



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Finanzas

Curso 2015 / 2016

VALORACIÓN DE ENTIDADES ASEGURADORAS QUE COTIZAN EN BOLSA

VALUATION OF PUBLICLY TRADED INSURANCE COMPANIES

Realizado por la alumna: María González Díez

Tutelado por la profesora: Dra. D^a María Teresa Tascón Fernández

León, a 21 de septiembre de 2016

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	9
2. ENTORNO MACROECONÓMICO	12
2.1. PIB	13
2.2. BALANZA DE PAGOS	16
2.3. TIPOS DE INTERÉS.....	19
2.4. TASAS DE INFLACIÓN	20
2.5. SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR	22
2.6. TASAS DE DESEMPLEO	24
3. ENTORNO SECTORIAL.....	26
3.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR.....	27
3.2. VARIABLES SOCIO - ECONÓMICAS.....	32
3.2.1. POBLACIÓN	32
3.2.2. AUTOMÓVIL.....	33
3.2.3. VIVIENDA	35
3.3. REGULACIÓN	37
4. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS	39
4.1. MAPFRE.....	39
4.2. CATALANA OCCIDENTE	41
5. ANÁLISIS.....	44
5.1. CRECIMIENTOS.....	44
5.1.1. EBIT Y EBITDA.....	47
5.1.2. INGRESOS DE EXPLOTACIÓN	48
5.1.3. FONDOS PROPIOS	49
5.1.4. RESULTADO DEL EJERCICIO.....	50

5.1.5.	TOTAL ACTIVO	51
5.1.6.	COTIZACIONES	52
5.1.7.	DIVIDENDOS	54
5.2.	RATIOS	56
5.2.1.	ROE (RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS)	57
5.2.2.	ENDEUDAMIENTO.....	58
5.2.3.	RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES	60
5.2.4.	TASA EFECTIVA DE IMPUESTOS	61
5.2.5.	INGRESOS RECURRENTE POR EMPLEADO.....	62
6.	CONCLUSIONES.....	64
7.	BIBLIOGRAFÍA.....	67
8.	ANEXOS	72

GRÁFICOS

<i>Gráfico 2.1. Producto Interior Bruto a precios de mercado.....</i>	<i>14</i>
<i>Gráfico 2.2. Primas brutas devengadas de seguros en España entre el PIB a precios de mercado.....</i>	<i>15</i>
<i>Gráfico 2.3. Saldos de la Balanza de Pagos</i>	<i>17</i>
<i>Gráfico 2.4. Balanza de pagos de los seguros</i>	<i>18</i>
<i>Gráfico 2.5. Tipos de interés legales</i>	<i>19</i>
<i>Gráfico 2.6. Medias anuales del IPC en España.....</i>	<i>20</i>
<i>Gráfico 2.7. Distribución porcentual del gasto en España.....</i>	<i>22</i>
<i>Gráfico 2.8. Tipos de seguros por los que los españoles están dispuestos a pagar más</i>	<i>23</i>
<i>Gráfico 2.9. Características que más valoran los españoles de un seguro</i>	<i>24</i>
<i>Gráfico 2.10. Número de parados en España (en miles de personas)</i>	<i>24</i>
<i>Gráfico 2.11. Empleo en el sector asegurador.....</i>	<i>25</i>
<i>Gráfico 3.1. Registro administrativo de entidades aseguradoras.....</i>	<i>27</i>
<i>Gráfico 3.2. Distribución de las entidades aseguradoras en España según su forma jurídica</i>	<i>28</i>
<i>Gráfico 3.3. Composición del sector asegurador español.....</i>	<i>29</i>
<i>Gráfico 3.4. Primas brutas devengadas por la economía española.....</i>	<i>30</i>
<i>Gráfico 3.5. Gasto medio por hogar en seguros</i>	<i>31</i>
<i>Gráfico 3.6. Población española</i>	<i>32</i>
<i>Gráfico 3.7. Primas brutas de seguros por habitante</i>	<i>33</i>
<i>Gráfico 3.8. Relación entre el número de automóviles y las primas que se devengan en España.....</i>	<i>34</i>
<i>Gráfico 3.9. Número de accidentes con víctimas en España</i>	<i>35</i>
<i>Gráfico 3.10. Tasaciones. Precio m2 libre nuevo Notarios y Registradores. Índice hedónico nuevo y viviendas promovidas. España 1997 - 2011.....</i>	<i>36</i>
<i>Gráfico 5.1. EBIT.....</i>	<i>47</i>
<i>Gráfico 5.2. EBITDA</i>	<i>48</i>
<i>Gráfico 5.3. Ingresos de explotación.....</i>	<i>48</i>
<i>Gráfico 5.4. Fondos propios</i>	<i>49</i>
<i>Gráfico 5.5. Resultado del ejercicio</i>	<i>50</i>

<i>Gráfico 5.6. Total activo</i>	<i>51</i>
<i>Gráfico 5.7. Cotizaciones de Mapfre</i>	<i>52</i>
<i>Gráfico 5.8. Cotizaciones de Catalana Occidente</i>	<i>53</i>
<i>Gráfico 5.9. Dividendos</i>	<i>55</i>
<i>5.10. Relación entre el importe de los dividendos y el valor nominal de las acciones ..</i>	<i>56</i>
<i>Gráfico 5.11. ROE</i>	<i>57</i>
<i>Gráfico 5.12. Endeudamiento.....</i>	<i>59</i>
<i>Gráfico 5.13. Rendimiento de las inversiones.....</i>	<i>61</i>
<i>Gráfico 5.14. Tasa efectiva de impuestos</i>	<i>62</i>
<i>Gráfico 5.15. Ingresos recurrentes por empleado.....</i>	<i>63</i>

TABLAS

<i>Tabla 2.1. Producto Interior Bruto en España 1995-2014.....</i>	<i>13</i>
<i>Tabla 2.2. Variación de las medias anuales del IPC.....</i>	<i>21</i>
<i>Tabla 5.1. Estadísticos (en miles de euros).....</i>	<i>46</i>

ILUSTRACIONES

<i>Ilustración 2.1. Composición de la Balanza de Pagos</i>	<i>16</i>
<i>Ilustración 4.1. Historia de Mapfre</i>	<i>40</i>
<i>Ilustración 4.2. Historia de Catalana Occidente.....</i>	<i>42</i>

ANEXOS

<i>Anexo 8. Datos Gráfico 2.2.....</i>	<i>72</i>
<i>Anexo 8.2. Datos Gráfico 2.3</i>	<i>72</i>
<i>Anexo 8.3. Datos Gráfico 2.4.....</i>	<i>73</i>
<i>Anexo 8.4. Datos Gráfico 2.5</i>	<i>74</i>
<i>Anexo 8.5. Datos Gráfico 2.6.....</i>	<i>75</i>
<i>Anexo 8.6. Datos Gráfico 2.7.....</i>	<i>75</i>

<i>Anexo 8.7. Datos Gráfico 3.1</i>	76
<i>Anexo 8.8. Datos Gráfico 3.2</i>	76
<i>Anexo 8.9. Datos Gráfico 3.3</i>	77
<i>Anexo 8.10. Datos Gráfico 3.4</i>	77
<i>Anexo 8.11. Datos Gráfico 3.5</i>	78
<i>Anexo 8.12. Datos Gráfico 3.6</i>	78
<i>Anexo 8.13. Datos Gráfico 3.7</i>	79
<i>Anexo 8.14. Datos Gráfico 3.8</i>	79
<i>Anexo 8.15. Datos Gráfico 5.9</i>	80
<i>Anexo 8.16. Datos Gráfico 5.10</i>	80
<i>Anexo 8.17. Datos Gráfico 5.11</i>	81
<i>Anexo 8.18. Datos Gráfico 5.12</i>	81
<i>Anexo 8.19. Datos Gráfico 5.13</i>	82
<i>Anexo 8.20. Datos Gráfico 5.14</i>	82

SIGLAS

BCE: Banco Central Europeo.

BE: Banco de España.

BM: Bolsa de Madrid.

BOE: Boletín Oficial del Estado.

CEIOPS: Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación.

CIIF: Centro Internacional de Formación Financiera.

DGSFP: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

DGT: Dirección General de Tráfico.

EFF: Encuesta Financiera de las Familias.

EPA: Encuesta de Población Activa.

IAIS: *International Association of Insurance Supervisors.*

IASB: *International Accounting Standards Board.*

ICEA: Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones.

IESE: Instituto de Estudios Superiores de Empresa.

IGBM: Índice General de la Bolsa de Madrid.

INE: Instituto Nacional de Estadística.

IPC: Índice de Precios al Consumo.

OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico.

PIB: Producto Interior Bruto.

PIB P.M.: Producto Interior Bruto a Precios de Mercado.

SA: Sociedad Anónima.

UE: Unión Europea.

UNESPA: Asociación Empresarial del Seguro / Unión Española de Entidades Aseguradoras y Reaseguradoras.

RESUMEN

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades muy importantes en el sistema financiero español, donde el sector asegurador ha resistido mejor que el resto de entidades financieras. Debido a la importancia que ha cobrado el sector asegurador en los últimos años, se ha realizado un estudio sobre su evolución, comparando éste con la evolución de las dos únicas entidades aseguradoras españolas que cotizan en Bolsa, intentando así conocer las claves de su éxito. Dicho estudio no ha sido una tarea sencilla, debido a la dificultad para valorar empresas aseguradoras, ya que existen grandes diferencias con el resto de entidades financieras y no existe un gran número de estudios profesionales sobre ello. A partir de la comparación de las aseguradoras y el sector, se concluye que el sector ha superado este periodo de crisis debido a las características que le diferencian del resto. En particular, las empresas lo han superado con mayor internacionalización y adaptación a las necesidades de sus clientes.

Palabras clave

Valoración de empresas aseguradoras, factores macroeconómicos, análisis de ratios.

ABSTRACT

The financial crisis has shown important weaknesses in the Spanish financial system, where the insurance industry has resisted better than the other financial institutions. Because of the importance that has reached the insurance sector in the recent years, a study of its evolution is made, comparing it with the evolution of the only two Spanish insurance companies publicly traded, so trying to find the keys to its success. This study has not been an easy task, due to the difficulty in assessing insurance companies, as there are big differences with other financial institutions and there is not a large number of professional studies about it. From the comparison of the insurance companies and the industry, it is concluded that the sector has overcome this period of crisis due to its differential characteristics. In particular, the companies have got over the crisis through more internationalization and adaptation to the needs of their customers.

Key words

Valuation of insurance companies, macroeconomic factors, ratio analysis.

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo estudia la situación del sector asegurador en la última década aproximadamente. La importancia del mismo radica en el gran papel que desempeña dicho sector en la economía debido a la naturaleza de su actividad.

Esta importancia se ha puesto de manifiesto durante la crisis que ha sufrido España en los últimos años. A pesar de que este sector no ha sido uno de los más afectados por la crisis económica y financiera, se ha replanteado su regulación, imponiendo ahora una nueva normativa que representa un gran reto a superar.

La clave de éxito del sector asegurador a la hora de superar la crisis ha sido su comportamiento diferente al de cualquier otro sector. Esto se debe a su manera de protegerse ante las adversidades, ya que:

- es un sector anticíclico, lo que le da una mayor estabilidad ante los cambios económicos;
- es un sector con una gran liquidez, ya que las compañías cobran por adelantado el servicio;
- es un sector prudente en la realización de sus inversiones;
- es un sector solvente, debido a los grandes porcentajes de reservas que acumula (Fundación MAPFRE, 2009).

Para la realización del estudio, debemos analizar al sector diferenciado dos etapas: una etapa de crecimiento y otra de crisis, con el fin de analizar el impacto que ha tenido la crisis en las aseguradoras.

El objetivo principal de este estudio es comparar las dos únicas aseguradoras españolas que cotizan en Bolsa y obtener información sobre las claves de su éxito. Además de lo anterior y para llegar a dicho objetivo hay que describir el sector asegurador y analizar la información económico-financiera, tanto de las empresas en estudio como del sector en general.

El trabajo se estructura de forma que partimos del entorno más general hasta llegar al más específico, es decir, en primer lugar se hará un estudio del entorno

macroeconómico, analizando la situación española, ya que es donde las empresas desarrollan su actividad principalmente. Seguidamente, nos centraremos en el sector en el que operan, donde observaremos la evolución que ha tenido el mismo, así como las principales variables por las que se ve afectado y la regulación a la que está sometido. Posteriormente estudiaremos brevemente las principales características tanto de Mapfre como de Catalana Occidente. Por último, se realizará una comparativa entre las empresas y con el sector. Para ello, analizaremos las principales partidas contables y realizaremos un análisis de ratios, a fin de conocer cómo ha sido la evolución de las partidas y la relación entre las mismas.

Entre las conclusiones destacan cuáles han sido las claves de éxito tanto de las aseguradoras en estudio, como del sector en general. Por un lado, el sector fija su éxito en las características específicas de su negocio, Y por el otro, y de manera particular las empresas se han decantado por la internacionalización y la adaptación a las necesidades de los consumidores.

2. ENTORNO MACROECONÓMICO

En este apartado se va a explicar la situación del sector asegurador en la economía. Para ello, se utilizarán datos macroeconómicos como son el PIB, la Balanza de Pagos y los tipos de interés, entre otros.

En estos últimos años España se ha visto inmersa en una crisis, tanto económica como financiera, donde el sector asegurador ha destacado entre otros por haberla superado de la mejor forma posible.

Dentro de este periodo de inestabilidad, y a pesar de ser uno de los sectores menos castigados, la demanda de seguros se ha visto afectada y es que, según Montijano (2001), un desfavorable marco económico, con elevada inflación incide desfavorablemente en el proceso de ahorro, reduciendo el poder de compra y repercutiendo en el rescate de los capitales asegurados. Por el lado contrario, si nos encontramos en una etapa de desarrollo de la actividad económica y una elevación del nivel de vida, se crea una mayor necesidad de cobertura. Además de esto, las compañías también han tenido que luchar en un entorno de elevada competencia, lo cual afecta directamente al volumen de primas.

Lo anteriormente comentado se ve reforzado en el artículo de Albarrán (2008), donde nos explica como la demanda de seguros es menor en épocas restrictivas y mayor con políticas expansivas, sobre todo en los seguros con grandes componentes de ahorro (Albarrán Lozano, 2008).

Todo lo anterior lo podemos resumir explicando el ciclo general que sigue el sector asegurador. Éste obtiene resultados inferiores a otros sectores en épocas de desarrollo económico, pero cuando entramos en periodos de crisis resiste mejor su impacto y esto es debido a su proceso productivo inverso. Este proceso, consiste en el cobro por parte de la aseguradora del servicio antes de que se produzca el gasto en la misma (TATUM, 2009).

2.1. PIB

El PIB es el valor monetario de todos los bienes y servicios finales producidos por un país en un periodo de tiempo determinado, generalmente un año. Ya que la producción de un país es muy importante para conocer su situación, vamos a recoger a continuación la evolución del PIB en España en las últimas dos décadas.

Tabla 2.1. Producto Interior Bruto en España 1995-2014

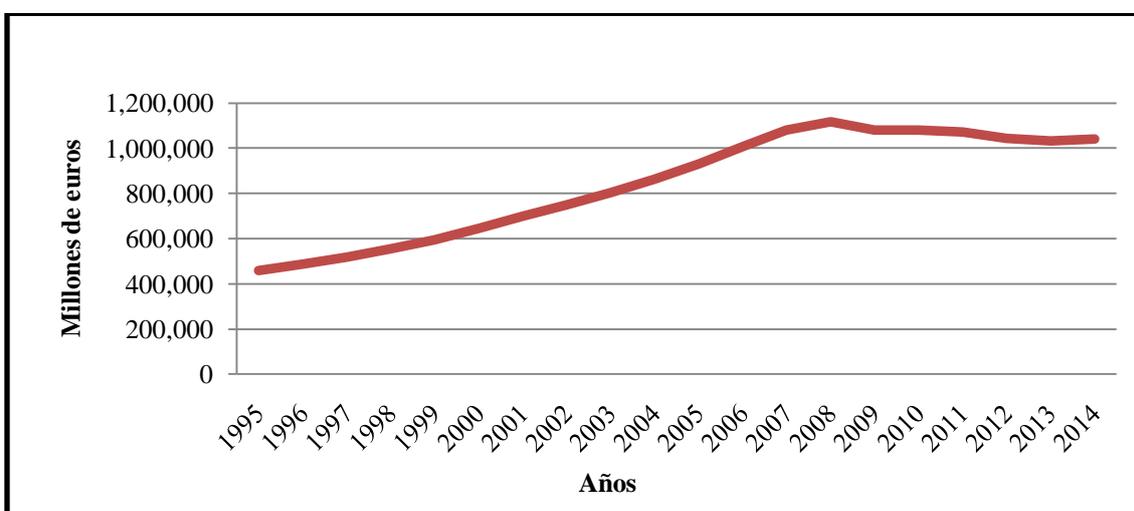
AÑOS	PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO (millones de euros)	TASAS DE VARIACION
1995	459,337	
1996	487,992	6.24%
1997	518,049	6.16%
1998	554,042	6.95%
1999	594,316	7.27%
2000	646,250	8.74%
2001	699,528	8.24%
2002	749,288	7.11%
2003	803,472	7.23%
2004	861,420	7.21%
2005	930,566	8.03%
2006	1,007,974	8.32%
2007	1,080,807	7.23%
2008	1,116,207	3.28%
2009	1,079,034	-3.33%
2010	1,080,913	0.17%
2011	1,070,413	-0.97%
2012	1,042,872	-2.57%
2013	1,031,272	-1.11%
2014	1,041,160	0.96%

Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

La economía española ha crecido a un ritmo de entre un 6 y un 8 % en el periodo que va desde 1995 a 2008. En este periodo se pueden ver dos claros momentos de máximas subidas en los periodos 2000-2001 y 2005-2006. Tras años de crecimiento sostenido, estalla la crisis en España y en el año 2008 el Producto Interior Bruto cae de manera brusca, incluso llegando en los siguientes años a crecimientos negativos, lo que ha supuesto una bajada en el nivel de producción español, como se puede ver en la Tabla 2.1.

A continuación, con los datos de la Tabla 2.1. Producto Interior Bruto vamos a representar gráficamente la evolución del PIB en España para ver la tendencia que ha tenido. En el Gráfico 2.1 podemos ver cómo el PIB en estos últimos años está estancado, presentando una línea casi paralela al eje, aunque por la cifra que arroja el último año los expertos auguran un crecimiento en los próximos años.

Gráfico 2.1. Producto Interior Bruto a precios de mercado

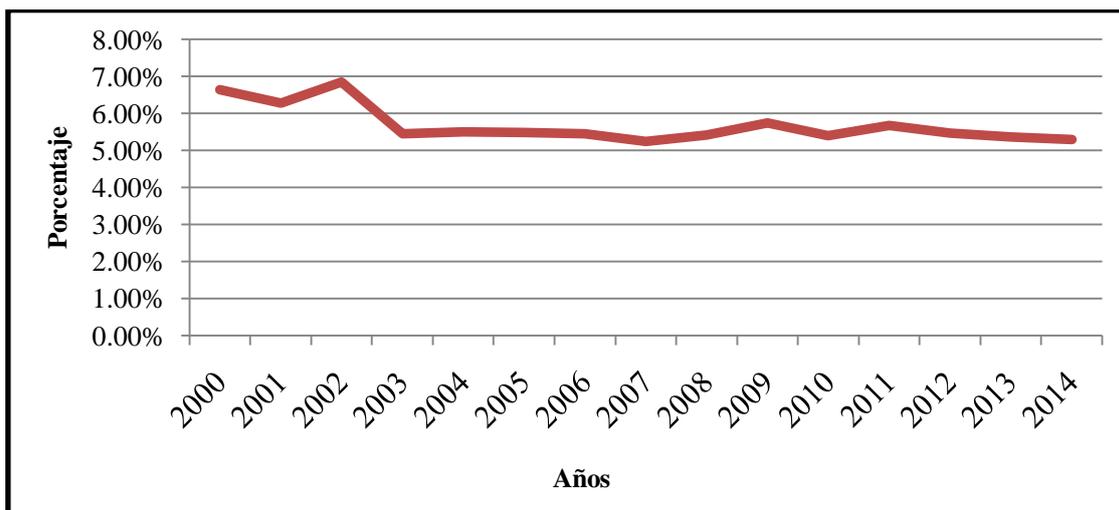


Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del INE.

Para finalizar este apartado, hemos representado el peso del sector asegurador respecto al Producto Interior Bruto del país, para lo cual he recogido información de las

primas devengadas brutas de seguros y del PIB a precios de mercado para los años que van desde el año 2000 a 2014. Dicha información está resumida en el Anexo 8.1.

Gráfico 2.2. Primas brutas devengadas de seguros en España entre el PIB a precios de mercado



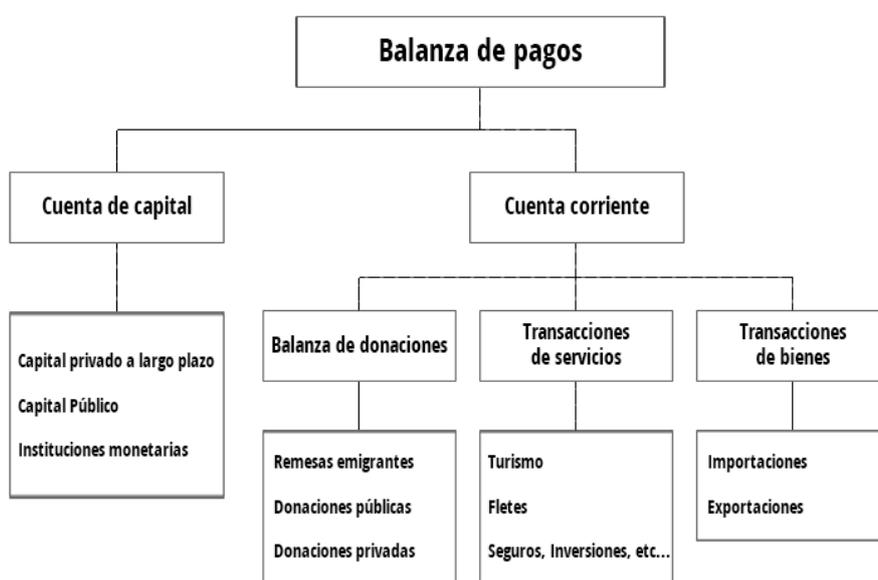
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

Por un lado, hay que resaltar el porcentaje tan bajo que suponen las primas del PIB y, por el otro, que en los años en estudio el porcentaje ha disminuido un poco, pero si hacemos una media se ha mantenido estable, en torno al 5%. Además, he de decir que el valor mínimo se presenta para el año 2007. Este descenso puede venir derivado de dos motivos, el primero de ellos es que las primas devengadas brutas hayan descendido y el segundo es que el PIB haya subido. En este caso, las primas han ascendido (incluso más que en años anteriores) pero lo han hecho en menor medida que el PIB, por lo que el causante es el aumento del PIB en un 7,23%. De esta manera, demostramos como este sector sigue el ciclo general de la economía del país, pero con menor amplitud y un cierto retraso, ya que los años de mayor crecimiento del PIB fueron los anteriores.

2.2. BALANZA DE PAGOS

La balanza de pagos es un indicador o relación donde se consignan las operaciones comerciales y de capitales que un país desarrolla con el mundo en un determinado periodo. En la balanza de pagos se registran las transacciones económicas llevadas a cabo entre los residentes de un país y los del resto del mundo durante un periodo de tiempo (normalmente un año).

Ilustración 2.1. Composición de la Balanza de Pagos

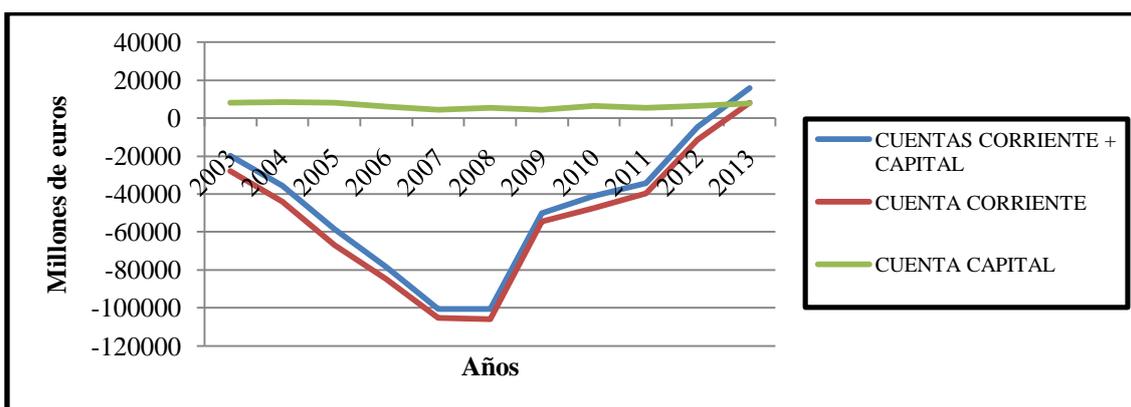


Fuente: <http://www.gestiopolis.com/que-es-la-balanza-de-pagos/>

La Balanza de pagos se divide en dos, por un lado, la Balanza por cuenta corriente y, por otro lado, la balanza por cuenta de capital. En la primera de las mencionadas es donde se reflejan las importaciones y exportaciones del sector seguros, más concretamente en el apartado de servicios. En primer lugar, vamos a estudiar la balanza de pagos en general para luego centrarnos en el sector asegurador. Para su estudio representamos la evolución de ambas gráficamente.

En el Gráfico 2.3 se puede ver que la trayectoria de la Cuenta Corriente y la de esta sumada a la de la cuenta de capital son muy similares. Este hecho se debe a que el peso que tiene la Balanza por Cuenta de Capital es mínimo, ya que el mayor peso lo lleva la Balanza por Cuenta Corriente.

Gráfico 2.3. Saldos de la Balanza de Pagos



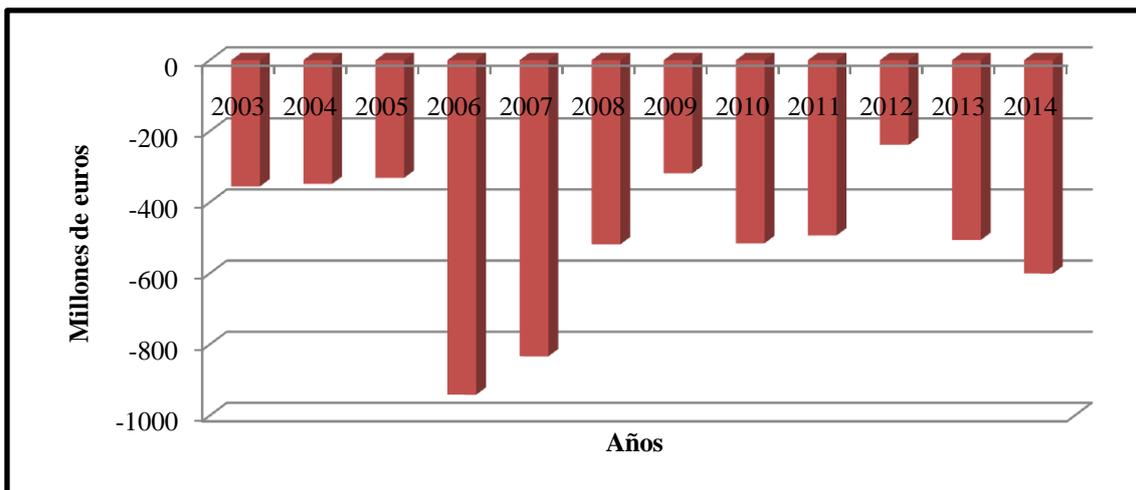
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Desde 2003 se ha notado un fuerte desequilibrio de la balanza, que hasta 2009 ha supuesto un gran déficit comercial, es decir, España ha importado más recursos de los que ha exportado, lo cual indica que la demanda española está siendo satisfecha por recursos extranjeros. A partir de 2009 se ha notado una clara mejoría, en cuanto a la Balanza de pagos se refiere, y es que hemos llegado a niveles incluso mejores que los que nos encontrábamos en 2003, cuando aún no había crisis.

También se observa en la unión de ambas balanzas (cuenta corriente + cuenta capital) que hasta el año 2013 la economía española necesitó financiación, como expresa su saldo negativo, pero debido a las grandes restricciones monetarias que ha tenido el país durante los años de crisis, consiguió que su capacidad de ahorro aumentara hasta conseguir un exceso, por lo que el saldo de la Balanza de Pagos para el año 2013 fue positivo.

Para centrarnos más en el sector del que posteriormente se va hacer el estudio, hemos representado los saldos de la balanza de pagos pero sólo los correspondientes a los seguros en el Gráfico 2.4.

Gráfico 2.4. Balanza de pagos de los seguros



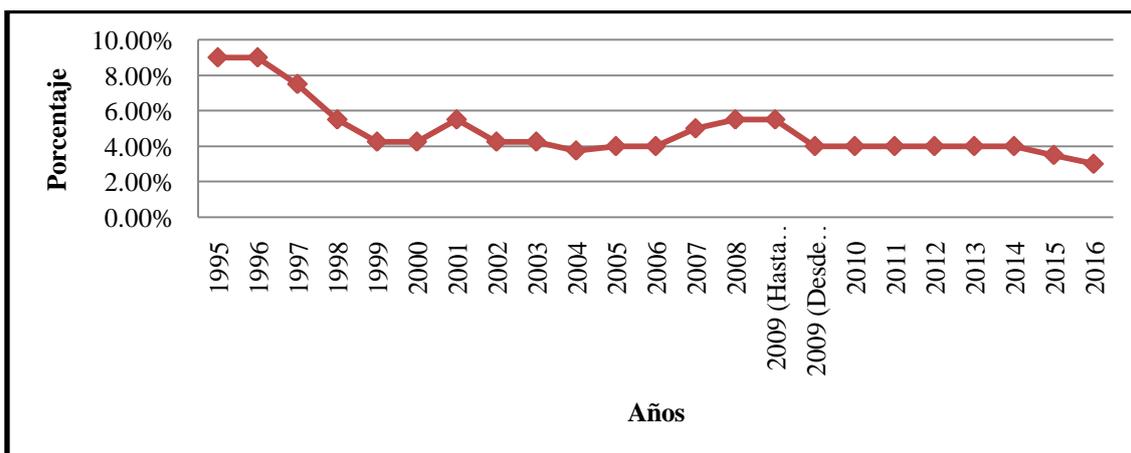
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

Como hemos visto anteriormente, desde el estallido de la crisis, la economía española ha registrado un superávit exterior. Este hecho lo vemos también reflejado en la balanza de los seguros. Y es que instituciones como la Fundación MAPFRE (2012), afirman en sus estudios, que el sector asegurador ha sido uno de los sectores económicos que han contribuido al buen comportamiento de las cuentas exteriores en los últimos años y esto se debe al aumento de las exportaciones de servicios relacionados con los seguros. Dentro de este sector destacan cinco empresas con inversiones directas en el extranjero, entre las cuales se encuentran Mapfre y Catalana Occidente. A pesar de esta mejoría, el saldo de la balanza de seguros es para todos los años negativo, es decir, el número de servicios de seguros que se han importado es mayor que el que se ha exportado, y este hecho viene derivado de que la gran mayoría de nuestras aseguradoras operan a nivel nacional.

2.3. TIPOS DE INTERÉS

Según González y Marqués (2013) uno de los elementos que más afecta al sector de los seguros son las variaciones de los tipos de interés, sobre todo cuando son largos periodos de bajos tipos de interés, ya que suponen un reto para la actividad de las compañías e internamente para la gestión de sus carteras de inversión. Este hecho no afecta de igual manera a las aseguradoras de vida que a las de no vida, siendo las primeras las más afectadas al comprometerse con obligaciones de largo plazo (productos de ahorro). En cambio, las compañías de no vida pueden reaccionar más fácilmente a los cambios modificando sus estrategias, ya que se trata de operaciones a corto plazo.

Gráfico 2.5. Tipos de interés legales



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del INE y del Banco de España.

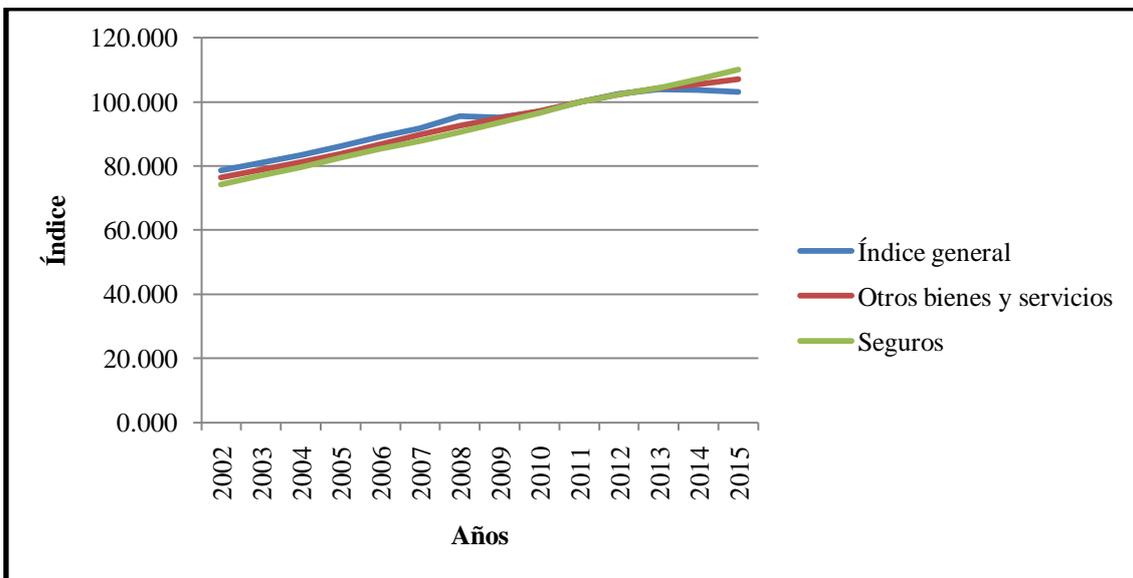
Como se puede ver en el Gráfico 2.5, a mediados de la década de los noventa, los tipos de interés eran muy elevados, situándose en un 9% (aunque en años anteriores habían estado más altos). En el año 1997 se produce la mayor bajada de los tipos, con una reducción de un 1,5%, y es el año en el que se comienza a formar la burbuja inmobiliaria. En el año 2001 se produce una ligera subida como medida para controlar la inflación y, con ello, intentar reunir los requisitos que la Zona Euro exigía (aunque no

se consiguió). Durante los años 2002 a 2006 los tipos de interés permanecieron estables en torno a un 4%. En 2007, año en el cual se produce el estallido de la crisis financiera internacional, comienzan a subir los tipos de interés y se produce una bajada de la demanda interna del país. Después de la última subida se ha instaurado una tendencia decreciente constante, llegando en 2016 al mínimo histórico (3%). Esta situación de bajos tipos de interés ha supuesto todo un reto para las aseguradoras, sobre todo en cuanto a la gestión de sus carteras de inversión.

2.4. TASAS DE INFLACIÓN

Otra variable que afecta al sector de los seguros es la tasa de inflación que haya en el país en el que la aseguradora esté desarrollando su actividad. Una elevada inflación afecta negativamente a la venta de seguros, ya que dicha inflación reduce la capacidad de ahorro y, por ello, las opciones de compra de los consumidores (González y Marqués, 2013).

Gráfico 2.6. Medias anuales del IPC en España



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del INE.

Para realizar el estudio de cómo ha sido la evolución de las tasas de inflación en España se han representado el índice general, el grupo de otros bienes y servicios, donde están incluidos los seguros y, específicamente, el subgrupo de los seguros. Como se puede ver, la tasa de inflación tanto para el índice general como para los subgrupos tiene una tendencia creciente, pero para ver cuánto crece anualmente presentamos la Tabla 2.2 con las variaciones.

Tabla 2.2. Variación de las medias anuales del IPC

AÑOS	Índice general	Otros bienes y servicios	Seguros
2003	3.04%	3.32%	3.78%
2004	3.04%	3.02%	3.60%
2005	3.37%	3.07%	3.59%
2006	3.52%	3.67%	3.32%
2007	2.79%	3.26%	2.99%
2008	4.08%	3.31%	3.04%
2009	-0.29%	2.52%	3.42%
2010	1.80%	2.28%	3.06%
2011	3.20%	2.92%	3.62%
2012	2.45%	2.33%	2.37%
2013	1.41%	2.04%	1.87%
2014	-0.15%	0.99%	2.72%
2015	-0.50%	1.59%	2.86%

Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del INE.

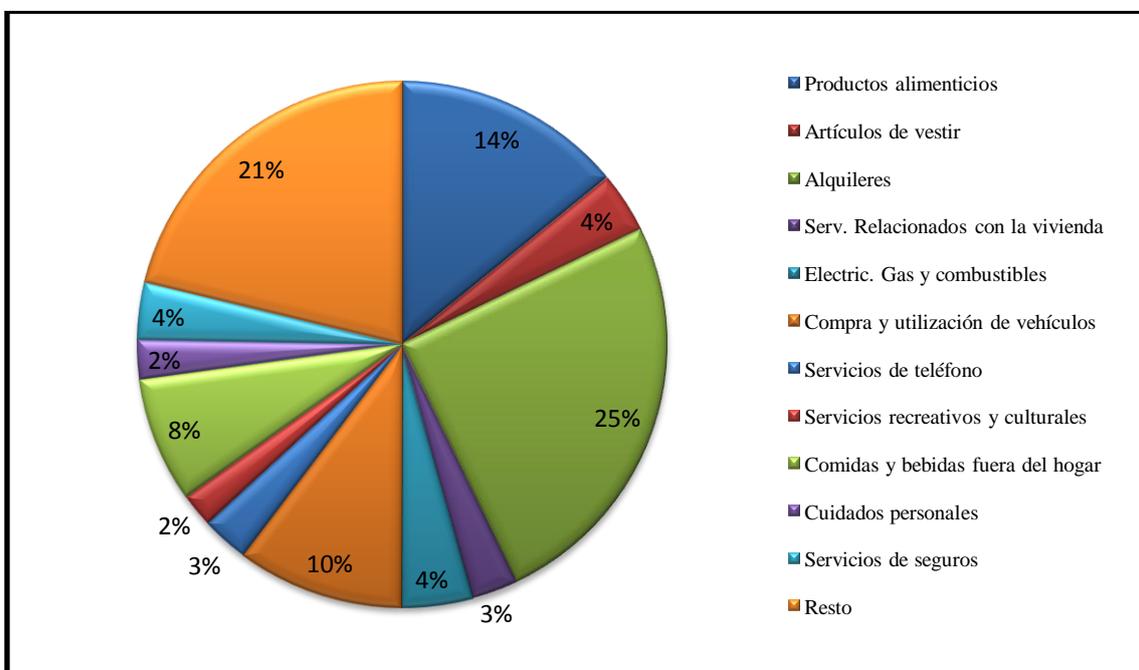
En la tabla se pueden destacar datos como, por ejemplo, la variación del índice general para el año 2008, donde crece con respecto al año anterior un 4,08%, mientras que el año siguiente presenta un dato negativo de -0,29%. Algo similar sucede en los años 2014 y 2015, donde la tasa decrece con respecto a los años anteriores. En cambio, para el grupo de bienes y servicios, el cual tiene una gran representatividad en el índice general español, y para el subgrupo de seguros la tasa de inflación siempre crece.

Esta inflación creciente y, para la mayoría de los casos, en tasas muy altas, ha producido una balanza de pagos deficitaria (como ya se vio en el apartado de la balanza de pagos), tanto a nivel general como en el caso específico de los seguros, ya que al tener unas tasas de inflación superiores a los países con los que comercia, ha encarecido los servicios de nuestro país y, por ello, se han reducido las importaciones.

2.5. SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR

La siguiente variable es indispensable tenerla en cuenta ya que en la actualidad cualquier empresa, no sólo de seguros, tiene que tener en cuenta lo que el cliente demanda, adaptándose a sus necesidades, y con más razón en época de crisis. Por ello, vamos a ver qué es lo que piensan los consumidores del sector seguros. En primer lugar, estudiamos el gasto de las familias españolas a través del Gráfico 2.7. Para dicha representación hemos utilizado los datos del año 2013 pero no existen apenas diferencias entre los años en estudio.

Gráfico 2.7. Distribución porcentual del gasto en España

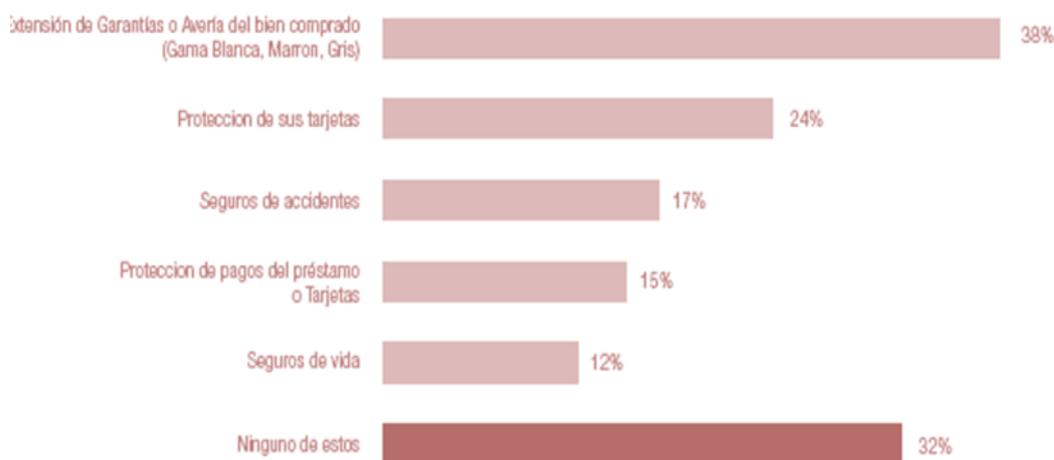


Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del INE.

Se muestran las categorías que representan más de un 2% del consumo de las familias. Las demás se han agrupado como “resto” para que el gráfico se vea con mayor claridad. Una vez aclarado esto, nos fijamos en el gasto que realizan las familias españolas en servicios de seguros, el cual casi alcanza el 4%, dato que podemos destacar ya que es el séptimo grupo de productos/servicios al que los españoles destinan parte de su renta.

En segundo lugar, vamos a conocer por qué tipos de seguros están dispuestos a pagar más los consumidores. Como vemos en el Gráfico 2.8, lo que más preocupa a los españoles es cubrir los daños en sus bienes materiales antes que los daños que pueden causar su muerte.

Gráfico 2.8. Tipos de seguros por los que los españoles están dispuestos a pagar más



Fuente: Encuesta Cetelem. Observatorio de la distribución 2012. Consumidores.

Por último, conoceremos cuáles son los aspectos que más valoran los consumidores españoles respecto de los seguros. Los dos aspectos más valorados como vemos son el servicio y el coste. Por el lado contrario encontramos las coberturas que tiene el seguro.

Gráfico 2.9. Características que más valoran los españoles de un seguro



Fuente: Encuesta Cetelem. Observatorio de la distribución 2012. Consumidores.

2.6. TASAS DE DESEMPLEO

Las tasas de paro de un país son muy importantes, ya que si son elevadas impiden la evolución del mismo. En primer lugar, observamos en el Gráfico 2.10 el número de parados (en miles de personas) que hay y ha habido en España en estos años.

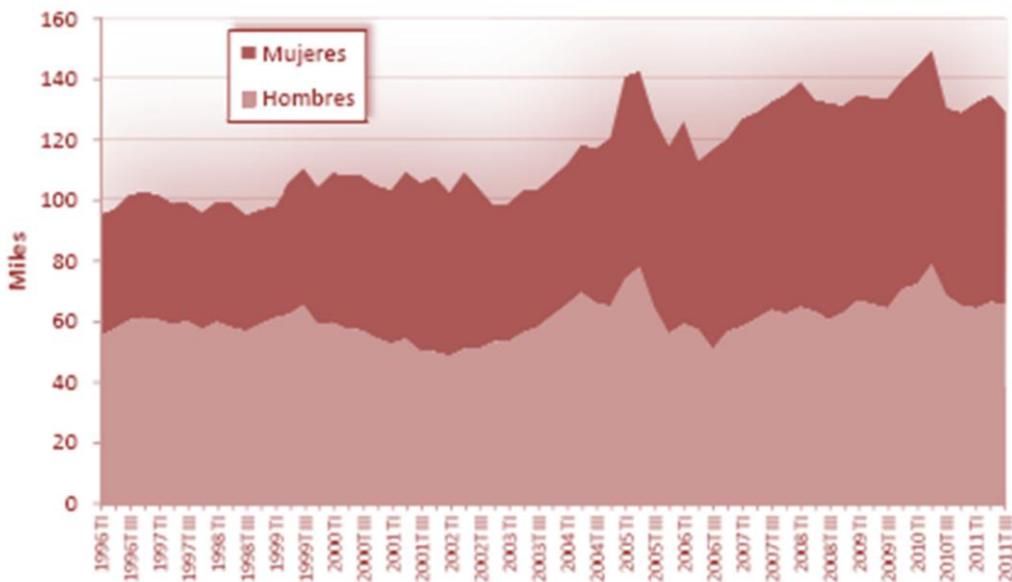
Gráfico 2.10. Número de parados en España (en miles de personas)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).

En el gráfico podemos ver cómo desde el año 2008 el número de desempleados ha crecido sustancialmente, llegando casi a triplicarse la cifra de parados en el primer trimestre de 2013, donde la tasa alcanzó su punto más alto con casi seis millones y medio de parados. Desde ese momento, las cifras han ido disminuyendo aunque muy lentamente. Estos datos afectan al sector asegurador, ya que a menor número de ingresos en las familias, éstas han de reducir gastos. Por ello, las aseguradoras han tenido que adaptarse a las necesidades de los consumidores y para ello han lanzado una nueva gama de productos con una filosofía *low cost*, que consiste en la reducción del precio para los clientes, así como los costes de siniestralidad gestión y distribución (TATUM, 2009).

Gráfico 2.11. Empleo en el sector asegurador



Fuente: Encuesta de Población Activa (EPA)

Por otro lado, vemos las tasas de paro que ha tenido específicamente el sector asegurador en el Gráfico 2.11. Dicho sector es un referente en nuestra economía en la creación de puestos de trabajo, ya que a pesar de las tasas de paro que hemos visto anteriormente y de la mala situación económica del país, este sector siguió creando empleo estable (UNESPA, 2012).

3. ENTORNO SECTORIAL

En este apartado se va a conocer el sector asegurador en profundidad, cómo ha sido su evolución, la regulación a la que está sometido, así como las principales características que lo diferencian de otros sectores.

La actividad aseguradora desempeña un papel relevante tanto en la economía como en la sociedad de un país porque aporta estabilidad financiera al mismo e incluso se utiliza como herramienta macroeconómica (González de Frutos, 2000). Que el sector del seguro sea tan importante viene propiciado por su manera de contribuir a la economía de un país: por un lado, contribuye dando cobertura frente a riesgos, minimizando o eliminando estos, ya sean personales o empresariales (seguro de no vida) y por el otro contribuye a la financiación de las actividades productivas, canalizando el ahorro (seguro de vida).

Según González de Frutos (2000), el seguro repercute en la renta nacional elevándola, a partir de las siguientes vías:

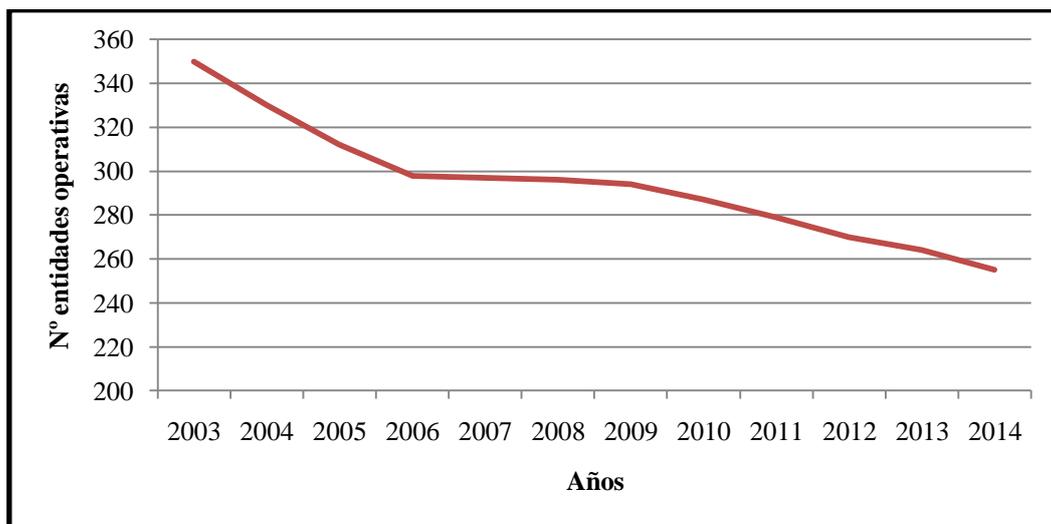
- La exportación e importación de servicios de reaseguros y seguros (Mapfre es un ejemplo) contribuye al equilibrio de la balanza de pagos, como ya comentamos en el apartado 2.2.
- El impuesto sobre primas del seguro constituye una importante fuente de ingresos para el Estado.
- La inversión que realizan las entidades de sus reservas es una fuente de financiación para el crecimiento de nuevas empresas.
- La indemnización que perciben los asegurados elimina riesgos, lo que favorece la creación de complejos industriales más arriesgados.

Debido a la gran importancia que tiene el sector asegurador, el Estado ha de controlarlo regulando sus productos, sus canales de distribución y garantizando su solvencia. En la actualidad, las compañías de seguros tienen que hacer frente a la nueva normativa de Solvencia II y el nuevo marco regulatorio. Estos cambios modificarán su actual forma de operar.

3.1. EVOLUCIÓN DEL SECTOR

El sector asegurador ha experimentado grandes cambios a lo largo de la historia. Para verlo representamos en el Gráfico 3.1 el número de entidades operativas en España, según la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en los años que van desde 2003 a 2014. Como vemos, el número de entidades ha descendido notablemente, y es que la reducción ya se viene produciendo desde mediados de los años ochenta. A partir de este periodo los órganos reguladores intentaron controlar el número de entidades, ya que había un número excesivo de las mismas. Se llevó a cabo una reestructuración del sector asegurador donde se buscaba la concentración de las entidades para mejorar su competitividad (Montijano Guardia, 2001). Como resultado del proceso se llegó al año 2014 con 255 entidades aseguradoras.

Gráfico 3.1. Registro administrativo de entidades aseguradoras



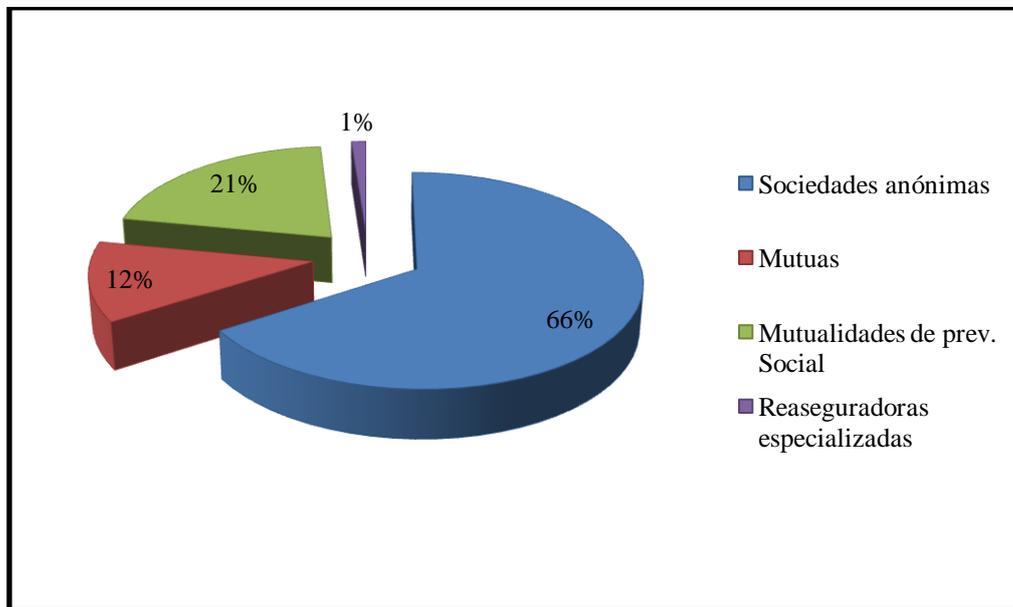
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la DGSFP.

Para continuar el estudio vamos a conocer cómo es la estructura del mercado asegurador en función de su forma jurídica. Según el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto

Legislativo 6/2004, se distinguen las entidades aseguradoras entre sociedades anónimas, mutuas, cooperativas, mutualidades de previsión social y reaseguradoras especializadas.

Vemos en el Gráfico 3.2 cómo las Sociedades Anónimas son las que prevalecen en el sector asegurador, representando un 66% del total. A lo largo de la historia siempre ha sido así, no variando apenas los porcentajes que representan las distintas formas jurídicas.

Gráfico 3.2. Distribución de las entidades aseguradoras en España según su forma jurídica



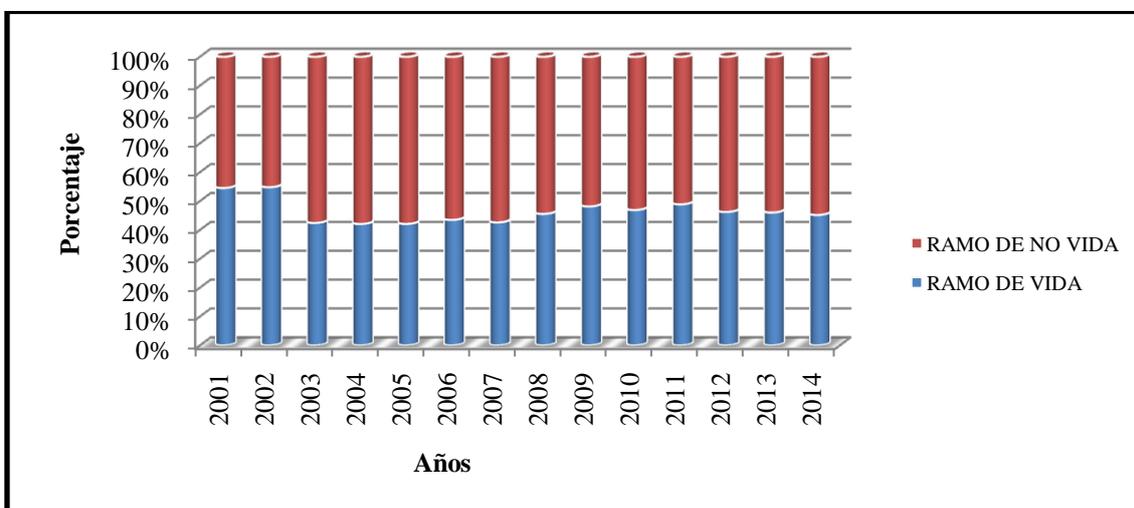
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la DGSFP.

En el sector se distinguen estos cuatro tipos de aseguradoras en función de su forma jurídica, pero también es habitual desglosarlas en función de si pertenecen al ramo de vida o de no vida; la diferencia entre ellas es que el ramo de vida son seguros personales, por los que se paga una cantidad dependiendo del fallecimiento o de la supervivencia de los asegurados, y el ramo de no vida son seguros de daños, por los que la cantidad pagada es con el fin de reparar una pérdida en el patrimonio del asegurado.

Es decir, en los seguros de vida se aseguran personas y en los de no vida, patrimonio. Para conocer la importancia que tiene cada uno de los ramos representamos su participación en el sector en el Gráfico 3.3.

En el gráfico se puede observar cómo a partir del año 2008 y siguientes, se reduce la participación de los seguros de no vida en el negocio, y es que estos se han visto afectados por la reducción de la actividad empresarial y la fuerte caída de consumo (TATUM, 2009). Este hecho es explicado por Vicente Tardío, presidente de Allianz Seguros, en una entrevista realizada en el año 2014. En su opinión, el mercado de no vida no tiene un potencial de crecimiento inmediato y es que los españoles, en los años anteriores a la burbuja inmobiliaria, habían ahorrado con el ladrillo y la banca y ahora, debido a las garantías que presenta el sector asegurador, el ahorro se centra en el seguro de vida, aunque a su parecer faltan reformas fiscales que promuevan el ahorro a largo plazo.

Gráfico 3.3. Composición del sector asegurador español



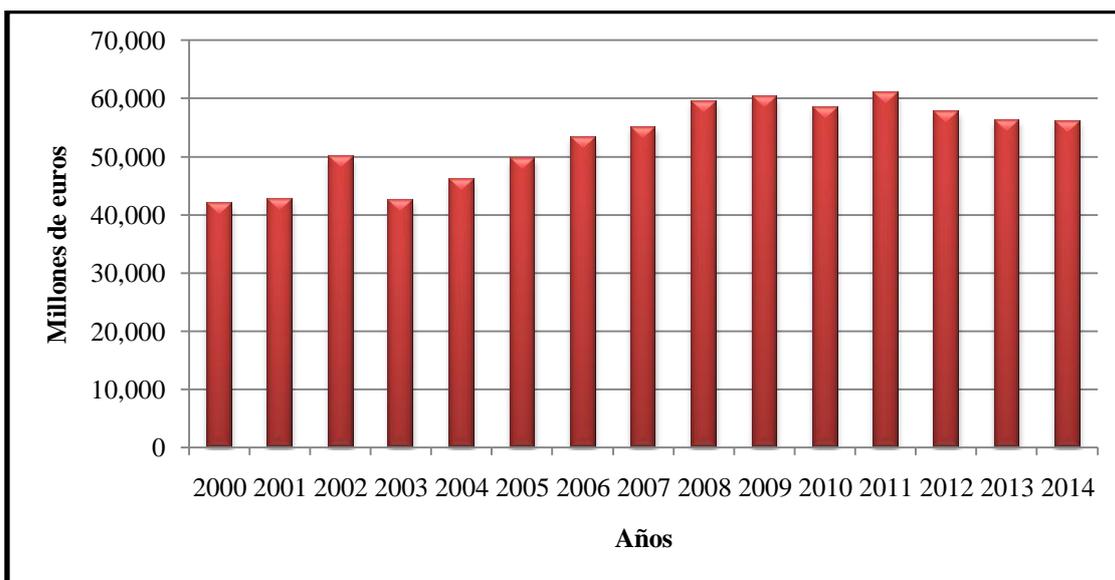
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la DGSFP.

Además de lo anteriormente descrito, el seguro de vida se ha visto beneficiado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, por el cual se aprobó el texto refundido de la

Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. En esta ley se promovió la exteriorización de los compromisos por pensiones, por la cual las empresas deben responsabilizarse de al menos una de las siguientes contingencias que puedan ocurrirles a sus trabajadores: jubilación, incapacidad o muerte. Y para ello tienen que hacerlo a través de la contratación de un plan de pensiones o de un seguro, punto en el que las aseguradoras se han visto beneficiadas.

Es muy importante conocer las primas que se devengan en la economía española para ver la evolución del negocio de las aseguradoras. Por ello, en el Gráfico 3.4 se presentan las primas devengadas brutas desde el año 2000 hasta la actualidad.

Gráfico 3.4. Primas brutas devengadas por la economía española

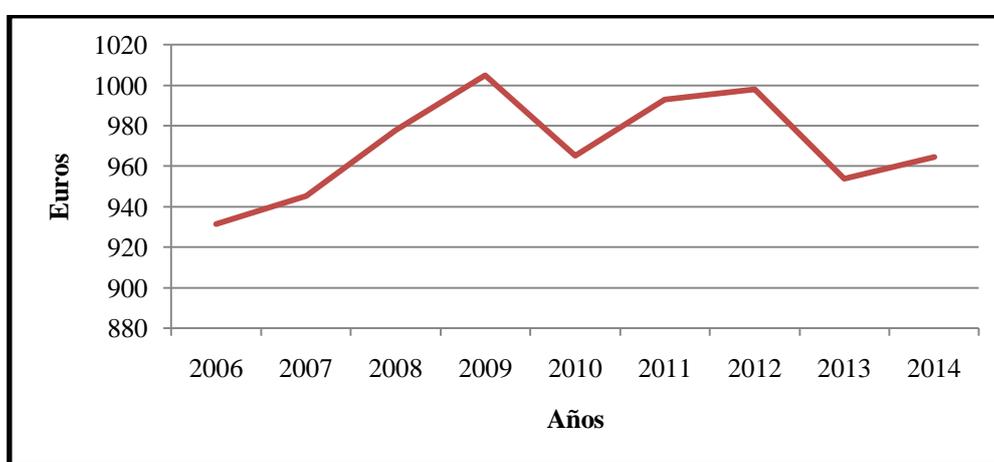


Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la DGSFP.

A la vista del gráfico, empezamos comentando el desajuste que se produce en el año 2002, con un crecimiento importante, que en el 2003 vuelve a caer a niveles del año 2000. Estas variaciones procedían mayoritariamente del ramo de vida y vinieron motivadas, por un lado, por el incremento de las primas de *unit-linked* hasta el año 2002 y su posterior caída en el año 2003 y, por el otro lado, por el proceso de exteriorización

de los compromisos por pensiones, ya comentado anteriormente. Una vez pasado este período, el sector va recuperándose y creciendo a un ritmo constante hasta el año 2011, donde alcanza su máximo con aproximadamente 61 millones de primas devengadas. A partir de aquí el volumen de primas va reduciéndose en los años sucesivos. Este hecho vino derivado del año 2012, cuando una compañía de vida dejó de ser filial española ya que se fusionó con otra entidad cuyo domicilio fiscal se encontraba en otro país y, por lo tanto, se dejaron de contabilizar las primas de la misma.

Gráfico 3.5. Gasto medio por hogar en seguros



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del INE.

Una vez vistas las primas que se devengan, es interesante también conocer el gasto que realizan las familias españolas en seguros, el cual presenta los mismos cambios que las primas devengadas. Se ve cómo desde el año 2006 el gasto que realizan los españoles en seguros es creciente, hasta llegar al año 2009 donde alcanza su punto más alto, con 1004,87€ de gasto medio por hogar, justamente coincidiendo con los primeros años de crisis. Para los posteriores años el gasto ha sido cambiante pero con variaciones anuales no superiores a 50€. El hecho de que los gastos en seguros apenas hayan disminuido, a pesar del periodo en el que nos encontramos, lo atribuimos a la filosofía *low cost* instaurada en los últimos años. Debido a esta filosofía los hogares podrían seguir manteniendo el mismo número de seguros pero a un precio menor.

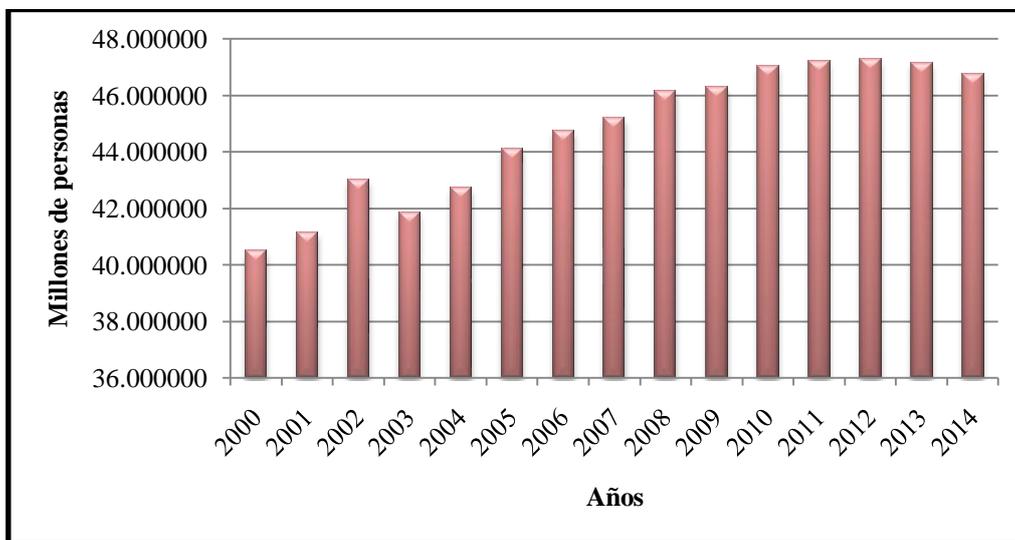
3.2. VARIABLES SOCIO-ECONÓMICAS

En este apartado se analizan las principales variables socio-económicas que afectan a las empresas de seguros, relacionadas con la población, el automóvil y la vivienda. Para realizar dicho análisis se han recopilado datos del Instituto Nacional de Estadística referentes a los años en estudio.

3.2.1. Población

La población tiene una relación directa con la venta de seguros, ya que según la teoría económica, a mayor población mayor venta de seguros y, por tanto, mayor número de primas devengadas. Por ello, representamos cómo ha sido la evolución de la población española desde el año 2000 hasta el 2014.

Gráfico 3.6. Población española



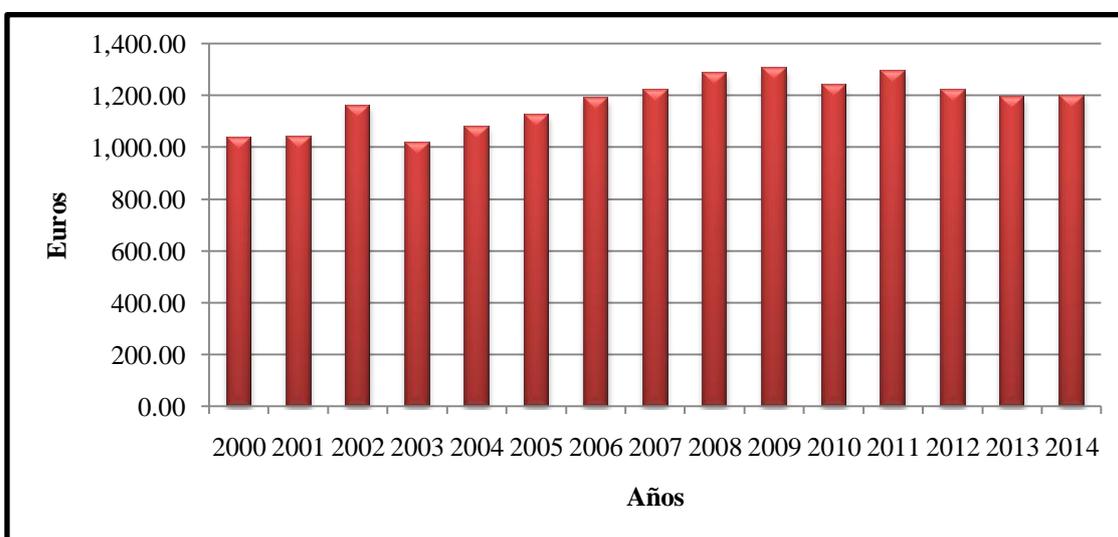
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos del INE.

En el Gráfico 3.6 observamos primeramente un fuerte crecimiento en el año 2002, lo cual viene motivado por el aumento que se produjo en ese año de extranjeros

empadronados. Desde este año hasta el 2009 la población presenta crecimientos de entre un 1% y un 3%. Para el último periodo en estudio se observan crecimientos mínimos e incluso negativos, lo que supone una reducción del número de habitantes españoles.

Para ver la relación directa de la que hablamos anteriormente entre la población y el auge del sector seguros, representamos las primas devengadas brutas por habitante, que como se puede ver, observando ambos gráficos tienen una tendencia casi idéntica.

Gráfico 3.7. Primas brutas de seguros por habitante (euros)



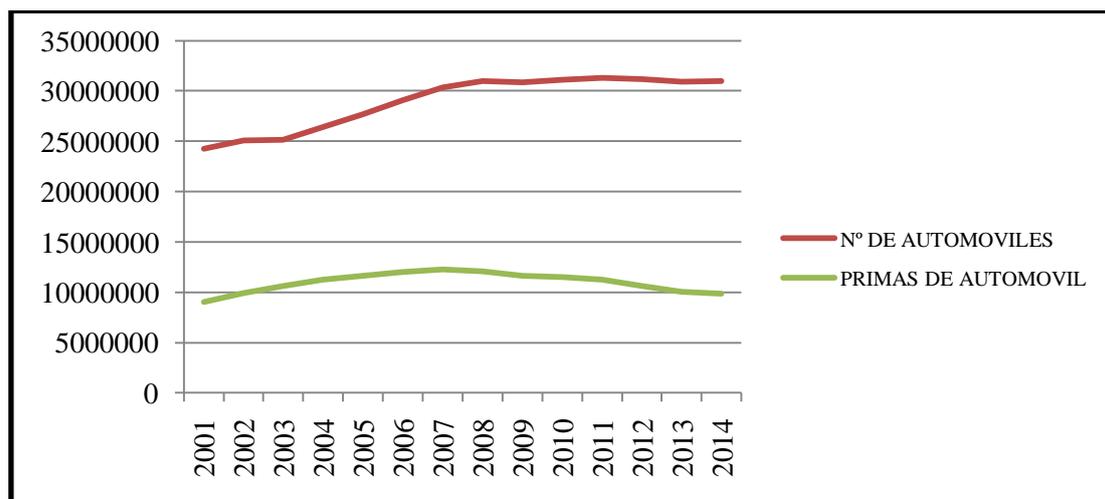
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la DGSFP.

3.2.2. Automóvil

La relación de esta variable con la venta de seguros radica en la importancia que tienen los seguros de automóvil, siendo los que más se demandan dentro del ramo de no vida. Por ello, podemos decir que existe una relación directa entre ambas variables ya que a mayor número de automóviles mayor número de seguros de automóviles, y esto es así debido a que el seguro de automóviles es obligatorio.

Para verlo con claridad, representamos gráficamente el parque automovilístico español (número de coches) y las primas devengadas del seguro de automóvil (primas de automóvil).

Gráfico 3.8. Relación entre el número de automóviles y las primas que se devengan en España



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la DGT.

Hasta el año 2007 podemos confirmar que existiría una relación directa entre ambas variables, pero a partir de este año vemos como el volumen de primas devengadas derivadas de seguros de automóvil desciende cuando, por el contrario, está creciendo el parque automovilístico español. Este hecho ha venido motivado porque las tarifas se han reducido en gran medida. Por tanto, el volumen de primas es menor y este descenso tiene dos causas: competencia y siniestralidad.

Por un lado, podemos destacar el aumento de la competencia, porque la reducción de las tarifas ha sido clave para el aumento de contrataciones de seguros de automóviles para cada compañía. Adicionalmente, acompañado por una expansión de los canales de venta, ya que en la actualidad son muchas las personas que deciden contratar su seguro por vías diferentes a la tradicional (venta directa en entidad).

Por el otro, por la reducción de la siniestralidad. Para verlo representamos el número de accidentes que se han producido en España, donde vemos cómo a partir del año 2007 el número de accidentes disminuyó bruscamente, llegando a mínimos históricos.

Gráfico 3.9. Número de accidentes con víctimas en España



Fuente: INE.

3.2.3. Vivienda

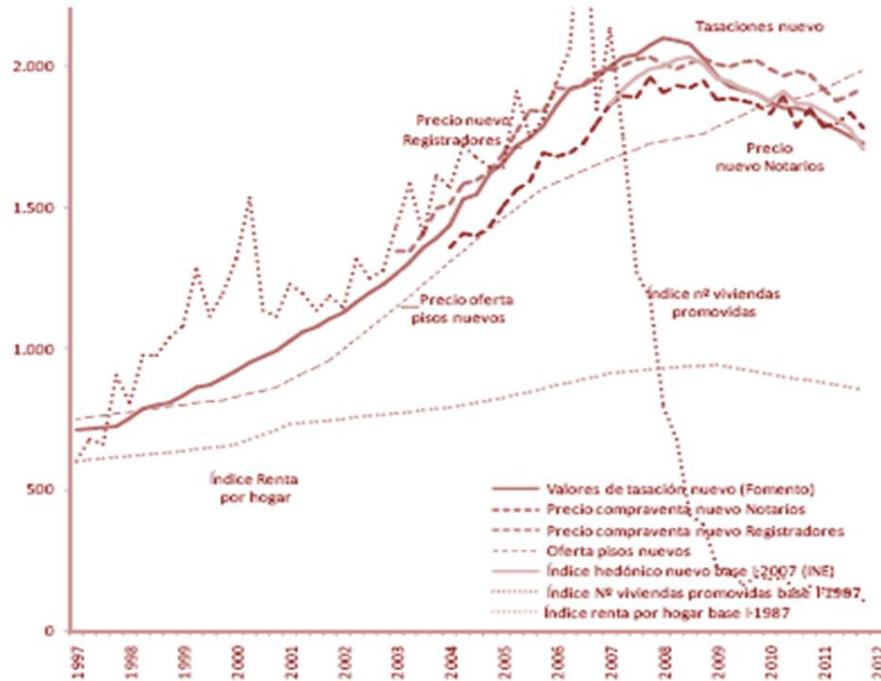
Es necesario considerar esta variable en el estudio que estamos realizando ya que la construcción y adquisición de viviendas en España fue un factor importante de crecimiento en los primeros años de estudio, aunque este hecho provocó posteriormente una burbuja inmobiliaria que afectó negativamente a la economía del país.

En el periodo que estamos analizando podemos diferenciar dos etapas, una de crecimiento del precio y del número de viviendas, hasta el año 2008, y la otra a partir de este año, en el que la burbuja ya había estallado.

En la primera etapa, la inversión que se realizaba en viviendas en España aumentaba vertiginosamente año a año. Este hecho derivaba de factores macroeconómicos que hemos destacado anteriormente, como son, en primer lugar, la buena marcha de la economía, la situación de bajos tipos de interés y el aumento del

empleo, todo esto unido al crecimiento de préstamos hipotecarios, lo que fue produciendo una subida fuerte del precio de las viviendas, como podemos observar en el Gráfico 3.10.

Gráfico 3.10. Tasaciones. Precio m2 libre nuevo Notarios y Registradores. Índice hedónico nuevo y viviendas promovidas. España 1997 - 2011



Fuente: (Vergés, 2012)

En la segunda etapa que habíamos descrito anteriormente, iniciada en el año 2008 aproximadamente, España alcanzó su punto más alto, con un parque de viviendas de veinticinco millones. En este año ya se veían claras advertencias de un descenso en el sector, ya que el número de viviendas de nueva construcción descendía, así como su precio, el número de compraventas y, sobre todo, el número de hipotecas concedidas.

3.3. REGULACIÓN

En este apartado trataremos la continua regulación a la que están sometidas las entidades aseguradoras, para así comprender ciertos comportamientos del sector asegurador, como por ejemplo las grandes cantidades que las compañías destinan a reservas.

Como ya habíamos destacado anteriormente, las compañías de seguros están sometidas a una fuerte regulación al igual que otras instituciones financieras, que han tenido que adaptarse a las nuevas normativas que se han implantado a consecuencia de la crisis financiera que hace unos años se desató en España.

A pesar del gran peso que tiene el sector de los seguros, no existen unos estándares internacionales de regulación que hagan homogéneas las normas regulatorias. Con motivo de la crisis, se ha intentado lograr una mayor estandarización a nivel internacional para lo cual se han llevado a cabo las siguientes iniciativas:

- La IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*) ha desarrollado un marco común de capital para las aseguradoras, que ha de implementarse en el año 2019.
- El IASB (*International Accounting Standards Board*) ha fomentado la armonización de la contabilización de las aseguradoras, introduciendo “normas estándar internacionales de reporte financiero”

En los últimos años, el marco regulador que rige la supervisión de las aseguradoras a nivel europeo ha mejorado considerablemente, introduciendo una nueva normativa que busca un sistema de indicadores elaborados con una metodología común y comparable para todas las aseguradoras de los distintos países de la UE. Dicha normativa comunitaria ha supuesto un gran impacto para las entidades, ya que supone un gran cambio a la hora de valorar las mismas.

Solvencia II pretende implantar un sistema de supervisión basado en el riesgo en relación con la solvencia global de las aseguradoras. Esta normativa está basada en tres pilares, similar a Basilea II: el primero de los pilares es cuantitativo y está enfocado en

el cálculo del requisito de capital, el segundo es cualitativo e informa sobre los modelos de riesgo y el tercero y último nos habla sobre la transparencia y la disciplina en el mercado. Esta nueva normativa afecta a las entidades aseguradoras de la siguiente manera:

- Mayor variabilidad en los requisitos de capital, debido a que dicha normativa realiza una valoración más exhaustiva tanto de los activos como de los pasivos.
- Reconocimiento de los riesgos por los que se ven afectadas las aseguradoras.

Esta normativa ya se había puesto en marcha antes de la crisis, pero debido a la situación que ha provocado la misma y a las duras condiciones que supone su implantación, se ha retrasado su aplicación.

El encargado de velar por el correcto funcionamiento de la normativa Solvencia II es el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CEIOPS). En el caso particular de España el órgano supervisor de las entidades aseguradoras es la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

4. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS

En este apartado explicaremos las principales características que tienen las empresas que hemos seleccionado para el estudio, así como los momentos más destacados de su historia.

La elección de estas dos empresas se ha hecho en función de dos búsquedas, una de ellas en la base de datos SABI, como se verá a continuación, y la otra en la Bolsa de Madrid, donde vemos que son las dos únicas aseguradoras españolas que cotizan.

Además de esto, la decisión también la hemos tomado en función del objetivo del estudio. Debido a que este quiere ser una comparación entre las dos empresas, se han buscado características de las mismas que fuesen similares, por ejemplo, las dos tienen la designación de Sociedad Anónima, operan en el mismo sector y ambas tienen disponibilidad de datos para el periodo que queremos estudiar y pertenecen al mismo país, una catalana y la otra madrileña. También hemos querido que tuviesen características que las diferenciasen, como por ejemplo el tamaño de las mismas. Al hablar de tamaño nos referimos al activo que poseen, el número de empleados y a sus resultados.

4.1. MAPFRE

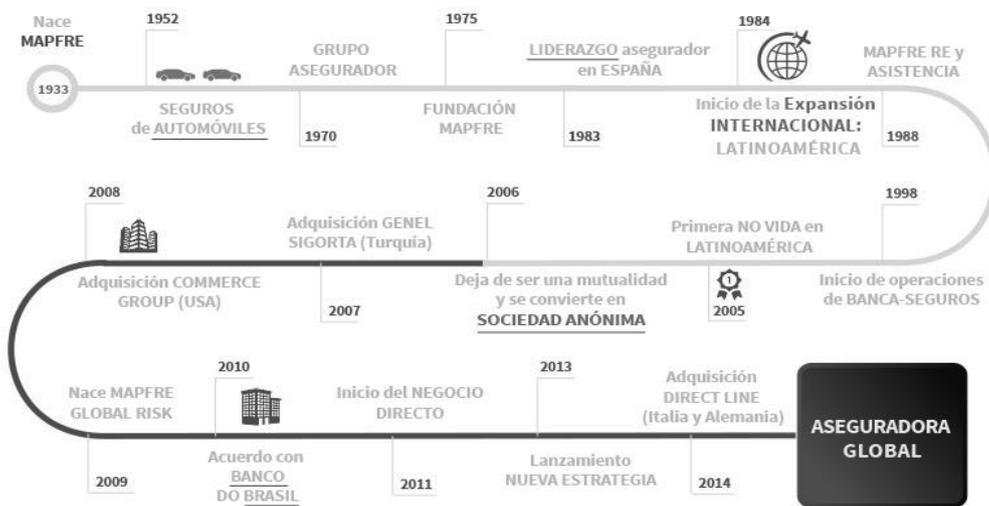
MAPFRE es una multinacional española con forma jurídica de Sociedad Anónima, cuyas acciones cotizan en las principales bolsas españolas.

La actividad de este grupo empresarial español de seguros gira en torno a tres tipos de actividades:

- Seguro de no vida: Seguro de automóvil, seguro sanitario y seguro de crédito;
- Seguro de vida; y
- Reaseguro.

MAPFRE nace en 1933 como la Mutualidad de Seguros de la Agrupación de Fincas Rústicas de España con el fin de asegurar a los trabajadores de las explotaciones agrícolas. A partir de 1955, se sientan las bases de la entidad tal como la conocemos en la actualidad, extendiéndose su actividad, de forma inicial, a otros ramos aseguradores como Vida, Accidentes o Transportes. Durante la década de los 70, se inició en América Latina la estrategia internacional con las actividades de Asistencia y Reaseguro.

Ilustración 4.1. Historia de Mapfre



Fuente: Página www.mapfre.es.

En 1975 inició sus actividades FUNDACIÓN MAPFRE y en los años 80, MAPFRE, que ya era la primera entidad aseguradora de España, consolidó su apuesta latinoamericana con un importante esfuerzo inversor, que culminaría en los 90 con la creación de una red de seguro que atendía a las particularidades locales y era similar al modelo de éxito español.

A partir del año 2000, se comenzó a percibir la aceleración del crecimiento de las compañías de MAPFRE en América Latina, un efecto que se combinó con la diversificación de los canales de comercialización en España.

En 2007, se llevó a cabo una reorganización que proporcionó una estructura corporativa y una capacidad financiera que permite seguir ampliando las actividades y la expansión internacional. FUNDACIÓN MAPFRE se convirtió en el accionista mayoritario y en el garante de la independencia de la nueva sociedad MAPFRE S.A., entidad que integra todas las actividades del Grupo. Desde entonces se ha impulsado la expansión del Grupo con una apuesta por la diversificación geográfica y por mercados de elevado potencial de crecimiento, como Estados Unidos y Turquía.

En 2012, Antonio Huertas asumió la Presidencia del Grupo, una multinacional aseguradora con presencia en más de 45 países de los cinco continentes. Su mercado está orientado principalmente hacia Europa y América Latina, siendo líder en el mercado español y la primera multinacional aseguradora en Latinoamérica.

Para apoyar su expansión internacional, Mapfre utilizó la fortaleza de su posición en España. Además, dicha posición le ha servido también como base para ampliar la orientación al cliente, adaptándose a las nuevas necesidades de los mismos. Siendo pionera en España en el lanzamiento de nuevos productos y coberturas.

Para el correcto funcionamiento de esta gran empresa cuenta con más de 38.000 empleados en todo el mundo, más de 5.500 oficinas y cerca de 80.000 intermediarios.

4.2. CATALANA OCCIDENTE

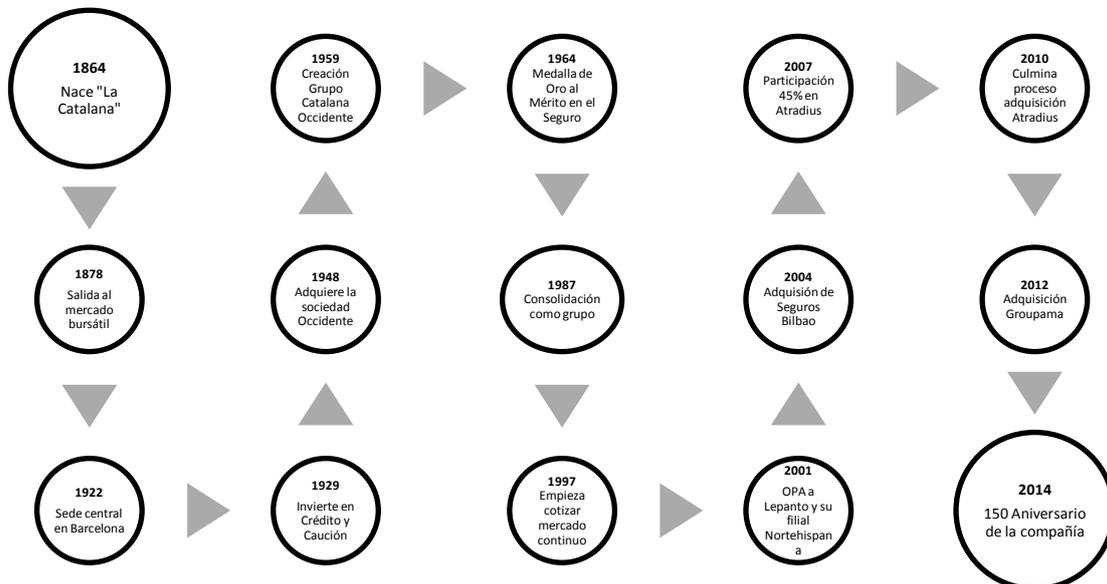
Catalana Occidente es una multinacional española con forma jurídica de Sociedad Anónima, cuyas acciones cotizan en las principales bolsas españolas.

En 1864 se constituye en Barcelona la Sociedad Catalana de Seguros contra Incendios a Prima Fija, conocida comúnmente como “La Catalana”. En 1948 se produjo la adquisición de la Sociedad Occidente, por parte de Jesús Serra y un grupo de industriales. Pero no es hasta el año 1959 cuando comienzan a operar de manera conjunta ambas compañías, empezándose ya a perfilar el actual Grupo Catalana Occidente. En 1988 se completó el proceso de fusión, modificándose la estructura jurídica.

La compañía ha aumentado considerablemente su facturación en los últimos 10 años. Este crecimiento viene derivado en gran medida de la adquisición de otras empresas del sector:

- En 1999 adquiere la compañía MNA.
- En 2001 culmina con éxito la OPA realizada sobre LEPANTO, S.A. y de su filial NORTEHISPANA.
- En 2004 adquiere SEGUROS BILBAO y COSALUD.
- En 2009 acaba el proceso de adquisición de ATRADIUS, empezado en el año 2004.
- En 2012 adquiere la filial española GROUPAMA, recuperando ésta su marca PLUS ULTRA SEGUROS.

Ilustración 4.2. Historia de Catalana Occidente



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de la página www.catalanaoccidente.es

Además de lo anterior, su éxito también viene motivado por la capacidad que ha tenido la compañía de ser competitiva e innovadora. Tanto es así que ya en el año 1963 fue la primera empresa en incorporar la informática a la gestión del seguro en España.

Las líneas de negocio de la compañía son las siguientes: Seguro de crédito y caución, que es el más importante de toda su línea de productos, multiriesgos, automóviles, vida y reaseguros, entre otros.

La empresa, para su correcto funcionamiento, cuenta con más de 6.000 empleados en más de 50 países, más de 1500 oficinas y cerca de 20.000 mediadores.

5. ANÁLISIS

Por último, vamos a realizar un análisis comparativo de Mapfre, Catalana Occidente y el sector al que pertenecen. En primer lugar, se estudiarán las principales partidas contables y cómo han sido sus crecimientos, ya que dichas tasas de crecimiento son particularmente relevantes en la explicación de ciertos momentos de la historia de las empresas. En segundo lugar, haremos análisis de ratios para examinar la rentabilidad de ambas empresas entre otros aspectos, como el endeudamiento, el rendimiento que producen las inversiones, las tasas de impuestos a las que se ven sometidas y los ingresos que generan sus empleados.

5.1. CRECIMIENTOS

En este apartado se va a proceder a estudiar la evolución tanto de Mapfre como de Catalana Occidente comparándolas entre ellas y con el resto del sector a través del crecimiento de algunas de sus partidas contables. Para ello, utilizo la base de datos “SABI” donde establezco una determinada serie de criterios para la selección del grupo de comparación que va a tomarse como sector:

- Estado de la empresa: Activa.
- Región/ país: España.
- Tipo de empresa: Aseguradora.
- Forma jurídica: Sociedad Anónima. Dentro de los cuatro tipos de aseguradoras que existen según su forma jurídica escogí ésta porque es la más representativa del sector, ocupando un 66% del total, como ya vimos en el apartado de la evolución del sector.
- Último año de cuentas: 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015. Este requisito lo he puesto con la finalidad de que el número de empresas no se reduzca tanto como para no poder hacer el estudio, pero que por lo menos tenga

tres años de cuentas disponibles, ya que el estudio se hace desde el año 2004. Por ejemplo, si el último año disponible de una empresa fuese el año 2007 tendríamos tres años disponibles.

- Ingresos de explotación: para el último año disponible tienen que tener un valor conocido. Este requisito es importante ya que si a la hora de hacer el análisis no hay datos es imposible llevarlo a cabo.

Una vez aplicados todos los criterios, la relación de empresas que los cumplen son las veinte siguientes:

- MAPFRE, S.A
- GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S.A.
- PREVENTIVA COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A.
- EUROP ASSISTANCE ESPAÑA SOCIEDAD ANÓNIMA DE SEGUROS Y REASEGUROS
- AGRUPACIÓN ESPAÑOLA DE ENTIDADES ASEGURADORAS DE LOS SEGUROS AGRARIOS COMBINADOS, S.A.
- LA UNIÓN MADRILEÑA DE SEGUROS S.A.
- LA FE PREVISORA COMPAÑÍA DE SEGUROS, S.A.
- ASOCIACIÓN EUROPEA, COMPAÑÍA DE SEGUROS S,A.
- SALUS ASISTENCIA SANITARIA SOCIEDAD ANÓNIMA DE SEGUROS.
- AGRUPACIÓN SANITARIA SEGUROS, S.A.
- HERCULES SALUD SEGUROS, S.A.
- ASEGURADORES AGRUPADOS, S.A, DE SEGUROS
- HERMANDAZ MADRILEÑA, S.A.
- PREVISIÓN POPULAR DE SEGUROS S.A.
- MARTIERRA SEGUROS SOCIEDAD ANÓNIMA.
- PREVISORA ESPAÑOLA DE ESPECIALIDADES Y SEGUROS, S.A.
- SADYR SA DESEGUROS Y REASEGUROS.

Valoración de entidades aseguradoras que cotizan en Bolsa

- VEINVER 2015, S.A.
- SETCAM GRUP S.A.
- P F FIGESTIO S.A.

Una vez conocidas las empresas que van a representar al sector, se procede al análisis. Para ello utilizamos los valores medios anuales que se recogen en la Tabla 5.1.

Tabla 5.1. Magnitudes representativas de sector y empresas
(Valor medio en miles de euros)

		AÑOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	Sector	-333	698	3596	-467	80050	70799	69680	44825	51012	45538	54456	
	Catalana	-399	18375	64170	-47	235998	122577	306548	113435	125319	124853	108378	
	Mapfre	-10751	-8128	-9683	-25837	567059	650922	386062	375579	479754	418301	432373	
EBITDA	Sector	-67	968	3853	-78	80192	70953	69901	45052	51266	45818	54749	
	Catalana	-399	18375	64170	-47	235998	122577	306548	113435	125319	124853	108387	
	Mapfre	-9415	-6109	-7685	-22172	567445	651366	386991	376845	481409	420302	434267	
Resultado ejercicio	Sector	7470	12053	10891	21623	80706	74161	66420	38862	43641	38628	45600	
	Catalana	4321	18263	64879	91225	227649	117314	298537	98080	111120	112495	99617	
	Mapfre	92856	187003	128642	261138	578343	693569	361939	321570	405452	346858	351326	
Ing. Explotación	Sector	10466	11142	14944	14986	93384	99399	96061	62813	70286	65334	76447	
	Catalana	252	19189	67606	211	235101	123715	308260	114836	134519	131345	115346	
	Mapfre	1975	1809	1619	34210	665150	868421	552585	458428	595656	528431	550423	
Fondos Propios	Sector	100392	85514	89429	301794	678784	676571	778577	700551	648934	649180	772722	
	Catalana	191018	180000	205039	247046	412529	456956	706628	579156	621948	665455	691932	
	Mapfre	1162987	1280709	1325736	4786569	6340991	6933789	7028865	7065161	7098774	7059265	6979454	
Total Activo	Sector	149860	139269	267355	415548	1007775	961622	1088604	1009289	935395	926026	1116728	
	Catalana	198786	192963	345579	374239	680070	1073004	1106792	1171774	1246941	1230495	1198847	
	Mapfre	1459023	1605354	1693235	5917954	8824763	8923348	9162201	9355090	9398044	9313706	9360890	

Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

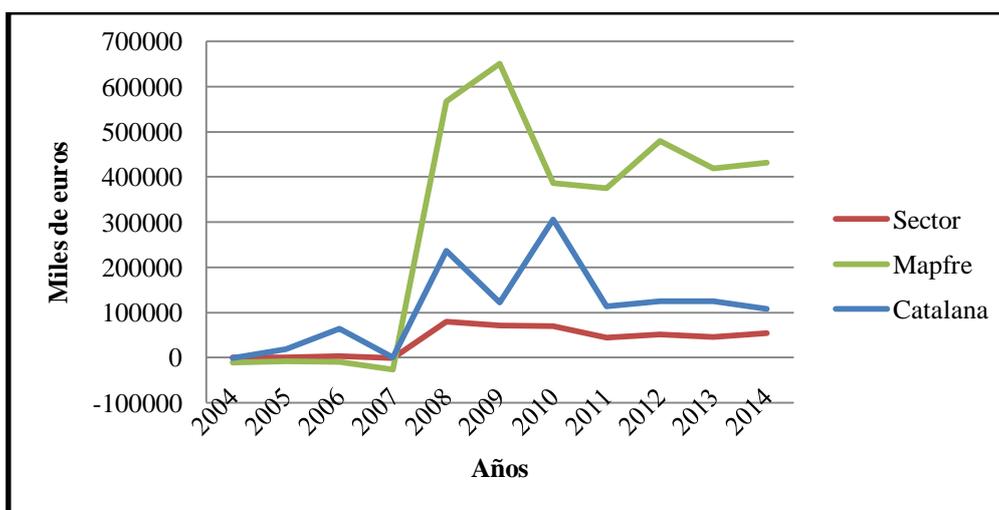
Para poder comparar todos los datos que se dan del sector con los datos de las empresas en estudio se han dividido los mismos entre el número de empresas al que hacen referencia los datos. Para poder visualizar más fácilmente tanto la evolución de

las empresas como del sector, así como las diferencias que existen entre ellas, procedemos a su representación gráfica a continuación.

5.1.1. EBIT y EBITDA

Estos indicadores miden la capacidad de la empresa para generar beneficios considerando solo la capacidad productiva, es decir, indica si la empresa agrega valor o no. Hasta el año 2007 vemos que la evolución tanto del sector como de las dos empresas ha sido muy similar, pero es en este año, pleno estallido de la crisis, cuando ambas empresas despegan, presentando Mapfre una subida muy superior, quedándose Catalana más próxima a la tendencia media del sector.

Gráfico 5.1. EBIT

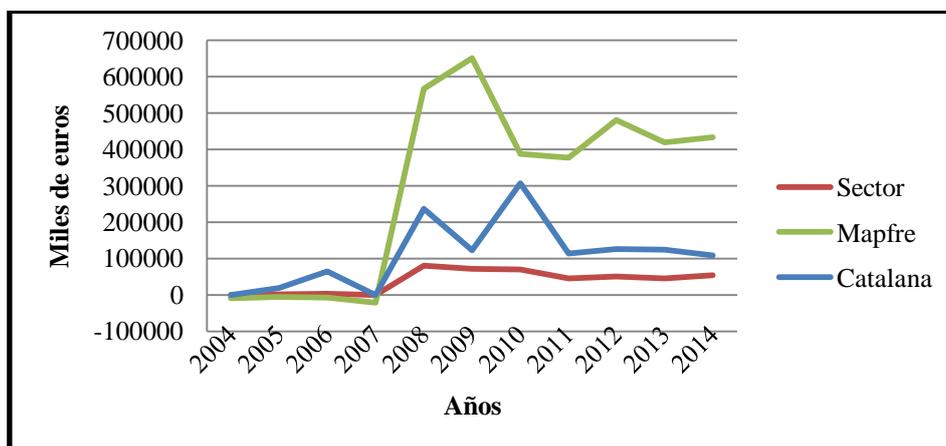


Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI

Este hecho puede atribuirse a la gran inversión que realizó Mapfre en ese año (2007) al comprar la aseguradora estadounidense Commerce, que es la inversión más grande de la historia de Mapfre, por lo que se ha visto que su capacidad productiva ha aumentado. Por otro lado, también es de destacar, aunque en menor medida, el aumento

de Catalana Occidente y esto puede derivarse, como le pasó a Mapfre, de la compra de una compañía, en este caso, de Atradius.

Gráfico 5.2. EBITDA

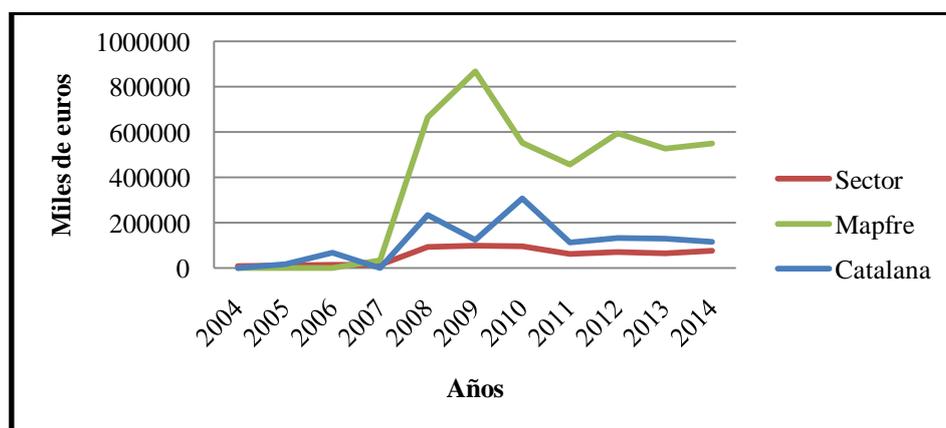


Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

5.1.2. Ingresos de explotación

Este apartado nos habla de las fuentes de las que la empresa obtiene sus ganancias. En este caso, los ingresos derivan de la comercialización de seguros.

Gráfico 5.3. Ingresos de explotación



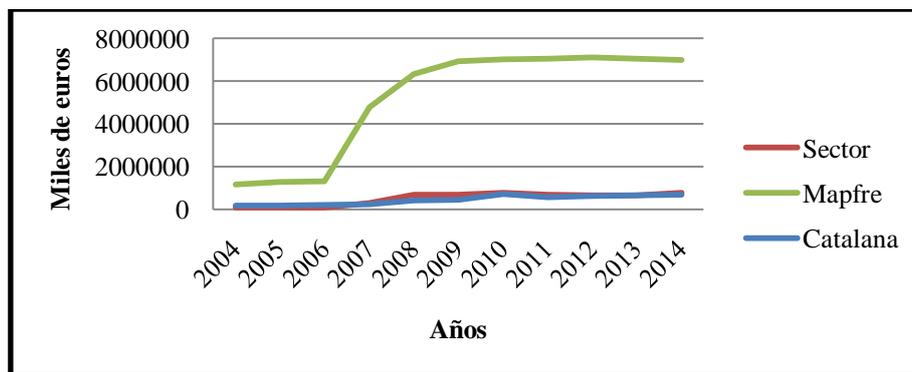
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

Observando el gráfico vemos tendencias muy similares a las mostradas en el apartado anterior, y es que la motivación de esas subidas es la misma, ya que al ser una empresa internacional tiene su negocio diversificado y, por ello, a pesar de que la situación de la economía de nuestro país no sea la mejor, obtiene ingresos de otros estados, en este caso motivado por la compra de la compañía estadounidense, como ya comentamos anteriormente.

5.1.3. Fondos propios

Los fondos propios son parte del patrimonio neto de la misma, los cuales proceden principalmente de las aportaciones que realizan los socios y del beneficio que la empresa retiene.

Gráfico 5.4. Fondos propios



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

En el gráfico podemos observar cómo es Mapfre la tendencia que resalta, ya que tanto el sector en general, como en particular Catalana Occidente han mantenido a lo largo del periodo una tendencia constante de fondos propios. El año de mayor crecimiento de fondos propios para Mapfre fue el año 2007 y esto fue debido a la transformación que tuvo en ese mismo año, donde cambió su forma jurídica para ser una Sociedad Anónima y realizó una ampliación de capital social (aportaciones de los

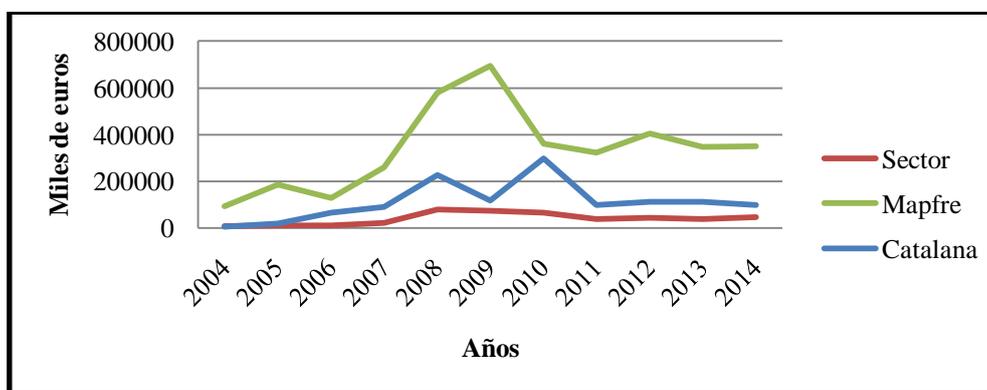
socios) por valor de 108.082.063,30 euros, pasando de tener un capital suscrito en el año 2006 de 119.450.000 euros a tener en el año 2007 un capital por valor de 227.533 euros.

Por el otro lado, tenemos a Catalana Occidente, que se mantiene con un capital social para todo el periodo de 36.000.000 de euros, por lo que nunca realizó ampliaciones de capital, únicamente hizo un *split* por el que multiplicó por cinco su número de acciones pero no así su volumen de capital. Por ello, las pequeñas variaciones que presentan los fondos propios de esta empresa vienen derivados del aumento de reservas o beneficios no distribuidos.

5.1.4. Resultado del ejercicio

En este apartado vemos las rentas que generan, tanto las dos empresas en estudio como el sector en general, en el ejercicio de sus actividades.

Gráfico 5.5. Resultado del ejercicio



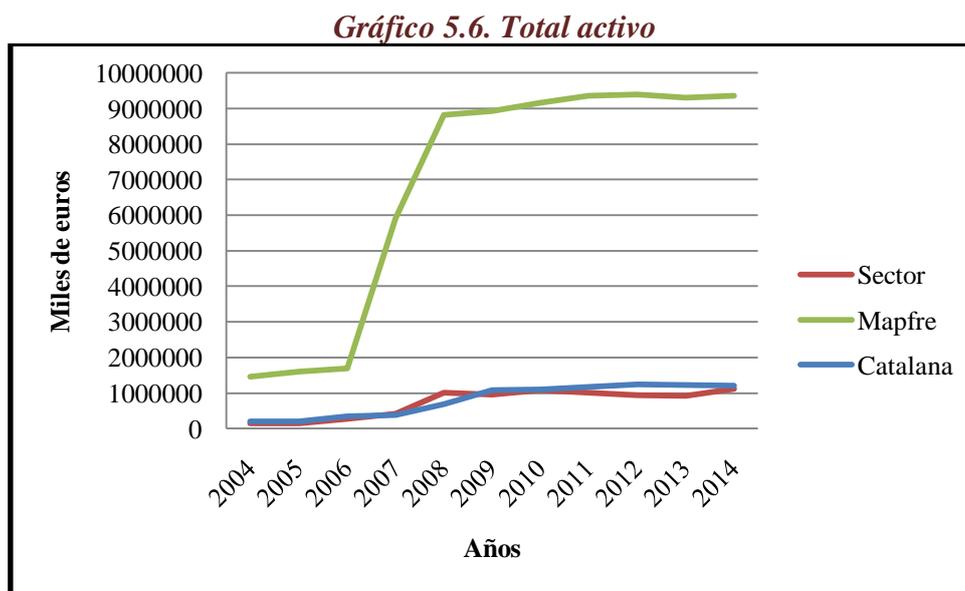
Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

En este gráfico vemos como la tendencia del sector a lo largo de la historia es casi completamente estable, en cambio las empresas sufren cambios bruscos. En este caso las caídas que se observan desde el año 2009 a 2011 han asegurado ambos

presidentes de las compañías que se debe a que el aumento de paro ha disminuido la demanda de seguros.

5.1.5. Total activo

Para las aseguradoras la mayoría de sus activos son financieros, ya que su negocio se basa en el cobro de primas, para su posterior inversión, en caso de que no haya siniestros. Dentro del total, podemos destacar la partida de “otros activos” la cual aumentó mucho del año 2006 al 2008, concretamente la partida de “gastos de adquisición de carteras de pólizas” y es que en este periodo de tiempo es cuando Mapfre se hizo con la empresa estadounidense, como ya se ha comentado anteriormente.



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

Como hemos visto en todos los gráficos analizados, el comportamiento de Catalana Occidente y el del sector se parecen bastante. Por el contrario, Mapfre muestra cantidades muy superiores.

5.1.6. Cotizaciones

Además del análisis que se ha realizado a través de las principales partidas contables, es también interesante comparar las empresas con el sector a través de las cotizaciones de sus acciones, ya que este ha sido un punto relevante para la elección de las empresas, porque son las dos únicas aseguradoras españolas que cotizan en Bolsa. Tanto Catalana Occidente como Mapfre cotizan en el mercado continuo, pero Mapfre va un paso por delante ya que pertenece a las empresas del IBEX 35. Para su mejor estudio vamos a comparar ambas con el Índice General de la Bolsa de Madrid, y también con una parte más específica del mismo como es el sector seguros.

Gráfico 5.7. Cotizaciones de Mapfre



Fuente: Bolsa de Madrid.

Mínimo valor de cotización: julio de 2012

En el Gráfico 5.7 se puede observar cómo el valor de cotización tanto del sector asegurador como en particular de Mapfre, van bastante por encima de la tendencia que presenta el IGBM en el periodo que va desde principios del año 2013 hasta mediados del 2014. El mínimo valor de cotización sucedió en julio de 2012 donde tanto el sector como la empresa tuvieron una fuerte caída llegando a mínimos históricos, uniéndose a

la tendencia del índice general de la Bolsa de Madrid. Esto puede deberse al hundimiento de Bankia, ya que esta inversión se encontraba recogida en las cuentas de Mapfre a valor de mercado y como la caída fue tan grande y poseía una proporción significativa, la pérdida de valor se refleja claramente en los resultados. Además, nos encontrábamos en una época de incertidumbre con respecto a la intervención o no de España por parte de la Unión Europea, lo cual le afectaba a la empresa en gran medida ya que tiene una parte de sus inversiones en deuda española.

Máximo valor de cotización: abril de 2015

Mapfre en abril de 2015 presenta su mayor valor de cotización. En estas fechas la bolsa se estaba viendo afectada por la cuestión de Grecia y por el eventual repunte de los tipos en EEUU. En este escenario, los analistas apuestan por valores como Mapfre y lo hacen por dos cuestiones: la primera de ellas es la venta de Catalunya Banc y la segunda el acuerdo con Fujitsu para el aseguramiento de equipos informáticos de la empresa.

Gráfico 5.8. Cotizaciones de Catalana Occidente



Fuente: Bolsa de Madrid.

Mínimo valor de cotización: Mayo de 2012

En Mapfre veíamos como coincidían los valores mínimos de los tres índices en la misma fecha, pero para el caso de Catalana Occidente no es así, ya que su mínimo valor de cotización lo encontramos unos meses antes que el resto. Lo que a Catalana Occidente le afectó en su cotización, aparte de encontrarse en un entorno desapacible como el de Mapfre, fue la compra de Plus Ultra Seguros cuya matriz en ese año registró grandes pérdidas (Groupama), lo que no fue visto con buenos ojos por parte de los inversores e hizo alcanzar a la empresa su mínimo histórico.

Máximo valor de cotización: Diciembre de 2015

Para el punto máximo pasa lo mismo que para el mínimo, Catalana no va acorde con el mercado sino que en este caso alcanza su máximo siete meses más tarde que el resto de índices. Esta fuerte subida puede venir derivada de las buenas perspectivas que se auguraban para el sector asegurador acompañadas de los beneficios que obtuvo en los nueve primeros meses del 2015, donde además incorporó la parte que no había adquirido anteriormente de la aseguradora Plus Ultra. Además de todo esto es de resaltar que en el año 2015 Catalana Occidente repartió dos veces dividendo uno en julio y otro en octubre.

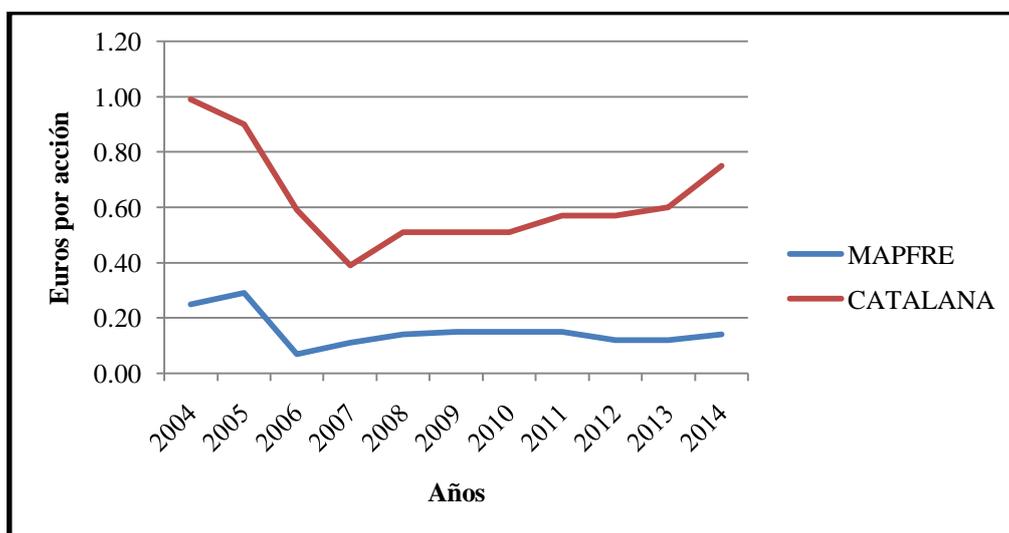
5.1.7. Dividendos

Por último, vamos a estudiar el crecimiento que han tenido los dividendos, ya que es conveniente a la hora de predecir el crecimiento de los beneficios. Esto se deduce porque los directivos cuando esperan ganancias altas sostenibles suelen aumentar el reparto de dividendos de la empresa (<http://www.expansion.com/diccionario-economico/politica-de-dividendos.html>).

Para proceder a su estudio representamos gráficamente los dividendos que han repartido tanto Mapfre como Catalana Occidente en el periodo que va desde el año 2004 hasta el año 2014.

A la vista del Gráfico 5.9, se aprecia que el compromiso de Catalana Occidente con sus accionistas a la hora del reparto de dividendos es mucho mejor que el de Mapfre. Tanto es así que mientras la media de dividendos que ha repartido Mapfre en estos años se sitúa en 0,15 € por acción, la de Catalana Occidente es de 0,62€ por acción, es decir de media reparte cuatro veces más Catalana que Mapfre.

Gráfico 5.9. Dividendos

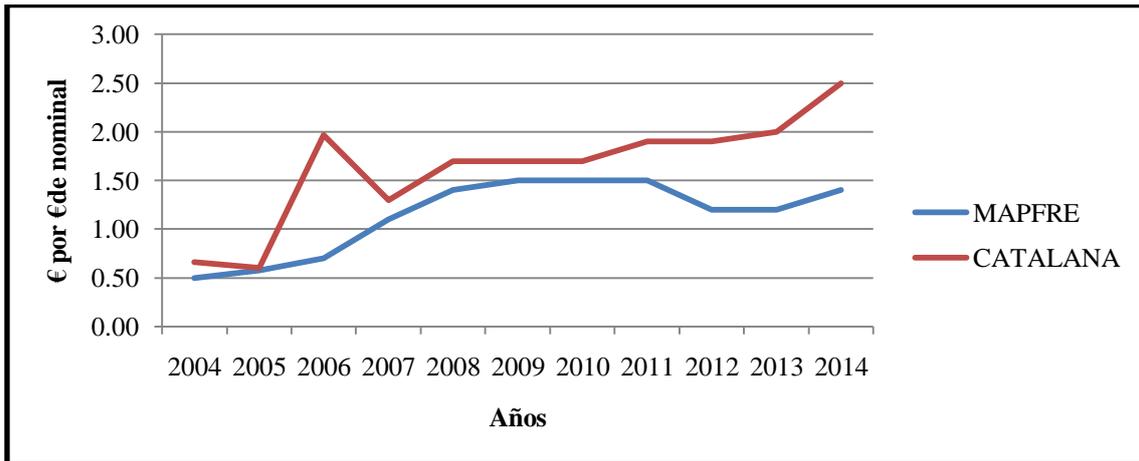


Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de <http://www.invertia.com/>

En el caso de Catalana, vemos un descenso en el año 2007 y es que en este año, como ya comentamos anteriormente, aumentaron sus fondos propios y esto viene motivado porque en lugar de repartir dividendos aumentaron las reservas de la empresa, a causa de la nueva regulación que ya se estaba planteando para el sector asegurador. Por el otro lado, encontramos a la aseguradora Mapfre, con una tendencia constante en el reparto de dividendos a partir del año 2007.

Para ver más claramente la rentabilidad que han obtenido los accionistas relacionamos los dividendos que la empresa ha repartido con el valor nominal de las acciones.

5.10. Relación entre el importe de los dividendos y el valor nominal de las acciones



Fuente: Elaboración propia datos obtenidos de <http://www.invertia.com/>

Ahora sí podemos afirmar que la rentabilidad que han obtenido los accionistas de Catalana Occidente en estos últimos años ha sido mayor que la de los accionistas de Mapfre, ya que por cada euro de nominal invertido la retribución en dividendos ha sido mayor en Catalana, llegando a su máximo en el año 2014 con 2,50€ por cada euro de nominal. En el año 2006 hay que destacar el bifurcamiento que se produce en la tendencia de ambas empresas. Este hecho vino motivado por el *split* que realizaron ambas en ese año, ya comentado anteriormente.

5.2. RATIOS

En este apartado aplicaremos el análisis de ratios, tanto a las dos empresas seleccionadas como al grupo de comparación del sector. Se analizará la rentabilidad financiera, el endeudamiento, la rentabilidad económica, las tasas de impuestos

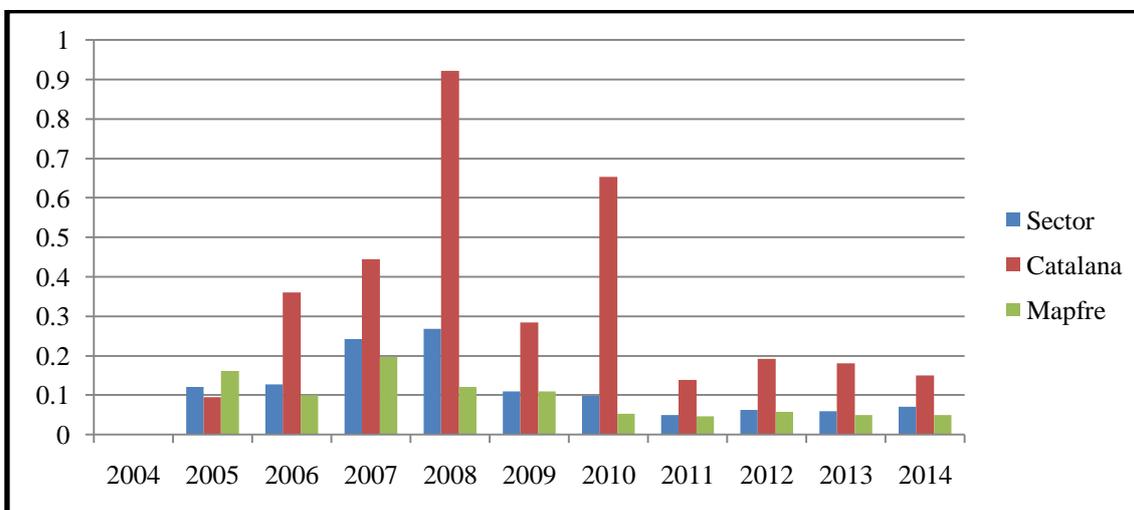
efectivas, así como los ingresos medios que genera cada empleado. La fundamentación teórica de este apartado se ha basado el estudio realizado por Nissim (2010), adaptándola a los datos de los que podíamos disponer.

5.2.1. Rentabilidad sobre recursos propios (ROE)

El ROE es una medida que resume la rentabilidad de todas las actividades de la empresa. Para ello, mide el retorno por cada unidad monetaria de inversión de capital. Si y sólo si, el resultado de este ratio es mayor que el coste del capital invertido por los accionistas (Fondos Propios), la empresa crearía valor. Para el cálculo de este ratio aplicamos la siguiente fórmula:

$$ROE = \frac{\text{Resultado del ejercicio}_t}{\text{Fondos Propios}_{t-1}}$$

Gráfico 5.11. ROE



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

En el Gráfico 5.11 observamos como el comportamiento del sector en su conjunto y el de Mapfre son muy similares. En la primera parte del periodo en estudio

(2005 – 2008) el ROE del sector presenta año a año un crecimiento hasta llegar hasta su punto más alto en 2008. A partir de este año cae llegando a situarse en torno a un 5%.

Por su parte, Mapfre no llega a rentabilidades tan elevadas, dándose su máximo en el año 2007 con una rentabilidad del 20%. En el año 2008 sufre una fuerte caída. Este hecho viene derivado del gran aumento que tuvo la partida de fondos propios en el año 2007 (para calcular ROE se utilizan los datos de los fondos propios en “t-1”) debido a la ampliación de capital que realizó, como ya comentamos en el Gráfico 5.4. Fondos propios. Dicha caída no fue demasiado grave debido al aumento del resultado del ejercicio para ese año, pero en posteriores años cuando el resultado del ejercicio disminuyó, su rentabilidad se vio más perjudicada.

En el caso de Catalana Occidente, vemos que obtiene rentabilidades muy superiores al resto del sector, aunque sigue el mismo patrón de crecimiento hasta el año 2008 para después descender. Estos grandes crecimientos seguidos de fuertes caídas podemos explicarlos a través de la propiedad que tiene el ROE de reversión a la media, es decir, un ROE alto es seguido por un menor ROE y una disminución de las ganancias es seguida de un aumento de las ganancias. Esta tendencia de reversión a la media del ROE se debe a diversos motivos, como las fuerzas económicas, la contabilidad, la competencia entre las empresas, la entrada y salida de empresas, ganancias transitorias o las crisis económicas (Nissim, 2010). Además de esto, hemos de destacar los dos picos más altos, que se producen en los años 2008 y 2009, coincidiendo esos mismos picos con los del Gráfico 5.5, donde está representado el resultado del ejercicio.

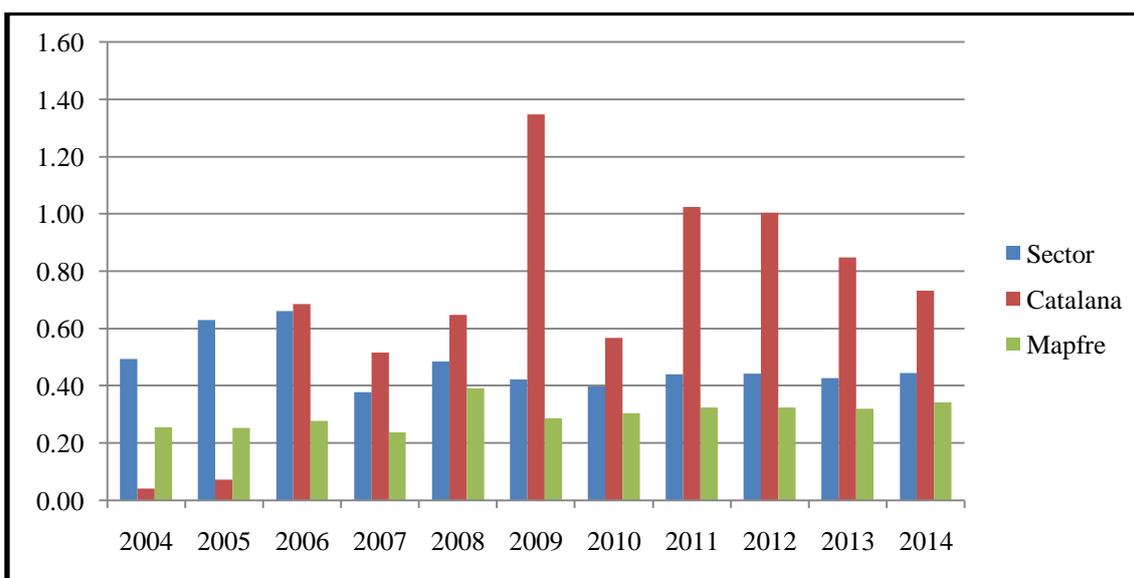
5.2.2. Endeudamiento

En el contexto del análisis de rentabilidad, esta relación mide la eficiencia con la que las aseguradoras utilizan sus recursos de capital para generar beneficios. En caso de que el ratio sea menor que uno significaría que la aseguradora no está utilizando plenamente su capital. Este hecho en principio no tendría por qué ser malo ya que esto significaría que la empresa todavía tiene posibilidades de crecimiento, debido a que su capacidad de endeudamiento no está totalmente agotada. Por el lado contrario,

encontramos un ratio mayor a uno, con el que la empresa tendría un exceso de financiación. Las empresas con una elevada proporción de deuda dependen de los mercados de deuda por lo que son más sensibles a los cambios en las tasas de interés, a los márgenes de crédito y a la disponibilidad de fondos, ya que las empresas tienen una capacidad limitada para pedir fondos adicionales cuando la necesidad de tales préstamos surge. Además, un alto apalancamiento financiero implica también que hay un relativamente pequeño colchón de capital disponible para absorber pérdidas. Para el cálculo de este ratio aplicamos la siguiente fórmula:

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Total Pasivo}_t}{\text{Fondos Propios}_t}$$

Gráfico 5.12. Endeudamiento



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

En el Gráfico 5.12 podemos ver las dos empresas comparadas con el sector. En primer lugar, comentar la tendencia constante que presenta el sector, manteniéndose en un nivel muy inferior a uno, por lo que podríamos decir que las empresas que hemos seleccionado para la representación del sector no están muy endeudadas.

En segundo lugar, observamos la tendencia de Catalana Occidente, en la cual vemos cómo, para los primeros años del estudio, presenta un ratio muy bajo (menor a uno), cambiando esta tendencia a partir del año 2006. En el año 2009 superó el valor de uno, por lo que la aseguradora pasó a financiarse mayoritariamente con fondos ajenos. En concreto, la partida que aumentó considerablemente en dicho año es “Otros pasivos líquidos”. Al ser una compañía aseguradora, este crecimiento indica un aumento del número de asegurados, reflejando un mayor grado de actividad de la empresa.

Por último, describimos la tendencia de Mapfre, la cual siempre ha mantenido un ratio de endeudamiento por debajo de uno, por lo que su financiación mayoritariamente se hace a través de sus fondos propios.

5.2.3. Rendimiento de las inversiones

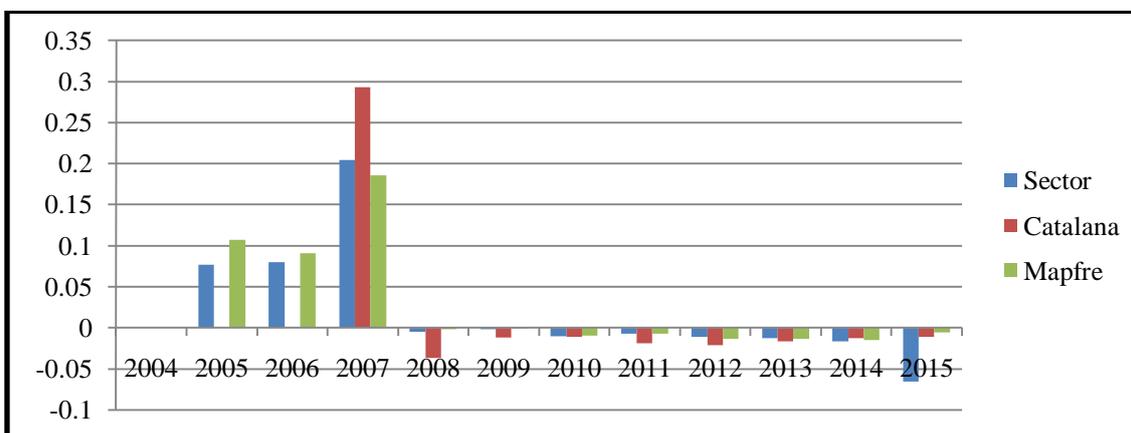
Para conocer el rendimiento que dan las inversiones realizadas por la empresa, confrontamos el resultado financiero de la empresa con los activos financieros, como en este caso no disponemos de la partida específica de los activos financieros seleccionamos la de “Otros activos fijos” en la que están incluidos. Este ratio refleja el éxito o fracaso de las inversiones realizadas por la empresa. Para el cálculo de este ratio aplicamos la siguiente fórmula:

$$Rto.Inversiones = \frac{Resultado\ del\ ejercicio_t}{Otros\ Activos\ Fijos_{t-1}}$$

En el Gráfico 5.13 destacamos el cambio del año 2007 al año 2008, donde pasa de tener un ratio positivo a negativo, y resalta la gran caída de Catalana Occidente para dicho año. Este gran descenso se debe tanto a que el resultado financiero descendió tanto que llegó hasta resultados negativos, como al gran aumento que experimentó la partida de Otros activos fijos, que como ya se ha comentado en otros apartados se debió a la adquisición de otras empresas. La caída del resultado financiero puede explicarse a

través de la crisis que sufrió España y que justamente se desencadenó en el año 2008 donde el rendimiento de las inversiones pasa a ser negativo.

Gráfico 5.13. Rendimiento de las inversiones



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

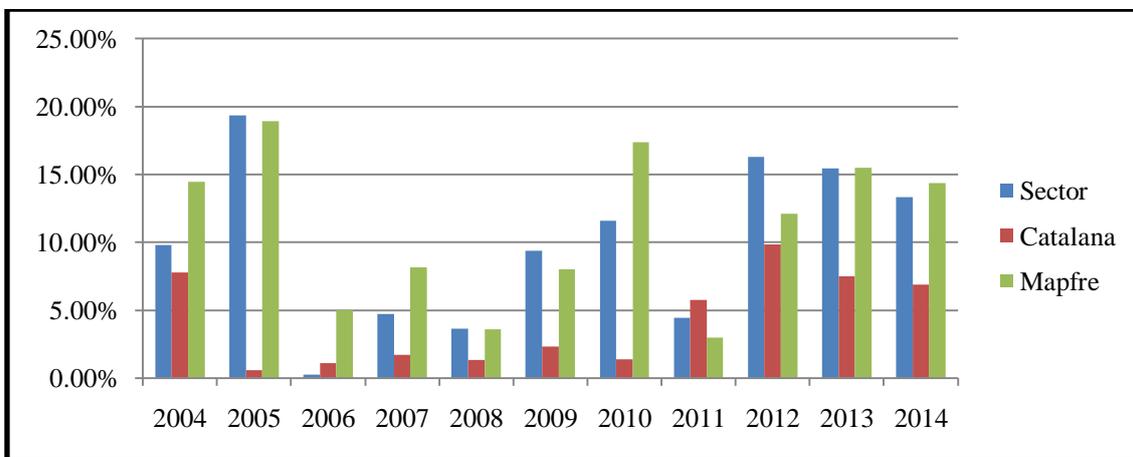
5.2.4. Tasa efectiva de impuestos

Las tasas que las empresas tienen que pagar son una partida importante y de la cual no hay que perder detalle, ya que merman en gran medida los resultados que obtiene la empresa. Por este motivo, la tasa efectiva de impuestos se relaciona positivamente con los ingresos, ya que cuantos más ingresos obtenga la compañía, mayor será el importe de impuestos que tendrá que pagar. Para el estudio de este ratio utilizaremos el Impuesto de Sociedades, ya que es el que se utiliza en España y es el medio por el que tributan ambas empresas en estudio, y como contraparte los resultados antes de impuestos que obtienen las empresas y el sector. Para el cálculo de este ratio aplicamos la siguiente fórmula:

$$\text{Tasa Efectiva de Impuestos} = \frac{\text{Impuesto de Sociedades}_t}{\text{Resultado antes de impuestos}_t}$$

En el Gráfico 5.14 podemos ver cómo han variado los tipos impositivos del año 2004 al 2014. Comenzamos fijándonos en el año 2005, y es que en este año Mapfre soportó la mayor carga de impuestos del periodo, en cambio, Catalana fue el año que menos impuestos pagó. Para el resto de años vemos tendencias parecidas tanto para Catalana Occidente como para Mapfre y para el sector, es decir, para casi todos los años Catalana Occidente es la que menos carga impositiva tiene y Mapfre y el sector los que más, teniendo estos dos últimos una tendencia parecida.

Gráfico 5.14. Tasa efectiva de impuestos



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

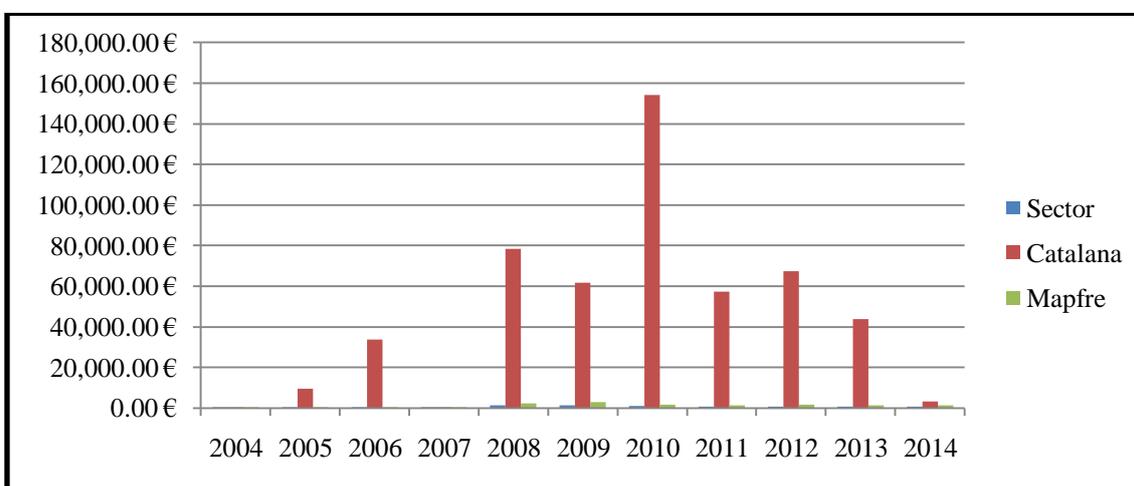
5.2.5. Ingresos recurrentes por empleado

Es interesante también conocer los ingresos que de media produce cada empleado, sobre todo en empresas de servicios donde las habilidades de los empleados son un recurso particularmente importante. Para llevar a cabo su medición, dividimos los ingresos de explotación de la empresa entre el número de empleados que la forman. Para el cálculo de este ratio aplicamos la siguiente fórmula:

$$\text{Ing. por Empleado} = \frac{\text{Ingresos de Explotación}_t}{\text{Número empleados}_t}$$

A la vista del Gráfico 5.15, vemos que los empleados que más ingresos reportan a la empresa en un principio son los de Catalana Occidente, y esto es así debido al bajo número de empleados que presenta la misma, aunque he de decir que las grandes variaciones que se producen en Catalana vienen producidas por el gran aumento que experimentan los ingresos, no así porque el número de empleados varíe, ya que se mantiene estable para todos los años. Por el otro lado, encontramos a Mapfre y al sector que no presentan grandes variaciones para el periodo en estudio, donde tanto el número de empleados como los ingresos van aumentando progresivamente en cada periodo.

Gráfico 5.15. Ingresos recurrentes por empleado



Fuente: Elaboración propia, datos obtenidos de SABI.

Los datos no los podemos tomar como válidos debido a que las compañías no contabilizan como empleados a los mediadores, los cuales les reportan la mayor de las ventas que realizan.

6. CONCLUSIONES

Cómo último apartado, vamos a dar las conclusiones a las que hemos llegado con el estudio que se ha realizado.

El estudio que hemos realizado incluye dos periodos totalmente diferentes, uno de crecimiento y otro de crisis. Este hecho lo hemos visto reflejado en todas las variables. Vimos cómo a partir del año 2008, primer año en que la crisis tiene efecto en España, la producción del país decae, así como los tipos de interés, lo que se traduce en todo un reto para nuestras aseguradoras. Por otro lado, también observamos cómo aumentan las tasas de inflación, lo que provoca una balanza de pagos deficitaria, ya que los países con los que comercializamos tienen dichas tasas inferiores por lo que con unos productos/servicios encarecidos nuestras exportaciones se ven reducidas. Además, las elevadas tasas de inflación reducen la capacidad de ahorro de las familias, lo que unido a un gran aumento del desempleo provoca que las aseguradoras tengan que adaptarse a las nuevas necesidades de sus clientes, reduciendo el valor de las primas (filosofía *low cost*) para ajustarse a los ingresos de los que en esta época disponen las familias.

A pesar de esta mala situación, tanto financiera como económica, hay que destacar cómo el sector asegurador ha superado mejor la crisis financiera que otros sectores. Este hecho se debe a que las entidades de seguros pertenecen a un sector anticíclico, el cual en épocas de bonanza económica no consigue altas rentabilidades, pero tampoco sufre caídas tan fuertes en periodos de crisis, y todo esto deriva de la naturaleza de su actividad, al cobrar el servicio antes de su prestación. Aunque la crisis no se haya concentrado en este sector, sí que se ha revisado la relevancia del mismo para la estabilidad financiera, ya que las estrategias de inversión de las entidades aseguradoras son importantes para el mercado, y esto unido al gran número de primas que las mismas gestionan, hacen que sobre el sector recaiga una mayor regulación. Por este motivo, se han puesto medidas para la supervisión y estandarización de normas contables y de solvencia, de las compañías tanto a nivel internacional como a nivel europeo, este último con la entrada en vigor de “Solvencia II”, por el cual las entidades tienen que superar un gran reto para cumplir con lo descrito en dichas normas.

En este contexto de inestabilidad, estas dos aseguradoras han sabido superar mejor que otras entidades las trabas que se les iban presentando. Para ello, han utilizado la internacionalización principalmente, ya que la economía del país no les permitía alcanzar sus metas. Dicha internacionalización se ha basado en ambos casos en la compra de entidades extranjeras, aumentando así su capacidad productiva y sus ingresos.

En cuanto a la situación de ambas empresas en el mercado bursátil, se ha visto cómo las dos han representado su mínimo y su máximo valor de cotización en el mismo año, aunque por motivos diferentes. En este caso, Mapfre se ha visto más afectado por la caída del sector financiero (hundimiento de Bankia) y la situación de la deuda española. Aunque debido a las grandes perspectivas que han tenido los inversores en el sector han remontado con relativa facilidad ambas empresas.

Una característica que hemos visto muy diferenciadora entre ambas es la forma de actuar frente al reparto de dividendos, donde Catalana Occidente siempre resalta, y es que esta empresa al no tener el mismo peso y confianza que Mapfre en el mercado, retribuye mejor a sus accionistas. Además, hemos comprobado como la nueva regulación ha afectado al reparto de dividendos entre los accionistas, ya que con su implantación, las empresas han descendido su reparto de dividendos para aumentar así sus reservas.

En lo relativo al análisis de ratios realizado, hemos visto que ambas empresas redujeron sus rentabilidades con el estallido de la crisis. Dichas rentabilidades se vieron mermadas por dos razones. Por un lado, por el incremento de fondos propios. Y por el otro lado, por la reducción de sus resultados, lo cual vino motivado según los presidentes de las compañías por la reducción de la demanda de seguros. La reducción de los resultados también afectó al rendimiento de sus inversiones, pero en este caso también tuvo que ver la adquisición que realizaron de otras compañías.

Hemos de destacar la supremacía de Catalana Occidente, la cual destaca por una elevada rentabilidad financiera. A pesar de que es una empresa más pequeña que

Mapfre, ya que tanto el número de trabajadores, como las cifras de negocio o el activo son menores, presenta unas expectativas de crecimiento mejores que las de Mapfre.

Para concluir, destacaremos que ambas empresas son líderes en el sector asegurador español, y que a pesar del contexto de crisis en el que nos encontramos ambas han consolidado su liderazgo y superado la etapa con creces, aunque en ciertos aspectos, como en la disminución de sus resultados, se hayan visto perjudicadas. Las claves de su éxito las hemos podido ver en la internacionalización a través de la compra de otras compañías extranjeras, así como la adaptación a las necesidades de los clientes (filosofía *low cost*).

7. BIBLIOGRAFÍA

Albarrán Lozano, I., y de Pablos Heredero, C.D. (2002). El perfil del consumidor en el sector asegurador español. *ESIC Market*, 112, 153-174.

Banco de España. (2014). Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2011: métodos, resultados y cambios desde 2008. *Boletín económico*, enero, 71-103.

Blanco-Morales Limones, P. y Guillén Estany, M. [Directoras] (2012). El sector asegurador ante las transformaciones del estado del bienestar. *Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación*, 48.

Blanco-Morales Limones, P. y Guillén Estany, M. (2010). Estudio sobre el sector asegurador en España 2010: los aspectos cualitativos de Solvencia II. *Papeles de la fundación*, 38.

Caruana de las Cagigas, L. y García Ruiz, J.L. (2009). La internacionalización del seguro español: el caso de Mapfre, 1969-2001. *ICE: Revista de economía*, 849, julio - agosto, 143-157.

Catalana Occidente, S.A. (2016). *Informes anuales 2002-2015*.

CETELEM. (2012). Análisis del consumo en España. *El observatorio*.

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (2016). *Informes del Sector 2002-2014*.

Fundación MAPFRE (2016). *Informes de mercados aseguradores 2002-2014*.

González de Frutos, M.D. (2000). Importancia económica y social del seguro. *Gerencia de Riesgos*, 18(72), 13-18.

González Martínez, C.I. y Marqués Sevillano, J.M. (2013). Las entidades de seguros ante el nuevo entorno financiero. *Estabilidad financiera*, 25.

Linares Peña, Á. (2007). Contabilidad y análisis de cuentas anuales de entidades aseguradoras. *Fundación Mapfre* .

Mapfre, S.A. (2016). *Informes anuales 2002-2015*.

Ministerio de Economía (2004). Actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2000-2004.

Montijano Guardia, F. (2001). Una análisis del grado de concentración y la demanda de seguros en la década de los noventa. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, (2694) , 37-48.

Nissim, D. (2010). Analysis and valuation of insurance companies. *Center for Excellence in Accounting and Security Analysis* .

Ortega, E. (2012). Claves de la crisis económica española y retos para creer en la UEM. *Documentos ocasionales N° 1201. Banco de España*.

Ruíz, J.L. (2009). La internacionalización del seguro español en el siglo XX. *Revista de Historia Industrial*, 41 , 17-48.

Sánchez Ballesta, J.P. (2002). Análisis de Rentabilidad de la empresa. *5campus* .

Serra, J.M. (2011). Grupo Catalana Occidente: Una empresa familiar entre los mayores grupos aseguradores españoles. *Universia Business Review* , 32.

Soley, J. (2011). Basilea III, Solvencia II y las Compañías de Seguros. *XVIII Simposio Anual del CIIF*. Madrid.

Tascón Fernández, M.T. (2015) Apuntes de la asignatura Valoración de activos financieros y empresas. *Universidad de León*

TATUM (2009). *El sector asegurador en tiempo de crisis*.

UNESPA (2011). Memoria Social del Seguro Español 2011. *Asociación empresarial del seguro* .

UNESPA. (2012). Tendencias de empleo en el sector asegurador. *Asociación empresarial del seguro* .

Vergés, R. (2012). Estadísticas de vivienda libre en España. 1987-2011. Series operativas de compraventas y precios. *Estadística española*, 54 (179), 357-420.

PÁGINAS WEB

Banco de España - Publicaciones - Publicaciones anuales - Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España. Recuperado 7 de febrero de 2016 a partir de http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Balanza_de_Pagos/index2000.html

Catalana Occidente ganó un 55,5% menos en 2008. Recuperado 7 de febrero de 2016, a partir de <http://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-economia-finanzas-catalana-occidente-gano-555-menos-2008-20090302131903.html>

Catalana Occidente, pasión por las compras | Mercados | Cinco Días Recuperado 8 de febrero de 2016, a partir de http://cincodias.com/cincodias/2015/06/19/mercados/1434722832_353226.html

Cotizaciones históricas de MAPFRE. Yahoo Finanzas. Recuperado 7 de febrero de 2016, a partir de <https://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=MAP.MC&b=1&a=00&c=2004&e=5&d=05&f=2016&g=v>

Dividendos MAPFRE. Recuperado 7 de febrero de 2016, a partir de <http://www.invertia.com/mercados/bolsa/empresas/mapfre/dividendos-rv011mapfre>

Dividendos CATALANA OCCIDENTE. Recuperado 7 de febrero de 2016, a partir de <http://www.invertia.com/mercados/bolsa/empresas/catalana-occidente/dividendos-rv011catalan>

Economía/Finanzas.- Grupo Catalana Occidente hará un 'split' de cinco acciones nuevas por cada una antigua - elEconomista.es. Recuperado 9 de febrero de 2016, a partir de <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/5535/04/06/Economia-Finanzas-Grupo-Catalana-Occidente-hara-un-split-de-cinco-acciones-nuevas-por-cada-una-antigua.html>

El mercado blando en No Vida en España va a prolongarse todavía un tiempo más. Recuperado 4 de marzo de 2016, a partir de <https://www.inese.es/noticias/el-mercado-blando-en-no-vida-en-espana-va-prolongarse-todavia-un-tiempo-mas#.V78N8PmLTIV>

España (2002). Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, por el cual se aprueba el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. *Boletín Oficial del Estado*, (298, 13 de diciembre), 43361-43383 Recuperado 2 de febrero de 2016, a partir de <https://www.boe.es/boe/dias/2002/12/13/pdfs/A43361-43383.pdf>

España (2004). Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados. *Boletín Oficial del Estado*, (267, 5 de noviembre), 36602-36651. Recuperado 3 de febrero de 2016, a partir de <https://www.boe.es/boe/dias/2004/11/05/pdfs/A36602-36651.pdf>

Grupo Catalana Occidente S.A. Recuperado 18 de mayo de 2016 a partir de <http://www.grupocatalanaoccidente.com/es-ES>

Instituto Nacional de Estadística (Spanish Statistical Office). Recuperado 20 de julio de 2016, a partir de <http://www.ine.es/>

MAPFRE S.A. Recuperado 18 de mayo de 2016, a partir de <https://www.mapfre.com/>

MAPFRE aumenta su beneficio un 23,2% en 2008, hasta los 900,7 millones / *Inese.es* la página de información del sector seguros Recuperado 10 de marzo de 2016, a partir de <https://www.inese.es/noticias/mapfre-aumenta-su-beneficio-un-232-en-2008-hasta-los-9007-millones#.V3gQbZ2bvIV>

Ratios de rentabilidad Recuperado 12 de marzo de 2016, a partir de <http://www.expansion.com/diccionario-economico/ratios-de-rentabilidad.html>

8. ANEXOS

Anexo 8.1. Datos Gráfico 2.2

AÑOS	PRIMAS BRUTAS / PIB P.M.
2000	6.64%
2001	6.29%
2002	6.85%
2003	5.45%
2004	5.51%
2005	5.49%
2006	5.46%
2007	5.25%
2008	5.43%
2009	5.74%
2010	5.40%
2011	5.68%
2012	5.47%
2013	5.36%
2014	5.29%

Anexo 8.2. Datos Gráfico 2.3

AÑOS	CUENTAS CORRIENTE + CAPITAL	CUENTA CORRIENTE	CUENTA CAPITAL
2003	-19745	-27910	8165
2004	-35736	-44164	8428
2005	-58680	-66860	8180
2006	-78561	-84736	6175
2007	-100800	-105378	4578
2008	-100499	-105973	5474
2009	-50206	-54481	4275
2010	-41138	-47427	6289
2011	-34316	-39787	5471
2012	-4679	-11268	6589
2013	15799	7965	7834

Anexo 8.3. Datos Gráfico 2.4

AÑOS	BALANZA DE PAGOS SEGUROS
2003	-355
2004	-348
2005	-331
2006	-941
2007	-833
2008	-518
2009	-318
2010	-515
2011	-493
2012	-238
2013	-506
2014	-600

Anexo 8.4. Datos Gráfico 2.5

AÑO	PORCENTAJE ANUAL
1995	9.00%
1996	9.00%
1997	7.50%
1998	5.50%
1999	4.25%
2000	4.25%
2001	5.50%
2002	4.25%
2003	4.25%
2004	3.75%
2005	4.00%
2006	4.00%
2007	5.00%
2008	5.50%
2009 (Hasta Marzo)	5.50%
2009 (Desde Abril)	4.00%
2010	4.00%
2011	4.00%
2012	4.00%
2013	4.00%
2014	4.00%
2015	3.50%
2016	3.00%

Anexo 8.5. Datos Gráfico 2.6

AÑOS	ÍNDICE GENERAL	OTROS BIENES Y SERVICIOS	SEGUROS
2002	78.552	76.373	74.143
2003	80.939	78.909	76.942
2004	83.399	81.294	79.714
2005	86.208	83.790	82.574
2006	89.239	86.862	85.319
2007	91.726	89.692	87.871
2008	95.464	92.664	90.545
2009	95.190	94.996	93.639
2010	96.903	97.161	96.503
2011	100.000	100.000	100.000
2012	102.446	102.334	102.372
2013	103.889	104.422	104.282
2014	103.732	105.451	107.117
2015	103.213	107.129	110.179

Anexo 8.6: Datos Gráfico 2.7

TIPOS PRODUCTOS / SERVICIOS	PORCENTAJE
Productos alimenticios	14.05
Artículos de vestir	3.75
Alquileres	25.11
S° relacionados con la vivienda	2.82
Electric. Gas y combustibles	4.33
Compra y utilización de vehículos	10.17
Servicios de teléfono	2.89
Servicios recreativos y culturales	2.05
Comidas y bebidas fuera del hogar	7.7
Cuidados personales	2.41
Servicios de seguros	3.52
Resto	21.2

Anexo 8.7. Datos Gráfico 3.1

AÑOS	ENTIDADES OPERATIVAS
2003	350
2004	330
2005	312
2006	298
2007	297
2008	296
2009	294
2010	287
2011	279
2012	270
2013	264
2014	255

Anexo 8.8. Datos Gráfico 3.2

TIPO ASEGURADORA	NÚMERO
Sociedades anónimas	168
Mutuas	31
Mutualidades de prev. Social	53
Reaseguradoras especializadas	3
Total	255

Anexo 8.9. Datos Gráfico 3.3

AÑOS	RAMO DE VIDA	RAMO DE NO VIDA
2001	54.55%	45.45%
2002	54.83%	45.17%
2003	42.45%	57.55%
2004	42.09%	57.91%
2005	42.12%	57.88%
2006	43.51%	56.49%
2007	42.64%	57.36%
2008	45.58%	54.42%
2009	48.17%	51.83%
2010	46.94%	53.06%
2011	48.90%	51.10%
2012	46.25%	53.75%
2013	46.06%	53.94%
2014	45.20%	54.80%

Anexo 8.10. Datos Gráfico 3.4

AÑOS	PRIMAS BRUTAS DENVENGADAS
2000	41,858
2001	42,763
2002	49,919
2003	42,546
2004	46,099
2005	49,652
2006	53,255
2007	55,078
2008	59,447
2009	60,374
2010	58,373
2011	61,053
2012	57,746
2013	56,263
2014	56,016

Anexo 8.11. Datos Gráfico 3.5

AÑOS	GASTO MEDIO POR HOGAR
2006	931.39
2007	945.43
2008	977.95
2009	1004.87
2010	965.07
2011	992.91
2012	997.93
2013	953.82
2014	964.59

Anexo 8.12. Datos Gráfico 3.6

AÑOS	HABITANTES
2000	40.481625
2001	41.118269
2002	42.996555
2003	41.834808
2004	42.723818
2005	44.095915
2006	44.714526
2007	45.182937
2008	46.154503
2009	46.299080
2010	47.037067
2011	47.181607
2012	47.255319
2013	47.121441
2014	46.757930

Anexo 8.13. Datos Gráfico 3.7

AÑOS	PRIMAS / HABITANTES (€)
2000	1,034.00
2001	1,040.00
2002	1,161.00
2003	1,017.00
2004	1,079.00
2005	1,126.00
2006	1,191.00
2007	1,219.00
2008	1,288.00
2009	1,304.00
2010	1,241.00
2011	1,294.00
2012	1,222.00
2013	1,194.00
2014	1,198.00

Anexo 8.14. Datos Gráfico 3.8

AÑOS	Nº DE AUTOMOVILES	PRIMAS DE AUTOMOVIL
2001	24249871	9000000
2002	25065732	9950000
2003	25169452	10621000
2004	26432641	11237000
2005	27657276	11659000
2006	29054061	12026000
2007	30318457	12298000
2008	30969224	12107000
2009	30855969	11640000
2010	31086035	11535000
2011	31269081	11270000
2012	31203203	10607000
2013	30916836	10021000
2014	30976047	9882000

Valoración de entidades aseguradoras que cotizan en Bolsa

Anexo 8.15. Datos Gráfico 5.9

AÑOS	MAPFRE		CATALANA OCCIDENTE	
	DIVIDENDOS	VARIACIONES	DIVIDENDOS	VARIACIONES
2004	0.25		0.99	
2005	0.29	-0.137931	0.90	0.100000
2006	0.07	3.142857	0.59	0.525424
2007	0.11	-0.363636	0.39	0.512821
2008	0.14	-0.214286	0.51	-0.235294
2009	0.15	-0.066667	0.51	0.000000
2010	0.15	0.000000	0.51	0.000000
2011	0.15	0.000000	0.57	-0.105263
2012	0.12	0.250000	0.57	0.000000
2013	0.12	0.000000	0.60	-0.050000
2014	0.14	-0.142857	0.75	-0.200000
	<i>Media de los dividendos</i>	0.153636	<i>Media de los dividendos</i>	0.626364
	<i>Media de la variación</i>	0.246748	<i>Media de la variación</i>	0.054769

Anexo 8.16. Datos Gráfico 5.11

AÑOS	RESULTADO EJERCICIO			FONDOS PROPIOS			ROE		
	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre
2004	7470	4321	92856	100392	191018	1162987			
2005	12053	18263	187003	85514	180000	1280709	12.01%	9.56%	16.08%
2006	10891	64879	128642	89429	205039	1325736	12.74%	36.04%	10.04%
2007	21623	91225	261138	301794	247046	4786569	24.18%	44.49%	19.70%
2008	80706	227649	578343	678784	412529	6340991	26.74%	92.15%	12.08%
2009	74161	117314	693569	676571	456956	6933789	10.93%	28.44%	10.94%
2010	66420	298537	361939	778577	706628	7028865	9.82%	65.33%	5.22%
2011	38862	98080	321570	700551	579156	7065161	4.99%	13.88%	4.57%
2012	43641	111120	405452	648934	621948	7098774	6.23%	19.19%	5.74%
2013	38628	112495	346858	649180	665455	7059265	5.95%	18.09%	4.89%
2014	45600	99617	351326	772722	691932	6979454	7.02%	14.97%	4.98%

Valoración de entidades aseguradoras que cotizan en Bolsa

Anexo 8.17. Datos Gráfico 5.12

AÑOS	TOTAL PASIVO			FONDOS PROPIOS			ENDEUDAMIENTO		
	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre
2004	49467.93	7768.00	296036.00	100391.57	191018.00	1162987.00	0.49	0.04	0.25
2005	53755.06	12963.00	324645.00	85513.78	180000.00	1280709.00	0.63	0.07	0.25
2006	59101.28	140540.00	367499.00	89429.28	205039.00	1325736.00	0.66	0.69	0.28
2007	113753.65	127193.00	1131385.00	301793.88	247046.00	4786569.00	0.38	0.51	0.24
2008	328991.30	267541.00	2483772.00	678784.10	412529.00	6340991.00	0.48	0.65	0.39
2009	285050.64	616048.00	1989559.00	676571.36	456956.00	6933789.00	0.42	1.35	0.29
2010	310027.30	400164.00	2133336.00	778576.80	706628.00	7028865.00	0.40	0.57	0.30
2011	308738.18	592618.00	2289929.00	700550.64	579156.00	7065161.00	0.44	1.02	0.32
2012	286461.17	624993.00	2299270.00	648934.17	621948.00	7098774.00	0.44	1.00	0.32
2013	276845.58	565040.00	2254441.00	649180.08	665455.00	7059265.00	0.43	0.85	0.32
2014	344006.30	506915.00	2381436.00	772721.90	691932.00	6979454.00	0.45	0.73	0.34

Anexo 8.18. Datos Gráfico 5.13

AÑOS	RESULTADO FINANCIERO			OTROS ACTIVOS FIJOS			INVESTMENT YIELD/RETURN		
	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre
2004	6519.14	5085.00	83864.00	99241.93	178813.00	1122344.00			
2005	7621.76	_	120533.00	101538.94	178813.00	1453500.00	7.68%	_	10.74%
2006	8097.47	_	132342.00	107543.22	305967.00	1510966.00	7.97%	_	9.11%
2007	22013.88	89718.00	280674.00	342437.24	309999.00	5356750.00	20.47%	29.32%	18.58%
2008	-1619.60	-11336.00	-8826.00	910097.30	646253.00	8448030.00	-0.47%	-3.66%	-0.16%
2009	-1379.64	-7914.00	-8969.00	855608.45	1062909.00	8321361.00	-0.15%	-1.22%	-0.11%
2010	-8902.70	-12110.00	-77729.00	956029.20	1083666.00	8447819.00	-1.04%	-1.14%	-0.93%
2011	-7181.64	-20699.00	-63262.00	1079725.22	1121102.00	8561673.00	-0.75%	-1.91%	-0.75%
2012	-11650.33	-24176.00	-118150.00	902687.82	1202700.00	8680141.00	-1.08%	-2.16%	-1.38%
2013	-11309.75	-20225.00	-118013.00	815705.33	1185711.00	8551539.00	-1.25%	-1.68%	-1.36%
2014	-13735.20	-15165.00	-125192.00	976539.00	1162082.00	8552601.00	-1.68%	-1.28%	-1.46%
2015	-64022.50	-12542.00	-51480.50	5152614.50	1146179.00	4006435.50	-6.56%	-1.08%	-0.60%

Valoración de entidades aseguradoras que cotizan en Bolsa

Anexo 8.19. Datos Gráfico 5.14

AÑOS	IMPUESTO DE SOCIEDADES			RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS			EFECTIVE TAX RATE		
	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre
2004	606.00	364.00	10564.00	6186.43	4686.00	73113.00	9.80%	7.77%	14.45%
2005	1529.00	112.00	21283.00	7896.67	18374.89	112405.00	19.36%	0.61%	18.93%
2006	27.00	709.00	6150.00	11243.56	64170.22	122659.00	0.24%	1.10%	5.01%
2007	1014.00	1554.00	20797.00	21546.47	89671.04	254837.00	4.71%	1.73%	8.16%
2008	2844.00	2986.00	20110.00	78430.50	224662.60	558233.00	3.63%	1.33%	3.60%
2009	6520.00	2651.00	51616.00	69419.09	114662.98	641953.00	9.39%	2.31%	8.04%
2010	7053.00	4100.00	53606.00	60777.40	294437.13	308333.00	11.60%	1.39%	17.39%
2011	1675.00	5343.00	9253.00	37643.55	92736.47	312317.00	4.45%	5.76%	2.96%
2012	6418.00	9978.00	43848.00	39362.08	101142.48	361604.00	16.31%	9.87%	12.13%
2013	5280.00	7867.00	46570.00	34228.42	104628.00	300288.00	15.43%	7.52%	15.51%
2014	5421.00	6404.00	44145.00	40721.20	93213.00	307181.00	13.31%	6.87%	14.37%

Anexo 8.20. Datos Gráfico 5.15

AÑOS	ING. EXPLOTACIÓN			Nº EMPLEADOS			ING. POR EMPLEADO		
	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre	Sector	Catalana	Mapfre
2004	10466.14	252.00	1975.00	72	2	38	144.86 €	126.00 €	51.97 €
2005	11141.50	19189.00	1809.00	58	2	36	192.53 €	9,594.50 €	50.25 €
2006	14943.53	67606.00	1619.00	49	2	34	302.44 €	33,803.00 €	47.62 €
2007	14985.75	211.00	34210.00	66	2	254	226.20 €	105.50 €	134.69 €
2008	93384.20	235101.00	665150.00	66	3	288	1,410.21 €	78,367.00 €	2,309.55 €
2009	99399.18	123715.00	868421.00	80	2	304	1,237.85 €	61,857.50 €	2,856.65 €
2010	96060.70	308260.00	552585.00	92	2	324	1,041.65 €	154,130.00 €	1,705.51 €
2011	62813.36	114836.00	458428.00	84	2	318	746.89 €	57,418.00 €	1,441.60 €
2012	70285.75	134519.00	595656.00	84	2	332	833.76 €	67,259.50 €	1,794.14 €
2013	65334.17	131345.00	528431.00	87	3	352	755.31 €	43,781.67 €	1,501.22 €
2014	76447.10	115346.00	550423.00	112	36	394	684.09 €	3,204.06 €	1,397.01 €