ekipoen fabrikatzaileen beharra funtsezkoa izango delako.

Automobilgintza sektorearen, ingurune berezi eta orokorra aztertu ondoren, analisi honetatik ateratzen diren ondorioz nagusiak ondoren azaltzen den AMIA atalean laburbildu eta islatuko dira.

4.3. AMIA

AMIA analisia, enpresak sektorean lehiatzeko abantailak lortzeko dituen aukera eta mehatxuak eta enpresaren indarguneak eta ahuleziak ezagutzeko aukera dugu. AMIA analisisian eratzen den matrizeari esker enpresak bere egoera ezagutzeaz gain,

helburuak zehaztu eta kudeaketa estrategikoa finkatu ahal izango du, indarguneak sendotuz, ahuleziak txikiagotuz, aukeren abantailez baliatuz eta mehatxuak ezabatu ala murriztuz.

Enpresarentzat bilakaera positiboa izan dezaketen ingurune faktoreak aukerak bezala ezagutzen dira, hau da, aukerak kanpotik lortutako faktore positiboak dira. Bestalde, Ingurunearen analitika lortutako faktore negatiboak, mehatxuak deitzen zaie.

Enpresaren barne-analisi estrategikotik, enpresa barneko indargune edo puntu sendoak ateratzen dira. Ahuleziak edo puntu ahulak berriz, enpresari falta zaizkion baliabideak edo gaitasunak direla esan daiteke.

6. Taula: AMIA matrizea.

Aukerak	Mehatxuak
<ul style="list-style-type: none"> • Sektoreak duen ikerketa eta garapen sendoa. • Internet, bezero gehiagotara iristeko bidea. • Desberdintza lortzeko, zerbitzuen garapena. • Sarrera hesi garrantzitsuak. • Sektoreko enpresak erantzun bortitza, lehiakide berrien aurrean. • Ordezko produktuen mehatxu nulua. • Lehiakide gutxi. • Hornitzaileen negoziazio botere baxua. • Estatuetako ekonomietan sektore garrantzitsua. • HEV (hybrid electric vehicle) merkatuaren garapena. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sentikortasun handia lehengaien prezioen aldaketekiko. • Irteera hesi garrantzitsuak. • Enpresen artean akordioak hartzeko ezintasuna. • Faktore ekologikoetara hobeto egokitzeko beharra. • Hazkunde baxuko sektorea.

Indarguneak	Ahuleziak
<ul style="list-style-type: none"> • Mundu mailako posizionamendu egokia. • Produktu gama zabala. • I+G inbertsio handia. • Bezeroen erosteko ahalmenari egokitzen zaion eskaintza. • Salmenta ondorengo zerbitzu gama zabala. 	<ul style="list-style-type: none"> • Software aldaketek marka kaltetu dute.

Iturria: Norberak egina

5. ENPRESAREN ANALISI EKONOMIKO - FINANTZARIOA

Analisi hau, azterketa kuantitatiboan oinarritzen da, hau da, enpresaren urteko bateratuak hartzen ditu aztergai. Horretarako, Egoera Balantzea eta galdu eta irabazien kontua hartuko dira kontuan.

Balantzean Aktiboa, Ondare Garbia eta Pasiboa daude. Balantzeari esker, enpresak dituen baliabideak ezagutuko ditugu, eta zertan inbertitu diren baita ere. Horrela, enpresaren ondarea ezagutuko dugu. Galdu - Irabazien kontuak, bestetik, inbertitu diren baliabideen errendimendua jasotzen du.

Hau egiteko, 2012, 2013, 2014 eta 2015 urteetako Galdu Irabazi eta Egoera Balantzeak aztertuko dira, zenbaki indizeak eta balio erlatiboak kalkulatu. Zenbaki indizeek (edo portzentaje horizontalak), denboran zehar kontu baten bilakaera adierazten dute, hau da, oinarri urteko datu guztiak %100 dira eta gainontzeko urtekoak oinarri urtearekiko kalkulatu dira. Balio erlatiboek (edo portzentaje bertikalak), berriz, urte batean kontu batek duen pisu edo garrantzia adierazten dute.

5.1. Egoera Balantzea

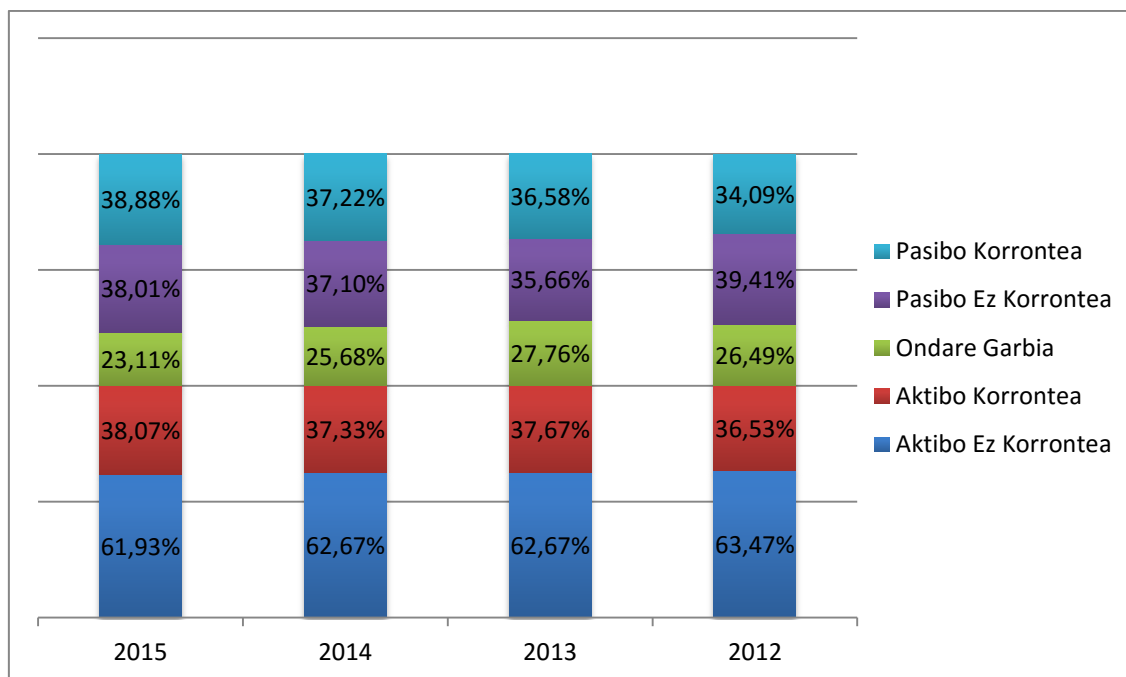
5.1.1. Balio erlatiboak

Enpresa honen aktiboaren erdia baino gehiago, aktibo ez korrontek osatzen du. Talde honen barruan, ibilgetu ukiezina garrantzi handiena duena da eta honen atzetik, epe luzeko finantza-inbertsioak kokatzen dira. Epe laburrari erreparatu, merkataritza zordunak eta kobratzeko bestelako kontuak pisutsuenak dira. Laburbilduz, Taldearen aktibo gehienak elementu ukiezin eta zerbitzu finantzarioak dira.

Ondare garbia eta pasiboari dagokionez, pasiboa ondore garbia baino handiago dela ikusi daiteke. Honek, finantzaketa lortzeko, batez ere, besteren finantzaketa erabili duela ondorioztatzeko laguntzen digu. Bi atal nagusi hauek banaturik, ondore garbian, Volkswagen Taldeko erreserbak eta bestelako ondare tresnak kontu garrantzitsuenak dira. Pasiboari dagokionez, urteekin pasibo ez korronte eta pasibo korrontean pisuak berdintzen joan dira. Bai pasibo ez korrontean eta baita pasibo korrontean zorrak atalik garrantzitsuena dira eta ondorioz, lehen aipatu bezala, oinarri bezala, enpresa honek kanpo finantzaketa erabiltzen duela esan dezakegu.

Balantzearen masa ezberdinak duten pisua ikusirik, ateratzen den ondorio nagusia, enpresa honek bere bezeroei zerbitzu finantzario nahikoak eskaini eta bere burua finantzatzeko kanpo agenteei finantzaketa eskatzen diela da.

9. Grafikoa: Balantzetako balio erlatiboak.



Iturria: Norberak egina

5.1.2. Zenbaki indizeak

Kontuek denboran zehar eduki duten bilakaera ikusirik, Volkswagen Taldeko aktibo eta ondore garbi eta pasiboak hazi egin direla ikusi daiteke (2013an %4.79an, 2014ean %13.47 eta 2015ean %23.40). Hazkuntza honen arrazoi nagusia, pasibo korrontean aurkitzen dugu, oinarri urtearekiko 2013an %12.41, 2014ean %23.86 eta 2015ean %40.71 handitu baitzen. Pasibo ez korrontea eta ondore garbia, nahiko berdin handitu dira.

Aktiboari dagokionez, aktibo korrontea aktibo ez korrontea baino gehiago hazi dela ikusi daiteke. Hazkuntza horren arrazoia, merkataritza zordunak eta kobratzeko bestelako kontuaren hazkuntza izan da. Aktibo ez korrontean, 2012rekiko gehien hazi zen kontua, ibilgetu materiala izan da.

Kontuek izan duten bilakaera kontuan hartuz, enpresa honek finantza pasiboak handitzeko joera ikusi daiteke eta balio erlatiboetan esan den bezala, Volkswagen Taldeak bere jardura finantzatzeko besteren finantzaketa, urteekin, geroz eta gehiago erabiltzen du.

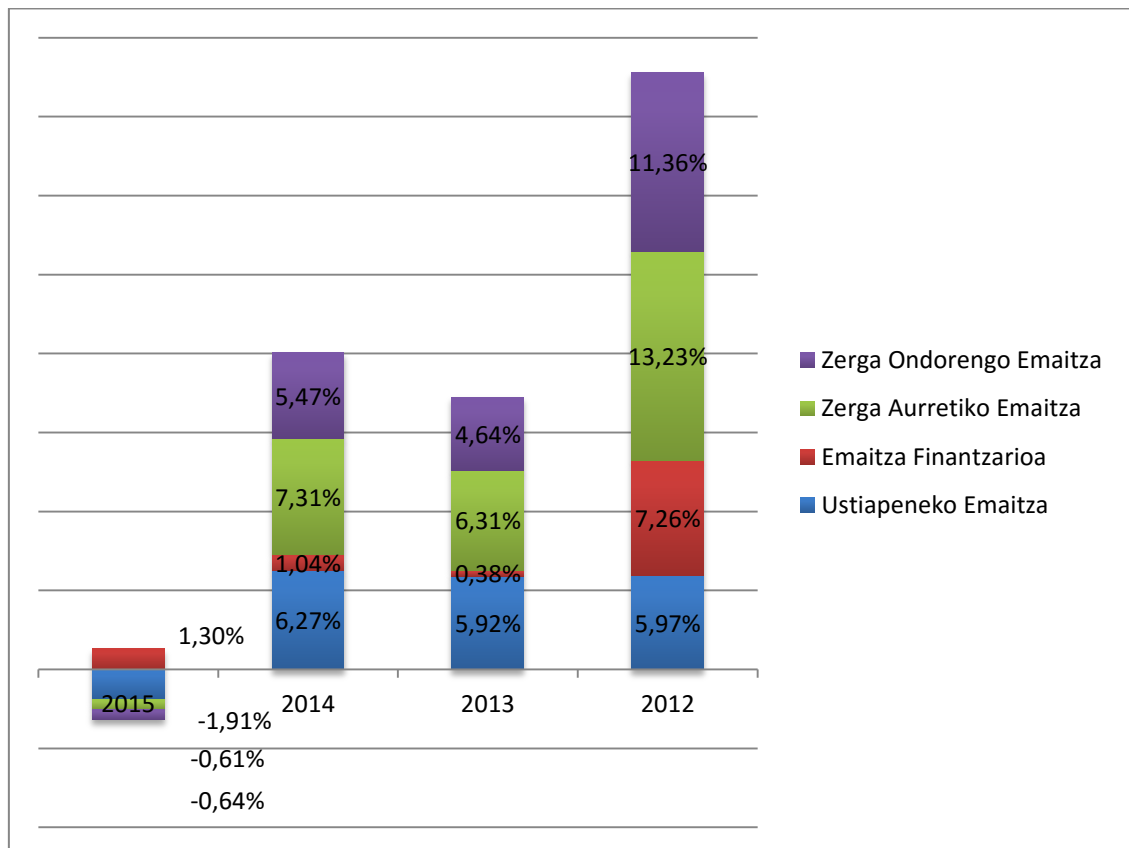
5.2. Galdu eta irabazi Kontua

5.2.1. Balio erlatiboak

Urteekin ekitaldiko emaitzak salmenten gain duen portzentajea murrizten joan da, 2015an negatiboa izan den arte. Zerga Aurretiko Emaitzak, ekitaldiko emaitzaren joera berdina izan zuen, oinarri urtean salmenten %13.23 pisua eta ondorengo urteetan %6.31, %7.31 eta -%0.61 zuelarik.

Zerga Aurretiko emaitza, ustiapeneko emaitza eta emaitza finantzariotik lortzen da. 2012an zerga aurretiko emaitza, %5.97 ustiapeneko emaitzatik eta %7.26 emaitza finantzariotik lortzen zen, hau da, emaitza finantzarioak ekarpen handiagoa egiten zuen. Honen arrazoia, sarrera finantzarioetan dago, %8.58 pisua baitzuten. Baina 2013 eta 2014ean, ustiapen eta emaitza finantzarioen pisuen oreka galtzen joan zen eta 2014an, ustiapeneko emaitza %6.27 eta emaitza, finantzarioa, berriz, %1.04 pisua zutelarik. Honen arrazoi nagusia, sarrera finantzarioen pisu murrizketa eta ondorioz, emaitza finantzarioaren pisu jaitsieran eta hornikuntzen garrantzian dago. Baina 2015ean berriz ere 2012ko joera hartzen da eta emaitza finantzarioaren ekarpena ustiapenekoa baino handiagoa da. Gainera, ustiapeneko gastuak izan duten pisu hazkuntza dela eta, ustiapeneko emaitza lehengo aldiz negatiboa da.

10. Grafikoa: Galdu – Irabazi Kontuaren balio erlatiboak.



Iturria: Norberak egina

5.2.2. Zenbaki indizeak

Emaitza, urteak aurrea joan ahala okertzen joan da, 2015ean negatiboa izan arte. Gainera, zerga aurreko emaitza urteekin ere gutxitzen joan da. Murrizketa honen arrazoi nagusia, 2013 eta 2014 bitarte emaitza finantzarioan aurkitzen da; izan ere, nahiz eta bi urte hauetan ustiapeneko emaitza urteekin handitu egin zen (+%1.50 eta +%10.43) emaitza finantzarioan gertatu zen murrizketa handiago izan zen (-%94.59 eta -%85.01). 2015ean, berriz, bai emaitza finantzarioa eta baita ustiapeneko emaitza murrizten dira, azken hau negatiboa izatera iristen delarik. Negatibotasun hau, ustiapeneko gastuak ustiapeneko sarrerek baino gehiago hazi direlako gertatzen da.

5.3. Politika fiskala

Politika fiskalak, zama finantzario edo zama fiskalaren eragina kontuan hartu behar den edo ez erabakitzeko laguntzen digu.

7. Taula: Mozkinen Gaineko Zerga eta Zerga Aurrezko Emaitza.

	2015	2014	2013	2012
Mozkinen Gaineko Zerga	59	3.632	3.283	3.606
Zerga Aurreko Emaitza	-1.301	14.794	12.428	25.487
<u>MGZ</u>	-%4.53	%24.55	%26.42	%14.15
<u>ZAE</u>				

Iturria: Norberak egina

Urteekin bai zergak eta bai emaitza murrizten joan da, Zerga Aurrezko Emaitza negatiboa izan den arte. Urtetik urterako aldaketa nabarmena denez, politika finantzario eta fiskalaren eragina kentzea gomendagarriena da. Hau, Volkswagen Taldeko Urteko Kontuetan IAZAM (interes aurreko eta zerga aurrezko mozkina) lortuz egiten da.

8.Taula: Interes Aurrezko eta Zerga Aurrezko Emaitza.

	2015	2014	2013	2012
IAZAM	-4.069	12.697	11.671	11.498

Iturria: Norberak egina

Interes Aurrezko eta Zerga Aurrezko Mozkina, urteekin handitzen joan zen 2015 arte. Hazkuntza hau, ustiapeneko gastuak murriztu eta ustiapeneko sarreren hazkuntza gertatu zelako da. Baina, 2015ean ustiapeneko gastuak asko handitu ziren eta Taldearen Urteko Kontuetan azaltzen den moduan, hazkuntza honen arrazoi nagusia “dieselgate”-arekin loturiko auzi-gastuak izan dira.

5.4. Errentagarritasun ekonomikoa

Errentagarritasun ekonomikoa ustiapenaren eraginkortasun neurria da, erabilitako finantza iturrien eragina kontuan hartzen ez duelako. Beste modu batez esanda, aktiboaren errentagarritasuna bezala ere defini daiteke edo aktiboek sortutako mozkina, enpresan inbertitutako euro bakoitzeko, aktiboek sortutako mozkina.

$$\text{ROI} = \frac{\text{IAZAM}}{\text{AKTIBOA}} = \frac{\text{IAZAM}}{\text{SALMENTAK}} \times \frac{\text{SALMENTAK}}{\text{AKTIBOA}}$$

9. Taula: IAZAM, Aktiboa eta Salmentak.

	2015	2014	2013	2012
IAZAM	-4.069	12.697	11.671	11.498
AKTIBOA	381.935	351.209	324.333	309.518
SALMENTAK	213.292	202.458	197.007	192.676

Iturria: Norberak egina

10.Taula: Volkswagen Taldeak duen marjina, errotazioa eta ROI.

	2015	ZI	2014	Z.I.	2013	Z.I	2012	Z.I.
Marjina	-1,91%	-0,32	6,27%	105,09	5,92%	99,27	5,97%	100
Errotazioa	0,56	0,90	0,58	92,60	0,61	97,58	0,62	100
ROI	-1,07%	-0,29	3,62%	97,32	3,60%	96,87	3,71%	100

Iturria: Norberak egina

Aktiboan inbertitutako 100 moneta unitate bakoitzeko, oinarri urtean, 3.71 moneta unitateko errentagarritasuna lortzen da eta urtetik urtera errentagarritasun hau murrizten joan da. Errentagarritasun hori, alde batetik, marjinetatik dator, saldutako 100 moneta unitatetik 5.97 moneta unitate marjina duelako eta bestetik, aktiboaren inbertitutako moneta unitate bakoitzagatik 0.62 moneta unitate salmentak, hau da, errotazioa, izan duelako.

Errentagarritasun ekonomikoaren bilakaera kontuan hartuz, urteekin esan bazela murriztu egin da, 2013an %3.13, 2014ean %2.68 eta 2015ean %100,29. Murrizketa honetan bai errotazioak eta marjinak lagundu dute, azken urteko negatibotasuna, batez ere, marjinaren murrizketarengatik delarik.

Marjinaren murrizketaren arrazoiak, galdu - irabazi kontuko zenbaki indizeak aztertuz ikusi daitezke.

11. Taula: Galdu - irabazi kontuaren zenbait atalen zenbaki indizeak.

	2015	2014	2013	2012
Salmentak	110,70	105.08	102.25	100
Hornikuntzak	113,88	105.34	102.47	100
Ustiapeneko bestelako sarrerak	123,09	98,23	94,96	100
Ustiapeneko bestelako gastuak	148,49	81,70	91,41	100
Amortizazioa	149,93	129,15	111,81	100

Iturria: Norberak egina

Mozkinen Gaineko Zerga eta Gastu finantzarioak ez dira kontuan hartzen, IAZAM-en bere eragina kendu dugulako.

Taula ikusirik, salmentak handitu arren, gastuetan gertatzen den hazkuntza, sarrerena baino handiagoa da. Beraz, maginaren murrizketa, gastuen hazkuntza, sarreretan gertatzen dena baino handiago izan delako gertatzen da.

Errotazioaren murrizketaren arrazoiak:

$$Errotazioa = \frac{SALMENTAK}{AKTIBOA}$$

12. Taula: errotazioa osatzen duten kontzeptuen zenbaki indizeak.

	2015	2014	2013	2012
Salmentak	110,70	105.08	102.25	100
Aktiboak	123,40	113.47	104.79	100
- Aktibo Ez K.	120,41	112.04	102.89	100
- Aktibo K.	128,59	115.96	108.08	100

Iturria: Norberak egina

Errotazioa, salmentak eta aktiboaren arteko zatiduraren bitartez lortzen da. Hori dela eta, aktiboa salmenak baino gehiago hazi denez, zatiduraren emaitza zero balioen artean dago. Gainera, aktiboa urteekin geroz eta gehiago handitzen joan da, batez ere, aktibo korrontean aurkitzen den merkataritza zordunak eta kobratzeko bestelako kontuarengatik.

5.5. Errotazio fondoa

Errotazio fondoa, maniobra fondoa edo kapital zirkulatzailerak bi ikuspegietatik aztertu daiteke.

Errotazio fondoa positiboa bada, epe luzeko finantza iturriak (Ondore garbi + Pasibo Ez Korrontea) epe luzeko (Aktibo Ez Korrontea) inbertsioak eta laburreko inbertsioen (Aktibo Korrontea) zati bat estaltzeko gai da. Negatiboa bada, epe laburreko finantza

iturriak (Pasibo Ez Korrontea) epe laburreko inbertsio eta epe luzeko inbertsioen zati bat finantzatzeko gai den azaltzen du.

Errotazio Fondoa = Aktibo korronte – Pasibo korrontea

Errotazio Fondoa = Kapital iraunkorrak (OG + PEK) – AEK.

13. Taula: 2012tik 2015 arte Volkswagen Taldeak izan duen errotazio fondoa.

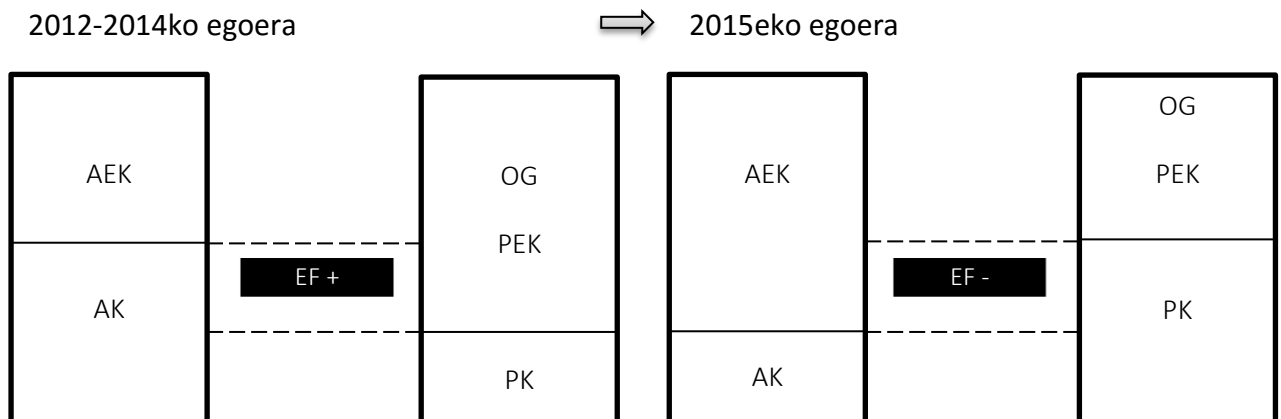
	2015	2014	2012	2012
Errotazio Fondoa	-3.102	396	3.567	7.535

Iturria: Norberak egina

2012-2014 bitarte errotazio fondoa positiboa izan denez, epe luzeko finantza iturriak epe luzeko inbertsio guztiak eta epe laburreko inbertsioen zati bat estaltzeko gai dira. Honek, kostu ekonomiko garrantzitsua sortzen dio enpresari, epe luzeko finantza iturriak garestiagoak izaten direlako, baina era berean, autonomia eskaintzen dio.

Hala ere, 2015 urtean egoera erabat aldatu egin da. Izan ere, pasibo korrontek aktibo korronte osoa finantzatzeaz gain aktibo ez korrontearen zati bat ere finantzatzeko gai da. Errotazio fondoa negatiboa izateak, Volkswagen Taldeak desoreka finantzario edo egoera ezegonkor bat duela adierazten du. Egoera honek, etorkizuneko ordainketa-etendura baten isla adierazi dezake, aktibo korrontek pasibo korrontek baino txikiagoak direnez, enpresak epe laburreko zorrei erantzuteko arazoak izan ditzakeela adierazten baitu.

4. Irudia: 2012-2014 eta 2015 urteetako errotazio fondoa.



Iturria: Norberak egina

Goiko taulan, ikusi daitekeenez, maniobra fondoa murrizten joan da, negatiboa izan arte. Arrazoia, nahiz eta aktibo eta pasibo korrontek handitu, pasibo korrontearen hazkuntza handiagoa izan da. Hazkuntza honen arrazoia, balio erlatibo eta zenbaki indizeetan azaldu bezala, epe laburreko zor eta epe laburreko horiduren hazkuntza sendoan dago.

Beraz, 2012-2014 bitarte enpresak autonomia izan du, nahiz eta horrek kostu ekonomiko garrantzitsu bat izan duen; baina, 2015ean autonomia hori murrizten joan da, kanpo finantzaketaren mesederako.

5.6. Egonkortasun Finantzarioa

Volkswagen Group-ek duen egoera finantzarioa aztertzeko ondorengo ratioak hartuko dira kontuan:

14. Taula: Egonkortasun finantzarioa kalkulatzeko beharrezkoak diren ratioak.

	2015	2014	2013	2012
Ele laburreko kaudimena				
$\frac{\text{Aktibo Kor.}}{\text{Pasibo Kor.}}$	0.98	1.00	1.03	1.07
Likidazio edo froga garratzaren ratioa				
$\frac{\text{Bihurgarri zihurra} + \text{Erabilgarritasuna}}{\text{Pasibo Kor.}}$	0.74	0.76	0.79	0.8
Berehalako likidezia edo erabilgarritasun ratioa				
$\frac{\text{Erabilgarria}}{\text{Pasibo Kor.}}$	0.14	0.15	0.20	0.18
Kaudimena				
$\frac{\text{Aktiboa}}{\text{Pasiboa}}$	1.30	1.35	1.38	1.36

Iturria: Norberak egina

Kaudimena, gizabanako batek edo enpresa batek, bere jarduera aurrera eramanez gero, bere zorrak epe labur, ertain zein luzera ordaintzeko duen ahalmenari esaten zaio. Goiko taulan ikusi daitekeenez, 2012-2014 bitarte epe laburreko kaudimen ratioak bat edo bat baino handiagoa atera denez, Volkswagen Group-ek epe laburreko zorrei erantzuteko ahalmena duela esan daiteke; baina, 2015 urtean ratioa bat baino txikiagoa denez eta errotazio fondoa aztertu dugunean esan den bezala, enpresa honek epe laburreko zorrei erantzuteko arazoak izan ditzake. Hala ere, enpresaren kaudimen orokorra ikusirik, zor den moneta unitate bakoitzeko, 2015eko aktiboan horri aurre egiteko, 1.30 moneta unitate daude. Beraz, enpresak epe laburreko zorrei erantzuteko gaitasuna hobetu beharko luke, nahiz eta badirudien epe luzera arazoak ez dituela.

Likideziari dagokionez, epe laburrera enpresa honek zor duen euro bakoitzetik, Aktibo Korrontearen izakinak kenduta, 2015ean 0.74 € ditu horri aurre egiteko. Gehiago sakonduz, berehalako likidezia edo erabilgarritasun ratioa dugu. Azkeneko hau aztertuz, zor den euro bakoitzeko, dirutan edo likido eran, 0.14 € ditu horri aurre egiteko.

Egonkortasun finantzarioa aztertu eta gero, esan daiteke, enpresa honek nahiz ete epe laburreko zorrei erantzuteko arazoak izan epe luzera kaudimena baduela. Hala ere, duen likidezi maila ez da oso handia eta honek, bere dirua geldi egon beharrean, etekina ateratzen dioenaren seinale bat izan daiteke.

5.7. Errentagarritasun finantzarioa

Errentagarritasun finantzario edo fondo propioen errentagarritasuna, akziodunek enpresan inbertitutako moneta unitate bakoitzeko lortzen den mozkinaz azaltzen du, hau da, jabe edo akziodunen errentagarritasuna da. Hau kalkulatzeko ondorengo datuak behar dira:

Zerga-tasa

Volkswagen Taldearen bulego nagusia Wolfsburg-en (Alemania) kokatzen da. Hori dela eta, alemaniar Sozietateen Gaineko Zerga aplikatu behar zaio.

Alemaniar Sozietateen Gaineko Zerga estandarraren zenbatekoa %15an kokatzen da, baina zenbateko honi %5.5eko solidaritate-gainordaina eta Jarduera Ekonomikoaren Gaineko Zerga (Alemanian jarduera komertzial edo industrial bat aurrera eramateagatik edozein pertsona fisiko eta juridikoak ordaindu behar duen zerga) gehitu behar zaio. Hori kontuan hartuz, Sozietateen Gaineko Zerga alemaniarra %30 - %33an kokatzen da.

Hala ere, Volkswagen Taldeak historikoki jasan duen zerga-tasa ez da inoiz %30koa izan, arrazoia enpresa batek egin ditzakeen inbertsio edo jarduerengatik (Volkswagen Group, 2014 annual report 116. orria) hobariak jasotzeko eskubidea duelako edo 2012 kasu zehatzean, zerga-tasa ia hurrengo urteetako erdia da, dituen sarrera finantzarioak emaitza finantzarioa handitu eta ondorioz, zerga ondorengo emaitza hurrengo urteetako baino handiago delako. Sarrera finantzarioak (Volkswagen Group, annual report 124 eta 287.orriak), ondare garbian egindako inbertsoen irabaziengatik handitu dira eta hauek, Volkswagen taldeak Txinan dituen bi *Joint Venture*⁹ garrantzitsuenengatik (FAW-Volkswagen and Shanghai Volkswagen) lortutako irabazietan aurkitzen da.

⁹ Bi edo enpresa gehiagoren arteko epe luzerako hitzarmen bat da. Hitzarmen honetan, parte hartzen duten aldeak inbertsioak batera egingo dituztela adosten dute. Joint Venture batek ez dut zertan enpresa berri bat eraiki behar, hitzarmenean parte hartutako aldeak beraien autonomia mantentzen dutelako.

15. Taula: Volkswagen Taldeak ordaindutako zerga-tasaren kalkulua.

	2015	2014	2013	2012
Mozkinen Gaineko Zerga	59	3.726	3.283	3.606
IOZOM	-1.361	11.068	9.145	21.881
Zerga / IOZOM	-4,34%	33,66%	35,90%	16,48%

Iturria: Norberak egina

P*: Zama finantzarioa duten pasiboak. Kontu honen zenbatekoa jakiteko, urte bakoitzeko Memoriara joan eta pasiboko zein kontuk zuten gastu finantzarioa bilatu da.

16. Taula: Zama finantzarioa duten pasiboak.

	2015	2014	2013	2012
Pasibo ez korrontea	79.193	72.370	63.822	66.000
- Finantza pasiboak	73.292	68.416	61.517	63.603
- Beste finantza pasiboak	5.901	3.954	2.305	2.397
Pasibo korrontean	86.596	76.910	68.151	58.485
- Interes minoristak konpentsazioko eskubide eta saltzeko opzioak dituzten akziodunentzat	3.933	3.703	3.638	-
- Finantza pasiboak	72.313	65.564	59.987	54.060
- Beste finantza pasiboak	10.350	7.643	4.526	4.425
Pasiboa *	165.789	149.280	131.973	124.485

Iturria: Norberak egina

17. Taula: Errentagarritasun Finantzarioa kalkulatzeko behar diren datuak.

	2015	2014	2013	2012
Mozkina	-1.361	11.068	9.145	21.881
Fondo propioak	88.270	90.189	90.037	81.995
Gastu finantzarioak	2.393	2.658	2.366	2.546
Zerga-tasa	-4,34%	33,66%	35,90%	16,48%
Pasiboa *	165.789	149.280	131.973	124.485

Iturria: Norberak egina

Ondorengo taulan, errentagarritasun finantzarioa azaltzeko beharrezkoak diren faktore edo ratioen kalkulua azaltzen da:

18. Taula: Errentagarritasun finantzarioa kalkulatzeko ratioak.

	2015	ZI	2014	ZI	2013	ZI	2012	ZI
r1: Baliabide propioen errentagarritasuna edo akziodunen errentagarritasuna	-1,54%	-5,78	12,27%	45,99	10,16%	38,06	26,69%	100
<u>Mozkina</u>								
<u>Fondo Propioak</u>								
r3: Zorren kostua	1,51%	88,17	1,18%	69,15	1,15%	67,28	1,71%	100
<u>Gastu Finantzarioak (1 - t)</u>								
<u>Pasiboa *</u>								
r2: Errentagarritasun finantzario globala	0,45%	3,85	5,36%	46,08	4,80%	41,30	11,63%	100
<u>Mozkina + Gastu Finantzarioak</u>								
<u>F.P. + P *</u>								
r1: Baliabide propioen errentagarritasuna								
$r2 + (r2 - r3) \frac{P^*}{F.P.}$								
Hau deskonposatuz:								
$(r2 - r3)$	-1,06%	-10,68	4,18%	42,11	3,65%	36,83	9,92%	100
$\frac{P^*}{F.P.}$	187,82%	123,71	165,52%	109,02	146,58%	96,55	151,82%	100
$(r2 - r3) \frac{P^*}{F.P.}$	-1,99%	-13,21	6,91%	45,91	5,35%	35,56	15,06%	100

Iturria: Norberak egina

R1 formula beste modu batez idatzita apalankamendu finantzario eta apalankamendu ratioa kalkulatu daiteke.

$$r1 = r2 + (r2 - r3) \frac{P^*}{F.P.} \longrightarrow (r2 - r3) \frac{P^*}{F.P.} = \text{apalankamendu finantzarioa}$$

$$\frac{P^*}{F.P.} = \text{apalankamendu ratioa}$$

100 moneta unitatetik, 100 euroatik akziodunek lortzen duten errentagarritasuna 2012an 26.69€, 2013an 10.16€, 2014ean 12.27€ eta 2015ean ez dute errentagarritasun positiborik¹⁰ lortu. Errentagarritasun hau, faktore ekonomikoetatik

¹⁰ Errentagarritasun negatiboak: dirua uzten duenak ez du ezer ordainetan jasotzen eta gainera, dirua uzteagatik bera da ordaindu behar duena.

(r_2) eta faktore finantzarioetatik $((r_2 - r_3) \frac{P^*}{F.P.})$ sortzen da. Beraz, bi faktore hauen pisuan urteekin murrizten joan denez, honek akziodunek lortzen duten errentagarritasuna edo r_1 murriztea ekarri du.

Bilakaera ikusirik, akziodunen errentagarritasuna, oinarri urtearekiko 2013an %61.94, 2014ean %54.01 eta 2015ean %105.78 gutxitu zen. Jaitsiera hau, faktore ekonomiko eta finantzarioen bilakaera beherakorra dela eta gertatu zen; faktore ekonomikoak, 2013an %58.7, %53.92 eta 2015ean %96.15 eta finantzarioak, 2013, 2014 eta 2015ean %64.44, %54.09 eta %113.21 murriztu baitziren.

Faktore ekonomikoen murrizketa, errentagarritasun ekonomikorekin lotu daiteke (ROI). Izan ere, errentagarritasun ekonomikoa aztertu eta gero, aldagai horren murrizketa errotazioa eta batez ere, marjinaren murrizketan aurkitu genuen.

Faktore finantzarioak sakonago aztertuz gero, 2012tik-2014 bitarte apalankamendu finantzarioa positiboa da, baina 2015ean negatiboa izan da. Arrazoia, errentagarritasun finantzario globala (r_2) murrizten eta zorren kostua (r_3) handitzen joan delako sortu da. Hala ere, apalankamendu ratioak, aipatutako r_2 eta r_3 faktoreen eragina murriztu du, 2015ean %23.71 handitu zelako. Hazkunde hau, zama finantzarioa duen pasiboa (P^*) handitu delako gertatzen da.

Laburbilduz, Volkswagen Group-ek pasiboa eta batez ere, zama finantzarioa duen pasiboa haztea erabaki du, hau da, balantzean zenbaki indize eta balio erlatiboetan esan den bezala, enpresa honek bere finantza beharrak, kanpoan zorpetuz estaltzea erabaki du.

6. METODOAREN APLIKAZIOA

6.1. Kutxa Fluxu Askearen Metodologia

Kutxa fluxu askearen metodoa aplikatuta, enpresaren balioa ikuspegi ekonomikotik azaltzen da, hau da, enpresaren balio gordina, zor finantzariarik kontuan hartu gabe. Horrela, kutxa fluxu askea zerga ondorengo baina zor finantzarioa kontuan hartu gabeko ustiapeneko eragiketek sortutako kutxa fluxua da. Honek, enpresak dituen aktiboen errendimenduan arreta jartzea (zerga ondoren) eramaten gaitu. Horregatik, kutxa fluxu askeek enpresaren kutxa-fluxu ekonomikoa adierazten dute. *“Ustiapeneko beharrak eta aktibo ez korrontean egindako inbertsio berriak estalita enpresan erabilgarri gertatzen den diru kantitatea da, suposatuz zor finantzariarik ez dela existitzen”* (Fernández P. 2005).

KFA-ak enpresaren kapital hornitzaileentzako (hartzekodunak eta akziodunak) kutxa-fluxua adierazten duenez, aplikatu beharreko deskontu-tasa Kapitalaren Batez besteko Kostu Haztatua (KBKH) da, Kutxa Fluxu Askeak enpresaren epe luzeko kapital ekarpena egiten duten guztien artean banatzen baita.

Hondar Balioaren bitartez, Volkswagen Taldeak “n” urtetik aurrera izango dituen kutxa-fluxuak laburbiltzen dira. Nahiz eta gure etorkizuneko proiektzioa “n” urtetako kutxa-fluxuak kalkulatzeko izan den, epe horretatik aurrera (infinitu) urtero kutxa-fluxuak sortzen jarraituko dira, hauek epe mugagabeak direlarik. Horregatik, enpresaren balioa kalkulatzeko orduan, etorkizunean mugagabeki izango dituen kutxa-fluxuak kontutan hartu behar direnez, hauek, hondar balioaren bitartez laburbiltzen dira. Gainera, etorkizunean espero diren ekonomiaren igurikapenak kontuan hartzeko, hondar balioa kalkulatzeko g hazkunde-tasa konstantedun errentaren formula aplikatuko da:

$$\text{Hondar Balioa}_n = \frac{\text{Kutxa Fluxua}_n \cdot (1+g)}{i-g}$$

n: balioespenaren epearen urte kopurua

i: eguneratze-tasa

g: n urteko kutxa-fluxuen hazkunde tasa konstante metakorra

Honela, lortzen den balioa, balio gordina eta ustiapenekoa izango da, hurrengo eran kalkulatzeko dena:

$$\text{E.B. Gordina/Ust.} = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{\text{KFA}_j}{(1+\text{KBKH})^j} + \frac{\text{Hondar-Balioa}_n}{(1+\text{KBKH})^n}$$

6.2. Eguneratze-tasa: KBKH

Enpresa finantzatzen duten funts guztien ikuspegia (propioak eta besteenak) lortzeko, batez besteko tasa kalkulatu behar da baliabide propio eta besteren baliabideen tasak kontutan hartuko dituen; hau, Kapitalaren Batez Besteko Kostu Haztatua delarik. Horretarako, eguneratze-tasaren kalkuluari ekin aurretik beharrezkoa da:

1. Ondare garbia eta pasiboaren egitura zehaztea (baliabide propioen % eta zorraren %).

Honetarako hainbat hurbilketa daude, baina sarrien erabiltzen dena helburu den egitura edo egitura egonkorra hartzea da, ezaguna bada, eta soilik epe luzeko finantza iturriak aintzat hartzea, koiunturako egoerak baztertzuz. Horrela, 2015 urteko azken hilabeteetan gertatuko motorren trukaketaren inguruko istiluak etorkizunean berriz gertatuko ez direla pentsatzen denez eta ondorioz, behin behineko egoera bat denez gure analisisian 2015 urtea baztertu egingo da eta 2012, 2013 eta 2014eko datuak hartu eta horien batz bestekoa kalkulatu da, urte hauetan izan den egitura finantzarioa egonkortzat hartuko delarik.

19. Taula: Volkswagen Taldeak duen batz besteko epe luzeko zorra.

Besteren baliabideak	
2014	130.314
2013	115.675
2012	121.996
Urteko batz besteko besteren baliabideak	122.662

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak

20. Taula: Volkswagen Taldeak dituen batz besteko baliabide propioak.

Baliabide propioak	
2014	90.189
2013	90.037
2012	81.995
Urteko batz besteko baliabide propioak	87.407

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak

Besteren baliabideak	=	122.662	→ %58.39
Baliabide propioak	=	87.407	→ %41.61
Besteren baliabideak + baliabide propioak	=	210.069	→ %100

2. Finantzaketa iturri bakoitzaren batez besteko kostua zehaztea.

2.1 Ke: Baliabide propioen kostua.

Finantza ekonomian, balizko jakin batzuen menpe, itxarotako errentagarritasuna baldintza zehatzetan ezagutzea ahalbidetzen duten ereduak daude. Balioespena aurrera eramateko, Capital Assets Pricing Model (CAPM) aukeratu da. De la Torre Gallegos eta Jiménez Naharro (2014) adierazten duten moduan, metodo hau baliozkoa izango da, beta koefizientearen eta beste aldagai batzuen egonkortasuna adierazten badu; hau da, egonkortasuna ezin bada frogatu, metodo honek ezin izango digu lagundu etorkizuneko inbertsio jakin batzuen gainean erabaki ahal izateko.

Baliabide propioen kostua, hurrengo formulatik abiatuz kalkulatzen da:

$\beta_i (E_M - R_f) \rightarrow$ enpresaren arrisku prima adierazten du.

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

$(E_M - R_f) \rightarrow$ merkatuaren arrisku prima adierazten du.

- R_f : arriskurik gabeko aktibo baten errendimendua da (epe luzeko Zor Publikoa). Hau lortzeko, 10 urteko bono alemaniarren errentagarritasuna bilatu da. Ondorengo taulan, Investing web orrialdeak eskainitako kotizazioak ipini dira. Bukaeran, urtetik urterako kotizazioak ikusi eta arriskurik gabeko aktibo baten errendimendu tasan aurreikusten den joera ipini da.

21. Taula: 10 urteko bono alemaniarren errentagarritasuna.

Bono alemaniarren errentagarritasuna	
2008/12/31	2.947
2009/12/31	3.401
2010/12/31	2.949
2011/12/31	1.825
2012/12/31	1.306
2013/12/31	1.941
2014/12/31	0.541
2015/12/31	0.635
Joera	0.65

Iturria: Investing.

Taulan ikusten den moduan, krisi hasieran bono alemaniarren errendimendua %3aren inguruan kokatzen zen, baina krisia munduko eta batez ere, Europako herrialdeetan egonkortu zenez, errendimendua jaisten hasi zen. Gainera, fenomeno honi, 2016 urte arte Europako Banku Zentralak aurrera eramango duen Hedapen Kuantitatiboko Programa QE¹¹ gehitu behar zaio. Ondorioz, izan duen joera beherakorra eta Europak 2016 urte arte aurrera eraman duen programa honek errentagarritasuna asko handitzen lagunduko ez duelako, arriskurik gabeko aktibo baten errendimendua %0.65n kokatuko litzatekeela ondorioztatu da.

Rf: %0.65

¹¹ Hedapen kuantitatiboko Programa QE” Europako Banku Zentralak zor publiko eta pribatuko tituluak erostean datza, titulu erosketak gehienak zor publikokoak direlarik. Tituluen erosketak honek 2016ko irailean arte iraungo du. Batez ere, euro eremuko gobernu edo erakundeek jaulkitako tituluak izango dira eta titulu hauek 2 eta 30 urteko epemuga izango dute. Erosketak hauek bigarren mailako merkatuan egingo dira, non aurretik jaulkitako finantza aktiboak negoziatzen diren.

- β_i : hegazkortasun koefizientea da eta enpresaren arriskua barneratzen du. Horrela, beta altua duten enpresak, merkatuak duen aldakortasuna baino aldakortasun handiago dute eta berriz, beta baxua duten enpresak merkatuak duena baino aldakortasun txikiagoa dute.

Beta koefizientean eragin handiena duten faktoreak:

- 1) Enpresaren sektorea: sektore dinamikoetan ziurgabetasuna nabaria izaten da eta honek, sektore horren parte diren enpresen betak handiagoa izatea eragiten du.
- 2) Apalankamendu operatiboa: enpresak dituen kostu finkoak kostu aldakorren gain zenbat eta handiagoak izan, enpresaren arriskua handiagoa izaten da eta hortaz, beta ere handiagoa izan ohi da. Adibidez, automobilgintza sektoreak, ekoizpen mailarekin harreman zuzenik ez duten kostu finko altuak jasaten ditu eta honek beta handitzea eragiten du.
- 3) Apalankamendu finantzarioa: enpresa geroz eta zorpetua egon, arrisku finantzarioa geroz eta handiagoa izango da.

Volkswagen Group enpresaren beta koefizientea lortzeko, Reuters finantza plataformara joan eta bertan talde alemaniar honen beta koefizientea 1.41 dela ikus dezakegu.

β_i : 1.41

- $(E_M - R_f)$ Merkatuaren arrisku prima. Hau lortzeko, Volkswagen Taldeak MSCI-k¹² argitaratutako indizeak erabiltzen du. Izan ere, Volkswagen Taldea merkatu desberdinetan aurkitzen denez, presentzia duen merkatuen arrisku prima behar du eta MSCI-k indizeak herri desberdinetako burtsetan kotizatzen duten konpainien balioaren bilakaera islatzeko aukera ematen duenez, Volkswagen Taldearen Urteko Kontuetan azaltzen den moduan, 2014-2012 bitarte merkatuaren arrisku prima % 6.5 kokatzen da.

Merkatuaren arrisku prima = % 6.5

$$K_e = R_f + \beta_i (E_M - R_f) = \%0.65 + 1.41 * \%6.5 = \% 9.82$$

$\beta_i (E_M - R_f) \rightarrow$ enpresaren arrisku prima = % 9.17

$(E_M - R_f) \rightarrow$ merkatuaren arrisku prima = % 6.5

¹² MSCI (Morgan Stanley Capital International): herrialde desberdinetako akzio, bono eta hedge fundsen (arrisku handiko inbertsio fondo mota bat) indizeen hornitzaile bat da.

2.2.Kd: zorraren kostu gordina (epe eta baldintza berdineko zorrentzako merkatuko i/t).

Zorraren kostu gordina (Kd) kalkulatzeko, Volkswagen Taldeak zorra zenbatean egon den ordaintzen ikusi eta honen joera hartu da kontuan.

22. Taula: Volkswagen Group-ek, argitaratutako zorraren kostua, zerga ondoren.

Kd (1-t)	
2012	%2.6
2013	%2.6
2014	%1.6
Joera	%1.5

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak

Kd (1-t): %1.5

%1.5 ipintzearen arrazoa, urtetik urtera zorreatatik ordaintzen ari den kostua murrizten joan delako da eta gainera, kaudimena azaldu denean 2012-2014 bitartean epe laburreko kaudimen ratioak bat edo bat baino handiagoa atera denez, Volkswagen Group-ek epe laburreko zorrei erantzuteko ahalmena duela esan daiteke; baina, 2015 urtean ratioa bat baino txikiagoa denez enpresa honek epe laburreko zorrei erantzuteko arazoak izan ditzake. Hori dela eta, epe laburreko zorrei erantzuteko gaitasuna hobetzeko, epe laburreko zorren baldintzak berriz negoziatu beharko lituzke, negoziaketaren helburu nagusia kostua murriztea delarik.

Hortaz, beheko taulan KBKH zehazten duten aldagaiak jartzen dira.

23. Taula: KBKH

Besteren baliabideak	%58.39
Baliabide propioak	%41.61
Ke	% 9.82
Kd (1-t)	%1.5

Iturria: Norberak egina.

Hurrengo formulak bere kalkulua jasotzen du:

KBKH = besteren baliabideak %*k_d (1-t) + Baliabide propioak % *k_e

$KBKH = 0.5839 * 0.015 + 0.4161 * 0.0982 = \%4.96$
--

6.3. Epea

Balioespenaren epeak enpresaren KFA zehatz mehatz aurreikusi daitezkeen “n” urte jasoko ditu eta hondar-balioak, epe mugagabea.

Volkswagen Taldearen etorkizuneko proiektzioa edo inbertsio horizontea 3 urtekoa izango dela erabaki da. Alde batetik, nahiz eta gaur egungo mundu mailako ekonomia egonkortzen hasi den, 2016 urtea ez zen oso ondo hasi; 2016eko urtarrilean, Txinako ekonomiaren hazkunde handiak moteldu dira, petrolioaren prezioak geroz eta baxuagoak dira eta burtsak 2008ko datuen pareko daude. Bestetik, Volkswagen Group-ek 2015eko azken hilabeteetan, nitrogeno oxidoko (NOx) isurketak aldatzen zituen software zela eta, mundu mailako kotxeen lehen fabrikatzaile postua galdu zuen.

6.4. Kutxa Fluxu Askearen Aurreikuspenak

Kutxa fluxu askea lortzeko, hau da, epe luzeko finantza hornitzaileentzako eta akziodunentzako geratzen den zerga ondorengo ustiapeneko kutxa fluxua, hurrengo ekitaldietarako enpresaren plan estrategikoa edo aurreikuspenak behar dira.

Aurreikuspenen inguruan, galdu irabazi kontua begiratuta, aldaketa nabarmena egon da 2015 urtean; izan ere, urte honetan historikoki lehengo aldiz emaitza negatiboa izan duelako. Negatibotasun hau, batez ere, hornikuntzen gastuen hazkuntzak eta ustiapeneko gastuen hazkuntzak, ustiapeneko emaitza negatiboa izatea eragin dutelako gertatzen da. Ustiapeneko gastuen hazkuntza diesel motor trukaketen gaiarekin lotzen da. Ondorioz, azken urteko arazoa etorkizunean berriz gertatuko ez dela suposatzen denez eta izandako zailtasunak gainditu egingo dituela pentsatuz, behin behineko egoera izango dela suposatu dezakegu eta aurreikuspeneko kalkuluak egiteko 2015 urtea kontuan ez hartzea erabaki da.

2015 urtea kontuan ez hartzearen arrazoietakoa bat, Talde alemaniarrentzat 2015 urtea ahazteko urte bat izan delako da. Volkswagen Taldeak bere bezeroetan duen onarpen-maila asko jaitsi da, bezeroak Volkswagen Taldeko kotxe bat saltzeko garaian azaltzen zizkieten zehaztapen teknikoak benetan erositako kotxean ez zituztelako. Hala ere, talde alemaniarra zulotik atera da. Izan ere, FrenoMotor ibilgailuen inguruan argibideak eskaintzen duen informazio iturriak azaldu duen moduan, 2015 urteko ekaitzaren ostean ezialdia dator. Isurketen trikimailua ezabatzen duen formularen aurkikuntza dela eta, enpresa alemaniarrek jasan duen krisia ondo kudeatzen jakin du. Gainera, saldutako ibilgailu kopuruen datuak eskuetan edukirik, kontsumitzaileen konfiantza berriz lortzeko erraztasunak baditu. Datu hauekin, badirudi Volkswagenean bide egokitik jarraituko duela.

2015 urtea, ez-ohiko urte bat izan denaren seinale bat Euskal Herrian gertatu dena da, Iruñeko Landaben industrialdean kokatzen den Volkswagen lantegiak markaren beste kotxe bat ekoiztuko duela adierazi baitu. 1984tik gaur egun arte, Nafarroako lantegi

honetan Polo modelo ekoizten zen, baina 2018tik aurrea Polo modeloaren aldaera bat ere ekoiztuko da. Aldaera hau, SUV¹³ modelo berria da.

Modelo berri honen ekoizpenak, dagoeneko Landabenen ekoizten diren 250.000 Poloei, 100.000 ibilgailu gehituko die. Modelo berriak, 300 eta 500 lanpostu berri sortuko dituela estimatzen da. Gainera, Volkswagen Taldeak, Nafarroako Volkswagen lantegian sortutako eragin positiboak, Iruña inguruan kokatzen diren hornitzaileei ere eragingo die. Izan ere, Landabenen sortzen den lanpostuko, automobilgintzako industria osagarrietan 4 lanpostu sortzen dira.

Hala ere, 2015 urtean gertatutako jaitsierari buelta emateko, egin beharko duen esfortzua kontuan hartuko da. Izan ere, 2012, 2013 eta 2014 urteak oinarri bezala erabili diren arren, bertako datuetatik aurreikusi daitezkeen etorkizuneko datuak beherantz bota dira. Horrela, ondoren azaltzen diren 2016, 2017 eta 2018 urteetako aurreikuspenen datuak arinduz edo lasaitu dira.

Salmentak

Orain arte aztertutakoa kontuan hartuz, enpresaren barne analisisian azaldu den bezala, 2012-2014 bitartean enpresa honek saldutako ibilgailu kopurua handitu egin da. Hala ere, Porterren ereduaren, sektorearen hazkunde-tasa azertu denean, hurrengo urterako automobilgintza sektorearen hazkundera murriztu egingo dela aurreikusi da. 2007 eta 2014 bitartean sektoreko batez besteko urteko hazkundera %3.1koa izan zen bitartean data horretatik aurrera 2021 arte urteko hazkuntzaren batz bestekoa %2.6 izatea espero da. Jaitsiera hau, BRIC¹⁴ herrialdeen ekonomien hazkunderaren murrizketan aurkitzen da. Horrela, aipatutakoa eta diesel motor trukaketaren istiluak sortutako kalteak kontuan hartuz, 2014arekiko enpresa alemaniar honen salmentak aurreikusitako lehenengo urtean ez direla haziko eta hurrengo urteetan %0.2 eta %0.3 haziko direla pentsatzen da hurrenez hurren.

IAZAM: Interes Aurrezko eta Zerga Aurrezko Mozkina

24. Taula: Interes Aurrezko eta Zerga Aurrezko mozkina.

	2014	2013	2012
IAZAM	12.697	11.671	11.498

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak.

Ustiapeneko emaitza, egondako salmenta eta ustiapeneko gastu eta sarreraren bitartez sortzen da. Historikoki ustiapeneko emaitza handitzen joan da, nahiz eta gastuak handitu, salmenten hazkuntza handiagoa izan delako. Hala ere, 2015eko diesel motorren istiluak historikoki lehenengo aldiz ustiapeneko emaitza negatiboa izatea eragin du, ustiapeneko gastuen eta horien artean amortizazioaren pisua (balio erlatiboak) eta oinarri urtearekiko izandako aldaketa (zenbaki indizeak) garrantzitsuak

¹³ Sport Utility Vehicle: turismo eta 4 x 4ko ibilgailuen konbinaziotik ateratzen den ibilgailu modelo berri bat.

¹⁴ BRIC: Garapen bidean dauden herrialdeak, Brasil, Errusia, India, Txina eta Hego Amerika.

izan direlako. Hori dela eta, historikoki ustiapeneko emaitza batez bestez %5.15 hazi bada eta hurrengo urteetan, 2015eko jaitsieratik poliki-poliki errekueratuko dela pentsatzen denez, IAZAM aurreikusitako lehenengo urtean ez dela haziko baina hurrengo urteetan %0.1 eta %0.2 haziko dela pentsatu dezakegu.

Zerga tasa

25. Taula: Volkswagen Taldeak jasan duen zerga-tasaren kalkulua.

Zerga tasa	2014	2013	2012	Bataz Bestekoa
Mozkinen Gaineko Zerga	3.726	3.283	3.606	2.668,50
IOZOM	11.068	9.145	21.881	10.183
Zerga IOZOM	33,66%	35,90%	16,48%	20,43%

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak.

Urte batzuetan emaitzari aplikaturiko zerga-tasa oso desberdina izan da; alde batetik, 2012ko Joint Venture-ak sortutako emaitzak sarrera finantzarioak haztea ekarri zuen. Sarrera hauetako gehiengoa hobariak sortutakoak izan ziren eta 2012ko Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak azaltzen duen moduan, horien artean bi ekitaldietako Txinako joint ventureak sortutako ustiapeneko irabazietan partaidetza izan zen. Irabazi hauek Mozkinen Gaineko Zergatik salbuetsita daudenez, zerga-tasa beste urteetako parekoa den bitartean, IOZOM (Interes Ondorengo eta Zerga Ondorengo Emaita) beste urteetako baina handiago izatera eraman du. Egoera hau, datu historikoak ikusirik, behin behineko egoera batek azaltzen du.

Bestetik, Galdu Irabazi kontuan azaldu dugun moduan, 2015eko ustiapeneko gastuen hazkuntzarengatik sortutako emaitza negatiboak egoera ez ohikoak direla pentsatzen da eta ondorioz, oinarri bezala, 2013 eta 2014 urteetako datuak egonkorrenak direnez, bi urte hauetako zerga-tasaren bataz bestekoa egingo da; beti ere, pentsatuz lehen aipatu den bezala, auziari aurre egiteko gai izango dela. Ondorioz, balioespena egiteko aplikatuko den zerga-tasa 35.5%koa izango da.

26. Taula: Volkswagen Taldeak jasan duen zerga-tasaren kalkulua.

Zerga tasa	2014	2013	Bataz Bestekoa
Mozkinen Gaineko Zerga	3.726	3.283	3.505
IOZOM	11.068	9.145	10.107
Zerga IOZOM	33,66%	35,90%	34,78%

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak.

Inbertsioak Aktibo Ez Korrontean

Capex-a (Capital Expenditure), enpresa baten gaitasun edo efizientzia hobetzeko beharrezkoak diren ibilgetu berrien edo daudenak hobetzeko beharrezkoa den inbertsioa adierazten du.

2017 eta 2018 urteetako aurreikuspena egiteko, historikoki gertatu dena aztertu da.

27. Taula: Volkswagen Taldearen Capex izan duen hazkuntza.

CAPEX		Hazkuntza
2012	10.493	
2013	11.385	8,50%
2014	12.012	5,51%

Iturria: 4-traders

Horrela, urte batetik bestera enpresa baten gaitasun edo efizientzia hobetzeko beharrezkoak diren ibilgetu berrien edo daudenak hobetzeko beharrezkoa den inbertsioa handitzen joan da, baina hazkuntza moteltzen joan da. Gainera, Volkswagen Taldeak 2015eko azaroan adierazi zuen moduan (2015eko Urteko Kontuetan 168. orrian) gastu hau, batez ere, produktu berriak, erreminta berriak eta enpresaren ahalmena handitzeko aukera eman duten inbertsioa berrietara zuzenduko da. Hauen adibideak, Golf modelo berriak, Audi Q5, Poloniako lantegi berria eta MEB¹⁵ sistemak dira.

Laburbilduz, hurrengo urteetan Capex maila handitu egingo dela pentsatu dezakegu. Baina, izan duen joera ikusita, hazkuntza moteltzen joango da. Ondorioz, enpresa alemaniarraren gaitasuna edo efizientzia hobetzeko beharrezkoak diren ibilgetu berrien edo daudenak hobetzeko beharrezkoa den inbertsioa hurrengo urteetan urteko %4 haziko dela pentsatu dezakegu.

Ibilgetuaren amortizazioa

Amortizazioa aurreikusteko, lehenengo, aurreko urteetan amortizatu den zenbatekoa jakin behar da. Hori lortzeko, Ibilgetuaren amortizazio metatua eta urte bakoitzeko ibilgetu amortizazioa lortu da.

¹⁵ MEB edo plataforma elektriko kit-a: teknologia honek, kategoria ezberdinetako modelo ezberdinek gasolina, diesel edo GNC-ko motorrak (konprimatutako gas naturala) edukitzeko aukera ahalbidetuko du.

28. Taula: Volkswagen Taldearen ibilgetuaren amortizazio metatua.

Ibilgetu Ukiezin Amortizagarria		Ibilgetu Material Amortizagarria		Ibilgetu Amortizagarria Guztia
2012 metatua	70.513	2012 metatua	110.446	180.959
2013 metatua	73.481	2013 metatua	116.891	190.372
2014 metatua	76.752	2014 metatua	126.890	203.642
2015 metatua	79.699	2015 metatua	136.832	216.531

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak.

29. Taula: Volkswagen Taldearen ibilgetuaren amortizazioa.

Amortizazio zuzkidura	
2012	13.135
2013	14.686
2014	16.964
2015	19.693

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak.

Datu horiek izanda, amortizatutako ehunekoa kalkulatu da.

$$\frac{\text{Amortizazio Zuzkidura (2015)}}{\text{Ibilgetu amortizagarria (2014)}} \times 100 = \%9,09$$

$$\frac{\text{Amortizazio Zuzkidura (2014)}}{\text{Ibilgetu amortizagarria (2013)}} \times 100 = \%8,91$$

$$\frac{\text{Amortizazio Zuzkidura (2013)}}{\text{Ibilgetu amortizagarria (2012)}} \times 100 = \%8,12$$

Aurreko datuak kontuan izanda eta amortizatu den ehunekoen batez bestekoa bat egiten bada, amortizazioak batez bestez, 8,71% izango dira.

Bukatzeko, 2016, 2017 eta 2018ko amortizazio aurreikuspenak kalkulatu dira:

2016 amortizazioa	2015 ibilgetua ¹⁶ *%	18.853,64
2017 amortizazioa	(2015ibilgetua + capex16)*%	19.941,38
2018 amortizazioa	(2016ibilgetua ¹⁷ + capex 17)*%	21.147,62

¹⁶ Ibilgetuaren amortizazioaren atalean 2015eko datuak kontuan hartzearen arrazoia, ibilgetuen amortizazioa aurreko urteko datuekin lotura zuzena duelako da, hau da, X+1 urteko amortizazioa X urteko ibilgetuaren arabera izango da.

¹⁷ 2016eko ibilgetua lortzeko, 2012tik 2015era gertatu den hazkuntza kontuan hartu da eta batez bestez, urteko %6.17 handitzen dela pentsatzen da.

Inbertsioak Errotazio Fondoan

Errotazio fondoa historikoki positiboa izan du, hau da, epe luzeko finantza iturriak epe luzeko inbertsio guztiak eta epe laburreko inbertsioen zati bat estaltzeko gai izan dira, baina epe luzeko finantza iturriak garestiagoak direnez, enpresari kostu ekonomiko garrantzitsua sortzen diote. Ondorioz eta enpresaren analisi ekonomiko – finantzarioan ikusi den moduan, Volkswagen enpresa Errotazio Fondoa murrizteri ekin dio. Esandakoa datuetara pasaz, 2012tik 2013ra %52.66an egin zuen behera eta 2013tik 2014ra gertatu zen jaitsiera sakonagoa izan zen, %88.90 izan arte.

Murrizketa, nahiz eta oinarri urtearekiko aktibo korrontea handitu, pasibo korrontearen hazkuntza handiagoa izan delako gertatu da. Pasibo korrontek, 2012rekiko, 2014 urtean %23 eta berriz, aktibo korrontek %15 handitu direlako. Pasibo korrontean kontuen bilakaera ikusirik, gehien handitu den kontua epe laburreko zorrak izan dira, oinarri urtearekiko %27.25 hazkuntzarekin.

30. Taula: Volkswagen Taldearen errotazio fondoa.

Errotazio Fondoa	Datuak	Hazkuntza
2012	7.535	
2013	3.567	-52,66%
2014	396	-88,90%
BB		-70,78%

Iturria: Volkswagen Taldearen Urteko Kontuak.

Horrela, 2014ko zenbatekoaren gain, 2016ean errotazio fondoa %50 inguru murriztuko duela pentsa dezakegu, baina 2017 eta 2018 urteetan murrizketa hori motelduko dela suposatuko dugu, %40 eta %30 murriztuz hurrenez hurren.

Behin aurreikuspenak azalduta, azpiko taulan, KFA-aren kalkuluari ekingo diogu.

31. Taula: Estimatuako kutxa-fluxuen kalkulua (datuak mila €-tan).

Miloi €	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ustiapeneko sarrerak	192.676,00	197.007,00	202.458,00	213.292,00	202.458,00	202.862,92	203.471,50
IAZAM	11.498,00	11.671,00	12.697,00	-4.069,00	12.697,00	12.709,70	12.735,12
- Zergak	1.894,87	4.189,89	4.273,81	-174,97	4.507,44	4.511,94	4.520,97
Interes aurreko eta zerga ondorengo mozkina (IAZOM)	9.603,13	7.481,11	8.423,19	-3.894,03	8.189,57	8.197,75	8.214,15
+ Amortizazioak	13.135,00	14.686,00	16.964,00	19.693,00	18.853,64	19.941,38	21.147,62
Ustiapeneko Cash Flow Gordina	22.738,13	22.167,11	25.387,19	15.798,97	27.043,21	28.139,13	29.361,77
- Aktibo Ez Korrontean inbertsio garbiak	10.493,00	11.385,00	12.012,00	13.213,00	12.492,48	12.992,18	13.511,87
- Inbertsioak Errotazio Fondoan	7.535,00	3.567,00	393,00	-3.102,00	196,50	117,90	82,53
CASH FLOW ASKEA	4.710,13	7.215,11	12.982,19	5.687,97	14.354,23	15.029,05	15.767,37

Iturria: Norberak egina

Inbertsio plana, bermatu ondoren, enpresaren finantza hornitzaile guztientzako geratzen den interes aurreko eta zerga ondorengo ustiapeneko kutxa-fluxuak, 2016,2017 eta 2018an 14.354,23, 15.029,05 eta 15.767,37 dira.

Datu historikoak kontuan hartuz, 2013tik 2014ra gertatzen den aldaketa nabaria da. Aldaketa honetan gehien eragin duen faktorea, errotazio fondoaren murrizketan aurkitzen du; izan ere, aipatutako urteetan faktore honen murrizketa ia %89koa izan baita. Hau, enpresa honek epe laburreko zorrak asko handitu dituelako gertatu da. Egoera hau epe luzean mantenduz gero, enpresaren kaudimena azertu dugunean esan den bezala, Volkswagen Taldeak desoreka finantzario edo egoera ezegonkor bat izan dezake. Egoera honek, aktibo korrontek pasibo korrontek baino txikiagoak direnez, enpresak epe laburreko zorrei epe berdineko aktiboekin erantzuteko arazoak izan ditzakeela adierazten du, etorkizuneko ordainketa-etendura baten isla izateko aukera adierazten duelarik. Horregatik, errotazio fondoak hurrengo urteetan murriztuko dela suposatzen da, baina era arinago batean.

Horrela, lortu ditugun aurreikuspenak 2012 eta 2013 urteekin konparatuz aldaketa nabaria dago eta berriz, 2014 urtearekin alderatuz nahiko berdina dira.

6.5. Balioaren estimazioa

Behin KFA-ak eta KBKH estimatuta, arestian aipatutako formula aplikatuko dugu.

Hazkunde-tasa estimatzeko (g), 2016eko urtarrilean FMI-k adierazi zuen moduan, ekonomia garatuen inflazioa oso baxua denez, Banku Zentralei hazkuntza, politika monetario moldagarriak¹⁸ eginez lortzea gomendatu die. Gainera, sektorearen hazkunde tasa azaldu den moduan, hurrengo urterako automobilgintza sektorearen hazkundera murriztu egingo da, 2015 eta 2021 urteen bitartean urteko %2.6 izatea espero da.

Ondorioz, g edo n urteko kutxa-fluxuen hazkunde tasa konstantea %0.1an kokatzea espero da, nahiz eta hazkunde-tasa txikiak itxaron, ekonomiak suspertzeko gertatuko diren interes jaitsierak kontsumoa piztuko duelako.

Aipatutako guztia kontuan hartuz, enpresaren balio gordina honela kalkulatu da:

$$E.B. \text{ Gordina/Ust.} = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{KFA_j}{(1+KBKH)^j} + \frac{Hondar-Balioa_n}{(1+KBKH)^n}$$

$$E.B. \text{ Gordina/Ust.} = \frac{14.354,23}{(1+0,0496)^1} + \frac{15.029,05}{(1+0,0496)^2} + \frac{15.767,37}{(1+0,0496)^3} + \frac{15.767,37(1+0.001)}{0.0496-0.001} =$$

$$= 321.811,34 \text{ milioi } \text{€}$$

Horrela, kontabilitate Balioa, merkatuak adierazitako balioarekin bat datorrela uste dugunez, enpresaren balio garbia lortzeko, balioa gordinari epe luzeko zorren zuzendutako balioa edo kasu honetan, kontabilitate kendu eta ez ohiko aktiboak (ustiapen kanpoko aktiboak) gehitu behar zaizkio, gure kasuan, ez dago ez ohiko aktiborik.

$$E.B. \text{ Garbia/Ust.} = E.B. \text{ Gordina/Ust} - E/\text{Luzeko Zorrak (Kontabilitate Balioan)} =$$

$$= 321.811,34 \text{ milioi } - 130.314 \text{ milioi } \text{€} = 191.497,34 \text{ milioi } \text{€}$$

$$E.B. \text{ Garbia/Osoa} = E.B. \text{ Gordina/Ust} - E/\text{Luzeko Zorrak (Kontabilitate Balioan)} + \text{Ez-ohiko aktiboak}^{19} \text{ (Kontabilitate Balioan)} =$$

$$= 321.811,34 \text{ milioi } - 130.314 \text{ milioi } \text{€} + 0 = \mathbf{191.497,34 \text{ MILIOI } \text{€}}$$

¹⁸ Gaztelaniaz, Política Monetaria Acomodativa: diru-hornikuntzak eginez hazkuntza ekonomikoa suspertzea helburu duten Banku Zentralek aurrera eramaten dituzten politikak dira. Politika honen, bereizgarri nagusia, interes-tipoen jaitsieran da.

¹⁹ Ez ohiko aktiboak= ustiapen kanpoko aktiboak dira, hau da, enpresak bere jarduerara aurrera eramateko erabiltzen ez dituen aktiboak.

6.6. Sentikortasun Analisia

Formularen aplikazioak balio bakarra ematen digu. Hala ere, sentikortasun analisiaren bitartez, balio tarte bat estimatzeko aukera dugu.

Sentikortasunaren analisiarekin balioespenean errentagarritasunaren aldakortasunean eragin handiena duten aldagaiak aurki daitezke. Baina, bere mugak ditu ere: Aldagaien lehengo balioak kalkulatu behar dira eta gainera eszenatoki ezberdinak (baikorra edo ezkorra) definitu behar dira. Guzti hau egiteko egoera ez ziurrean informazioa lortzea derrigorrezkoa da.

Hori kontuan hartuz, gure aurreikuspenetan gehien eragiten duten faktoreak KBKH eta g direla esan dezakegu. Ondorioz, KBKH eta kutxa-fluxu askeen hazkunde tasa konstantea aldatuz gero, Volkswagen Taldeak izan ditzakeen balio desberdinak lortzen dira.

Ondorengo taulan, enpresarentzako estimatzen diren balioak azaltzen dira.

32. Taula: Sentikortasun analisia.

KBKH / g	%0	%0.055	%0.1	%0.3	%0.5
2%	655.959,42	677.386,95	695.841,27	789.680,93	908.544,49
4%	261.828,84	266.909,83	271.173,60	291.378,48	313.892,49
4,96%	185.559,98	188.795,57	191.497,34	204.136,54	217.909,29
6%	130.485,25	132.649,00	134.449,34	142.794,81	151.747,22
8,50%	53.254,87	54.281,10	55.130,73	59.019,72	63.130,16

Iturria: Norberak egina

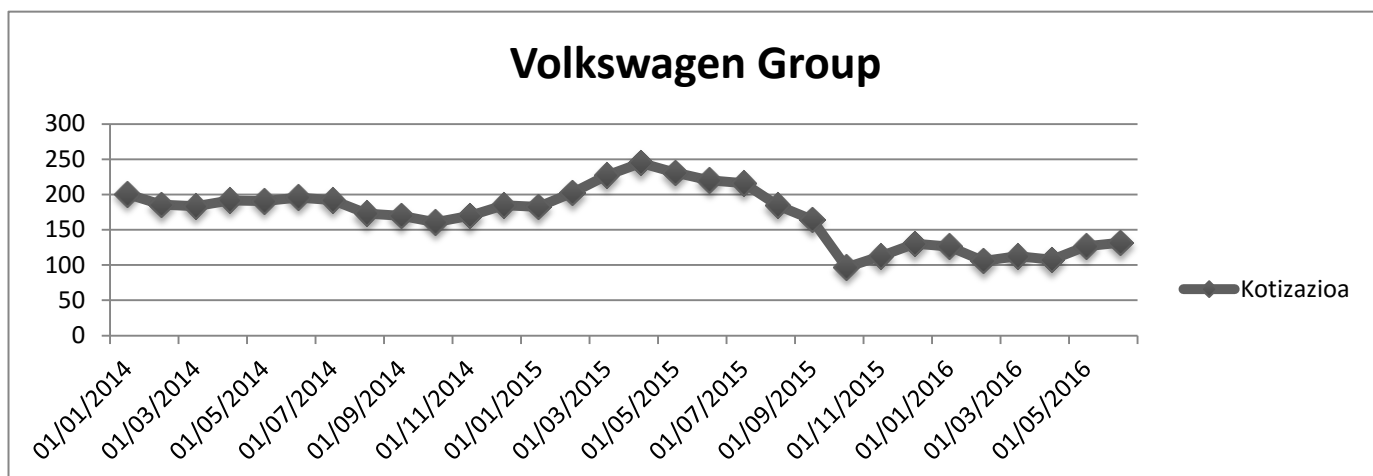
Orain arte egindako analisia eta gero, enpresaren balioa 908.544,49 eta 53.254,87 milioi € bitartekoa izango dela ondoriozta daiteke, zehazki eta lan honetan egindako estimazioen arabera, Volkswagen Group-ek batez bestez 191.497,34 milioi €-ko balioa du.

Ikusten denez, enpresa g (kutxa-fluxuen hazkunde tasa) eta KBKH aldaketei oso sentikorra da. Esaterako, egoera baikorrean ipiniz gero, hau da, deskontu-tasa edo Kapitalaren Batez besteko Kostu Haztatua txikiena eta hazkunde-tasa handiena, enpresaren balioa 908.544,49 milioi €-tara iristen da eta berriz, egoera ezkorrean ipiniz gero, hots, KBKH handiena hartuta eta hazkunde-tasarik ez duela edo nulua denean, 53.254,87 milioi €-ko balioa hartzen du.

Gainera, lortutako emaitzarekin beste zenbait kalkulu eta ondorio atera daitezke. Esaterako, lortu den balioa, gaur egun burtsan balio duenarekin konpara ditzakegu.

Volkswagen Taldeak burtsan izan duen joera ikusteko, enpresa alemaniar honek azken hilabete eta urteetan izan duen kotizazioa ikusi da. Lortutako datuak, ondoren azaltzen den grafiko batean ipini dira.

5. Irudia: Volkswagen Taldearen 2014-2016ko ekaina arte izan duen kotizazioa.



Iturria: Cinco Días

Laburbilduz, iraganean Volkswagen Taldea enpresa oso egonkorra izan zela esan daiteke. Baina, “dieselgate” kontua dela eta, bere kotizazioa 2015eko azken hilabeteetan jaistera eragin zioten. Jaitsiera hau, batez ere, marka alemaniarraren bandera-ontzi den Volkswagenek sortu zuen. Taldearen beste partaideak, jaitsiera horretatik irteten lagundu dute.

Merkatuak eta zehazki, Reuters plataformak adierazten duen Volkswagen Taldearen burtsa kapitalizazioa 57.860,86 milioi €-tan kokatzen du.

Gure estimazioen arabera, enpresaren balioa 908.544,49 eta 53.254,87 milioi €-ko tartean kokatu dugu eta berriz, merkatuak milioi 57.860,86 €-tan kokatzen du. Azken balioa hau, guk estimatutako balio matrizean, egoera ezkorrenera gerturatzen da eta ondorioz, gure estimazioak baikorregiak izan direla esan genezake.



6.7. PER-en Aplikazioa


Lehen aipatu den moduan, “Akzio baten PERak, burtsan enpresak lortzen duen mozkinarekiko, merkatuak zenbat euro ordaintzen dituen adierazten du. (...). Horrela PER ratioak, merkatuaren magnitude bat, kotizazioa adibidez; kontabilitateko beste kontzeptu batekin lortzen du, mozkinak” (Fernández P. 2005).

Ratio hau, nahiz eta herrialde ezberdinetan dauden kontabilitate metodo ezberdinak kontuan ez hartu, burtsan oso erabilia da eta gainera, sektoreko enprekin konparaketa egiteko erabilgarria da.

PER-aren balioa kalkulatzeko, guk ondorengo formularen bitartez kalkulatu dugu.

Akzioen balioa = PER x Mozkina


 Formula garatuz  $PER = \frac{\text{Akzioen Balioa}}{\text{Mozkin}}$



$$PER^{20} = \frac{\text{Errendimendu Balioa}}{IOZOM} = \frac{191.497,34}{11068} = 17.30$$

PER ratioaren irakurketa, likideziaren irizpidearen bitartez edo erabiliago dena, irizpide ekonomikotik egin daiteke. Alde batetik, mozkin guztiak dibidendu gisa banatuko balitu, likideziaren irizpidearen arabera, Volkswagen Taldearen akziodun batek bere inbertsioa berreskuratzeko behar duen urte kopurua adieraziko luke; gure estimazioen arabera, 17.30 urte lirateke. Bestetik, irizpide ekonomikoaren arabera, enpresa alemaniarrentzako estimatutako balioak bere mozkina 17.30 aldiz barneratzen duela adierazten du.

Irakurketa osoago bat lortzeko, sektorearen PER erlatiboa erabiltzen da. *“Enpresa bakoitzaren PER sektoreko batez besteko PER-arekin alderatzen badugu, sektorearekiko primarekin edo deskontuarekin zeintzuk akzio ari diren kotizatzen ikusten dugu”* (UPV/EHUko Finantza Ekonomia II Sailak Enpresen Balorazioa 2014/2015).

Volkswagen Taldea, ibilgailuen fabrikatzaileen sektorean kokatzen denez, sektore honetako batez besteko PER-a lortu behar da. Hau, Reuters plataforman bilatuz, 27.24koa duela azaltzen da.

$$\text{Sektorearekiko PER erlatiboa} = \frac{PER \text{ enpresa}}{PER \text{ sektorearen batez bestekoa}} = \frac{17.30}{27.24} = 0.64$$

Emaitza kontuan hartuz, sektorearekiko PER erlatiboa 1 baino txikiagoa denez, Volkswagen Taldea merkeagoa dela pentsatu dezakegu, hau da, merkatuak uste du enpresa alemaniar honen etorkizuna txarragoa edo batez bestekoak baino hazkunde makalagoa edukiko duela estimatzen da.

²⁰ PER estimatua izango da. Izan ere, PER-a kalkulatzeko erabiltzen dugun Errendimendu Balioa gure estimazioen arabera lortutakoa da.

7. ONDORIOAK

Lan honen bitartez, Volkswagen Taldearen balioaren estimazioa lortzeko, Kutxa Fluxu Askearen metodoa aplikatu eta PER ratioa kalkulatu dira. Egindako estimazioen arabera, enpresa alemaniar honen batez besteko balioa 191.497,34 milioi €-tan kokatzen da eta PER metodoan egindako estimazioen arabera, enpresaren balioa 17.30-koa da.

Estimatutako balioa lortu baino lehen, AMIA analisía eginez, sektoreko enpresek zer aukera eta zer mehatxu izan dezaketen aurkitzeko aukera izan da. Era berean, barneko ikuspegi batetik, enpresa batek inguruko enpresekiko dituen indargune edo ahuleziak identifikatu dira eta bi kasuetan, faktore positiboak (aukerak eta indarguneak) negatiboak (mehatxuak eta ahuleziak) baino handiagoak izan dira. Ondorioz, ahal den moduan, ahuleziak txikitzeko eta mehatxuak murrizteko martxan neurri ezberdinak jarri beharko ditu eta hau, ahulezien kasuan ahal den azkarren izan beharko luke. Izan ere, gure analisiaren ondorioz, 2015 urteko software aldaketa ahulezi bakar gisa suertatu baita, baina ahulezi hori inoiz baino buru hauste handienak sortu dizkio. Ahulezi hau, Egoera Balantze eta Galdu Irabazi kontuan argi eta garbi ikus daitezke.

Balantzea eta Galdu Irabazi kontua aztertuz, ikusi daiteke, 2012tik 2014 arte enpresa hazi egin zela, bere ondare masak handitu egin baitziren. Gainera, urte hauekin lotutako, errentagarritasun ekonomiko nahiz finantzarioa positiboak eta kaudimen maila egokiak izan ziren. Baina, 2015an egoera erabat aldatu egiten da eta errotazio fondoa ere, lehengo aldiz, negatiboa izan da. Horrela, motor trukaketaren istiluak bortizki eragin diola esan genezake.

Geroago, Kutxa Fluxu Askearen metodoaren bitartez eta sentikortasun analisía egin eta gero, egindako estimazioen arabera enpresaren balioa 908.544,49 eta 53.254,87 milioi €-ko tartean kokatu dugu eta berriz, burtsa kapitalizazioak 57.860,86 milioi €-tan kokatzen du. Azken balioa hau, guk estimatutako balio matrizean, egoera ezkorrenera edo balio minimora gerturatzen dela ikusi dezakegu, hau da, gure estimazioak baikorregiak izan direla ondorioztatu dezakegu.

Merkatua ezkorragoa dela azaltzen duen beste faktore bat, sektorearen PER erlatiboaren kalkuluaren irakurketak eman du. Izan ere, estimatutako PER-a sektoreko batez besteko PER-arekin alderatu denean, estimatutako Volkswagen Taldearen PER-a sektoreko batez besteko PER-a baino txikiagoa izan da. Ondorioz, merkatuak enpresaren etorkizuna sektoreko batez bestekoak baino txarragoa izango dela estimatzen dela esan nahi du, hots, merkatuak aztertu dugun enpresaren etorkizuna negatiboa iragartzen du.

Publikoa den informazioa soilik edukiz, lan honetan teoriaren aplikazioa bat egitea ekartzen du eta ez balio zehatz bat lortzea. Hori dela eta, gure estimazioekin alderatuz merkatuaren ezkortasuna edo gure enpresaren inguruan merkatuak dituen ingurukapen txarrak lan honek izan dituen mugetan aurkitu ditzakegu; merkatuak, ezkorra izateko, eskuragarri dugun informaziotik kanpo dagoen faktore bat identifikatzen duelako.

8. BIBLIOGRAFIA

Alix Partners. (2015). *The Worldwide Automotive Growth Is Slowing Down, Particularly in the BRICS. At the Same Time, the Industry Face Huge Technological Challenges*. C.A.S.E. <http://www.alixpartners.com/en/MediaCenter/PressReleases/tabid/821/articleType/ArticleView/articleId/1690/The-Worldwide-Automotive-Growth-Is-Slowing-Down-Particularly-in-the-BRICS-At-the-Same-Time-the-Industry-Face-Huge-Technological-Challenges-CASE.aspx#sthash.bVZlhF6h.dpbs> helbidean eskuratuta.

Torre Gallegos A. de la eta Jiménez Naharro F.. (2014). *Valoración de empresas y análisis bursátil*. Sevilla: Universidad de Sevilla.

Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA). (2010). *El análisis contable del rendimiento y la valoración de empresas: actividades financieras y operativas*. AECA. Madrid.

Asociación Española de Fabricantes de Equipos y Componentes para Automoción. (Eskuratze data: 2016). *Agentes del Sector Automoción*. <http://www.sernauto.es/es/sector-automocion/agentes-del-sector-automocion> helbidean eskuratuta.

Automovil Plus. (2015). *Nueva inversión de Volkswagen en plataforma modular eléctrica MEB*. <http://www.automovilplus.com/nuevo-inversion-de-volkswagen-en-plataforma-modular-eletrica-meb/> helbidean eskuratuta.

Boletín Económico. (2013). *La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis*. Banco de España. Madril.

Maurer A., Dietz F. eta Lang N. (2004). *Beyond Cost Reduction Reinventing the Automotive OEM-Supplier Interface*. The Boston Consulting Group. Boston.

Comisión Nacional de los mercados y la competencia. (2015). *La CNMC multa con 171 millones de euros a veintiuna empresas fabricantes y distribuidoras de marcas de automóviles en España y a dos empresas consultoras por prácticas restrictivas de la competencia*. CNMC. Madril.

Porter, M.E. (1980). *Competitive Strategy*. United States of America. New York.

Economía industrial. (2005). *Reinventando la relación entre fabricantes y proveedores de automoción*. <http://www.minetur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/358/2Pags.%2051%20a%20la%2064%20E%20INDUST-358.pdf> helbidean eskuratuta.

El País. (2016). *Toyota conserva el cetro de primer fabricante mundial de vehículos*. http://economia.elpais.com/economia/2016/01/27/actualidad/1453887832_151184.html helbidean eskuratuta.

Estrategias de inversión. (2015). *Volkswagen se dispara pese entrar en pérdidas en el tercer trimestre*. <http://www.estrategiasdeinversion.com/invertir-corto/analisis/volkswagen-dispara-pese-entrar-perdidas-tercer-trimestre-294588> helbidean eskuratuta.

European Automobile Manufacturers Association. (2015). *Economic and Market Report - Quarter 3 2015*. Belgika: Brusela.

European Automobile Manufacturers Association. (2015). *The Automobile Industry: The Engine of Europe*. Belgika: Brusela

European Commission. (2010). *Consejo Medio Ambiente, nota de prensa*. http://europa.eu/rapid/press-release_PRES-10-354_es.htm helbidean eskuratuta.

European Commission Directorate-General for Employment, Social Affairs and inclusion. (2010). *Estrategias para una movilidad sostenible en los desplazamientos en Europa*. [http://www.fsc.ccoo.es/comunes/recursos/99922/doc80650_Projec E-Cosmos. Estrategias para una movilidad sostenible en los desplazamientos en Europa.pdf](http://www.fsc.ccoo.es/comunes/recursos/99922/doc80650_Projec_E-Cosmos_Estrategias_para_una_movilidad_sostenible_en_los_desplazamientos_en_Europa.pdf) helbidean eskuratuta.

Fernández, P. (3. Ed., 2005): *Valoración de Empresas*, Ed. Gestión 2000, Bartzelona.

Finantza Ekonomia II Saila – EHU/UPV (2014/2015) Enpresen Balorazioa. Donostiako Ekonomia eta Enpresa Fakultatea.

Finantza Ekonomia II Saila – EHU/UPV (2014/2015) Finantza Zuzendaritza: Inbertsioak. Donostiako Ekonomia eta Enpresa Fakultatea.

4-traders. (2016). *Annual Income Statement Data*. <http://www.4-traders.com/VOLKSWAGEN-AG-436737/financials/> helbidean eskuratuta.

Freno Motor. (2016). *¿Alguien dijo crisis en Volkswagen? Rompe las estadísticas de ventas en 2015*. <http://frenomotor.com/actualidad/crisis-volkswagen-ventas-2015> helbidean eskuratuta.

Jimenez Carracedo M. (2015). *El cliente como centro de la estrategia*. Renting.

Kallstrom H. (2015). *Why growth shifted in the global automotive industry*. Market Realist.

Kallstrom H. (2015). (2015). *Raw materials – the biggest cost driver in the auto industry*. Market Realist.

La Vanguardia. (2015). *INTERACTIVO: La evolución del PIB en las principales economías del mundo (1980-2020)*. <http://www.lavanguardia.com/vangdata/20150416/54429955070/la-evolucion-del-pib-en-las-principales-economias-del-mundo.html> helbidean eskuratuta.

MSCI. (2013). *MSCI Risk Premia Indices*.
[https://www.msci.com/resources/factsheets/MSCI Risk Premia Indices.pdf](https://www.msci.com/resources/factsheets/MSCI_Risk_Premia_Indices.pdf)
helbidean eskuratuta.

PR Log. (2010). *Power Discretes Market to 2020*. <https://www.prlog.org/10935371-gbi-power-discretes-market-to-2020-on-reports-researchcom.html> helbidean eskuratuta.

Puro Marketing. (2014). *Google publica un estudio sobre el comportamiento online de los compradores de vehículos*. <http://www.puromarketing.com/53/17988/publica-estudio-sobre-comportamiento-online-compradores-vehiculos.html> helbidean eskuratuta.

PWC. (2016). *Auto industry solutions*. <http://www.pwc.es/es/automocion/soluciones-automocion.html> helbidean eskuratuta.

Reuters. (Eskuratze data: 2016). *Volkswagen AG*.
http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=VOWG_p.DE helbidean eskuratuta.

Reuters. (2014). *Ford shuts doors of Belgium's Genk plant*.
<http://www.reuters.com/article/us-ford-motor-belgium-idUSKBN0JW1I020141218>
helbidean eskuratuta.

SERAUTO. (Eskuratze data: 2016). *Agentes del Sector Automoción*.
<http://www.sernauto.es/es/sector-automocion/agentes-del-sector-automocion>
helbidean eskuratuta.

SETRAM, Operador Logístico Multimodal Automoción. (2015). *Optimismo: Crecimiento del 5,7% en la matriculación de vehículos en Europa*.
<http://setramoperadorlogisticomultimodal.com/2015/01/19/optimismo-crecimiento-del-57-en-la-matriculacion-de-vehiculos-en-europa/> helbidean eskuratuta.

Sonntag and Partner. (2011). *Sistema Tributario, normas de contabilidad y presentación de estados financieros en Alemania*.
http://www.ahk.es/fileadmin/ahk_spanien/news_bilder_und_dokumente/actualidad_juridica/Sistema_tributario_Alemania_SuP_110621.pdf helbidean eskuratuta.

Galé S. (2014). *La industria del automóvil y las patentes: particularidades en un sector competitivo*. Universidad de Barcelona. Bartzelona.

9. ERANSKINA:

Egoera Balantzea (Milioi €)	2015	2014	2013	2012
AKTIBO EZ KORRONTEA				
Ibilgetu Ukiezina	94.320	87.520	81.502	79.146
Ibilgetu materiala	50.675	46.654	42.816	39.857
Epe Luzeko Finantza - Inbertsioak	83.528	80.054	72.202	69.618
Zerga Geroratuen Aktiboak	8.026	5.878	5.622	7.836
	236.548	220.106	202.141	196.457
AKTIBO KORRONTEA				
Izakinak	35.048	31.466	28.653	28.674
Merkataritza zordunak eta kobratzeko bestelako kontuak	89.466	80.514	70.361	65.899
Diruzaintza eta bestelako aktibo likido baliokideak	20.871	19.123	23.178	18.488
	145.387	131.102	122.192	113.061
AKTIBO TOTALA	381.935	351.209	324.333	309.518
ONDARE GARBIA				
Kapitala	1.283	1.218	1.191	1.191
Erreserbak	79.216	83.732	84.540	76.491
Bestelako Ondare-tresnak	95.830	95.230	92.041	81.995
	88.270	90.189	90.037	81.995
PASIBO EZ KORRONTEA				
Epe Luzeko Hornidurak	56.645	48.931	39.429	42.272
Epe Luzeko Zorrak	84.098	76.608	68.349	70.675
Zerga Geroratutako Pasiboak	4.433	4.774	7.894	9.050
	145.175	130.314	115.672	121.996
PASIBO KORRONTEA				
Epe laburreko Hornidurak	27.089	19.866	21.229	18.423
Epe Laburreko Zorrak	121.400	110.839	97.397	87.102
	148.489	130.706	118.625	105.526
ONDARE GARBI ETA PASIBO TOTALA	381.935	351.209	324.333	309.518

Galdu Irabazi Kontua (Milioi €)	2015	2014	2013	2012
NEGOZIO ZIFREN ZENBATEKO GARBIA	213.292	202.458	197.007	192.676
Hornikuntzak	-179.382	-165.934	-161.407	-157.522
IRABAZI GORDINA	33.911	36.524	35.600	35.154
Ustiapeneko Sarrerak	12.905	10.298	9.956	10.484
Ustiapeneko Gastuak (Amortizazio izan ezik)	-31.190	-17.161	-19.200	-21.005
Amortizazioa	-19.693	-16.964	-14.686	-13.135
USTIAPENeko EMAITZA	-4.069	12.697	11.671	11.498
Sarrera Finantzarioak	5.160	4.755	3.123	16.535
Gastu Finantzarioak	-2.393	-2.658	-2.366	-2.546
EMAITZA FINANTZARIOA	2.767	2.097	757	13.989
ZERGA AURRETIKO EMAITZA	-1.301	14.794	12.428	25.487
Mozkinen gaineko zerga	-59	-3.726	-3.283	-3.606
ZERGA ONDORENGO EMAITZA	-1.361	11.068	9.145	21.881

