

COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Trabajo Fin de GRADO



# Oportunidades De Inversión En El Mercado Asegurador Saudí

Autor: Durán Vieira, Emilio  
Tutor: Bobillo Carballo, Elvira

Madrid, junio de 2018

## Tabla de contenido

INTRODUCCIÓN .....	4
1. ARABIA SAUDÍ .....	5
1.1. Situación macroeconómica.....	6
2. SECTOR SEGUROS.....	11
2.1. Tamaño del mercado de seguros no vida.....	13
2.2. Penetración del mercado.....	14
2.3. Densidad del mercado .....	15
2.4. Ratio combinado .....	16
2.5. Ratio de retención .....	17
2.6. Clasificación por tipo de seguro .....	18
2.6.1. Seguros de vida.....	18
2.6.2. Seguros de vehículos .....	19
2.6.3. Seguros generales.....	20
2.6.4. Seguros del ahorro.....	20
2.7. Comparación con países similares .....	21
2.8. Compañías que componen el sector .....	23
2.8.1. Empresas con mayor cuota de mercado en 2016 .....	24
2.8.1.1. Tawuniya .....	24
2.8.1.2. Bupa Arabia .....	25
2.8.1.3. MEDGULF.....	26
2.8.1.4. Malath Insurance .....	26
2.8.1.5. AlRajhi Takaful .....	27
2.8.2. Empresas con capital extranjero reducido y rentabilidades mayores a la media del sector.....	27
2.8.2.1. Trade Union .....	28

2.8.2.2.	UCA.....	28
2.8.2.3.	SAICO.....	29
2.8.2.4.	ACIG.....	30
2.8.2.5.	Solidarity.....	30
2.8.3.	Comparativa de las compañías analizadas.....	31
CONCLUSIÓN .....		34
BIBLIOGRAFÍA .....		36
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....		39
ÍNDICE DE TABLAS.....		40

## INTRODUCCIÓN

El objetivo de este informe es analizar el mercado de los seguros en Arabia Saudí para conocer la situación que vive este sector en un país marcado por tres aspectos muy importantes, una monarquía absoluta, una religión muy restrictiva y el peso de la industria del petróleo en la economía. Este estudio podría servir para mostrarle a las compañías europeas que aún no tienen presencia en el país de las posibilidades de entrada que pueden tener, no solo en términos de la bonanza económica que vive el sector ahora mismo, sino también de las posibles compañías que podrían ser atractivas para realizar alianzas estratégicas de entrada.

La elección de este tema viene marcada por varias vertientes. Primero, el mercado de los seguros es un sector que, lamentablemente, no es objeto de estudio, por norma general, de los grados universitarios de Administración y Dirección de Empresas que, en términos financieros, se centran, en mayor medida, en el análisis de instituciones financieras que basan su actividad en proporcionar financiación, por lo tanto, hay un gran desconocimiento del funcionamiento de este sector en los recién graduados. Segundo, he tenido la oportunidad de realizar unas prácticas en una de las empresas aseguradoras más importantes del mercado europeo, lo que ha hecho que pueda enriquecer mis conocimientos sobre el sector, así como atraer mi interés sobre éste. Por último, la elección de Arabia Saudí se debe a que es uno de los países con mayores restricciones del mundo debido a la monarquía autoritaria y a la religión musulmana, sin embargo, es una región que parece que poco a poco va progresando y abriéndose más al mundo occidental. Además, solo dos de las principales compañías aseguradoras europeas tienen presencia en este país.

La metodología llevada a cabo a lo largo de este informe ha sido, principalmente, la obtención de datos, tanto macroeconómicos como sectoriales, de fuentes especializadas en estos aspectos para poder proceder a su posterior análisis. Las bases de datos más utilizadas han sido World Bank (Banco Mundial), International Monetary Fund (Fondo Monetario Internacional) en cuanto a macroeconomía se refiere y, Sigma Explorer y Tadawul para datos sectoriales. Para favorecer el entendimiento de las cifras descritas, se ha aportado, en la medida de lo posible, gráficos que representan la

trayectoria histórica y/o futura de éstos, respaldos con informes llevados a cabo por agencias independientes locales de Arabia Saudí, así como de la agencia monetaria de Arabia Saudí (Saudi Arabian Monetary Agency, SAMA).

Este trabajo se estructura en tres grandes áreas. En primer lugar, se analizará la situación macroeconómica del país y la valoración crediticia que le atribuyen las tres agencias de rating más importantes del mundo, haciendo especial hincapié en el sector petrolífero debido a la gran importancia de éste. En segundo lugar, se pasará al tema objeto de este informe, el sector de los seguros. En este aspecto, se presentarán las normas regulatorias que toda empresa extranjera debe cumplir, se estudiará la evolución histórica de las principales partidas del sector y finalmente se hará una comparación con otros países. Por último, se analizarán las empresas del sector siguiendo dos objetivos: primero, conocer el estado de las compañías más grandes del sector y, segundo, las compañías con poco capital extranjero que podrían ser atractivas para realizar alianzas estratégicas. Todo ellos nos llevará a terminar con las principales conclusiones extraídas de este estudio.

## 1. ARABIA SAUDÍ

Arabia Saudí es un país situado en Oriente Medio, más concretamente en la península arábiga. Es un país soberano que tiene instaurada la monarquía absoluta como forma de gobierno, en la que la familia real, una de las familias más ricas del mundo con una fortuna que alcanza 1,4 billones de dólares, concentra toda la autoridad, teniendo el poder legislativo, ejecutivo y judicial. La única limitación que tiene el rey es la ley Sharia y el Corán, leyes propias de la religión musulmana (Al-Rasheed, 2002).

Arabia Saudí también es conocida como la tierra de las mezquitas sagradas ya que entre sus monumentos se encuentra la Gran Mezquita en La Meca y la Mezquita del Profeta en Medina, los dos lugares más sagrados del islam, con grandes índices de peregrinación y en los cuales está estrictamente prohibido la entrada a personas que no pertenezcan a esta religión (Al-Rasheed, 2002).

La capital, Riyadh, es la ciudad más poblada de la región, contando con más de 6 millones de habitantes y es la ciudad en la que se basa la mayor parte de la industria. La economía del país sustenta todas sus bases en la industria del petróleo, en la que no solamente es el mayor productor del mundo, sino también el centro del comercio mundial (Al-Rasheed, 2002).

### 1.1. Situación macroeconómica

En forma de resumen general de la situación en la que se encuentra Arabia Saudí, así como para presentar veracidad de los datos que se irán presentando a lo largo de este informe y garantizar la estabilidad económica del país, es adecuado informar sobre el rating crediticio atribuido a esta región por las tres principales agencias de calificación del mundo, Standard and Poor's, Fitch y Moody's (Salvador, 2013).

Coincidiendo la opinión de las tres agencias, Arabia Saudí ha empeorado sus calificaciones en los últimos años a pesar de permanecer en un estado de poco riesgo y positivo para la inversión. Fitch, siendo la calificación más reciente de noviembre de 2017, le otorga la nota de A+ con perspectivas de mantenerse estable. Moody's, en mayo de 2016 le asigna la misma nota, conocida como A1 en su nomenclatura propia. Por último, S&P concede al país de oriente medio la calificación A- en febrero 2016. Estas opiniones sobre la situación financiera del país, se encuentran en el segundo rango más elevado, significando una muy buena situación económica del reino y muy por encima de países de Europa Occidental como España, Portugal o Italia (Expansion, 2017).

Rating Crediticio	2013	2014	2015	2016	2017
<b>S&amp;P</b>	AA- (negativo)	AA- (estable)	A+ (negativo)	A- (estable)	-
<b>Moody's</b>	-	-	Aaa3 (estable)	A1 (estable)	-
<b>Fitch</b>	AA- (positivo)	AA (estable)	AA (negativo)	AA- (negativo)	A+ (estable)

Tabla nº 1 - Rating Crediticio Arabia Saudí

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Expansion

Las agencias crediticias son entes privados especializados que emiten una opinión general sobre la solvencia de una entidad, estado o instrumentos de deuda, es decir, la capacidad de cumplir con sus compromisos financieros. Es importante resaltar de esta definición el concepto de opinión, que no recomendación de inversión. Por ello, es conveniente analizar los índices macroeconómicos (Salvador, 2013).

En términos generales, Arabia Saudí presenta una situación macroeconómica saludable, con todos los indicadores presentando un pronóstico positivo y estable. El reino saudí, a pesar de sufrir un descenso del PIB en los últimos años, cuenta con el más alto de la región, 640 mil millones de dólares en 2016 esperando recuperar las cifras de 2014 en los próximos años, superando los 770 mil millones en 2020 (International Monetary Fund, 2018).

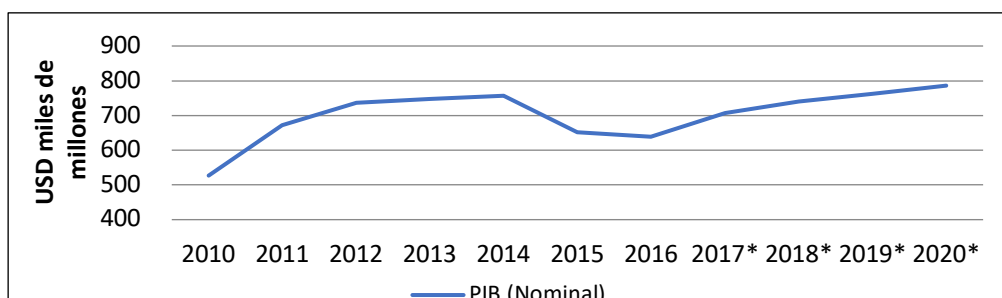


Gráfico nº 1 - PIB Nominal

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos del World Bank.

El PIB per cápita se ve altamente relacionado con el PIB nominal en cuanto a su trayectoria histórica y futura, rozando los 20.000 dólares americanos en 2016 y presentando una situación estable en torno a esta cifra en los próximos años (World Bank, 2018).

En términos reales, el PIB presenta un pico muy elevado en 2011, alcanzando un crecimiento superior al 10% anual. A pesar de ello, parece que este crecimiento se ha ido moderando, situándose en valores inferiores al 2% en 2016 y con un pronóstico de estabilización en los próximos años alrededor del 1%, cifras más acordes con los países europeos (International Monetary Fund, 2018).

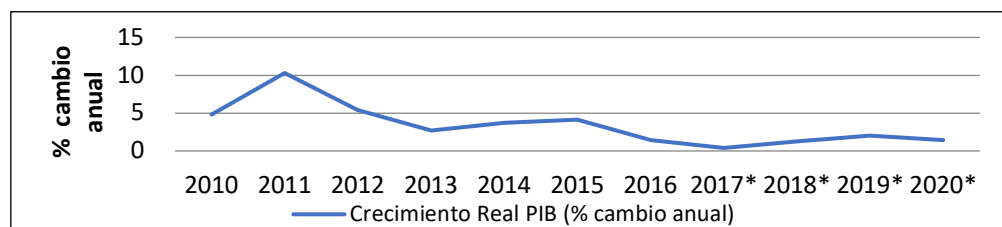


Gráfico nº 2 - Crecimiento Real PIB

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos del World Bank.

En cuanto al tipo de cambio, el Riyal Saudí (SAR), la moneda oficial del reino, se caracteriza por un régimen fijo vinculado al dólar americano (USD), situación similar en la que se encuentran el resto de países pertenecientes al GCC (Gulf Cooperation

Council). Desde 1986 el tipo de cambio SAR/USD se ha mantenido fijo en 0,2666 (World Bank, 2018).

Sin embargo, la caída de los precios del petróleo, ha tensado la política monetaria de los países del golfo árabe en el pasado reciente, incrementando los costes de mantener un tipo de cambio vinculado al USD. Los expertos especulan con la salida del Riyal Saudí del tipo de cambio fijo para empezar a cotizar de forma independiente y poder apalea la volatilidad del precio de petróleo con políticas monetarias contrarias (Evans-Pritchard, 2015).

Este suceso, ha provocado niveles de inflación muy altos, con picos que alcanzan el 6% en 2011 y que, a pesar de estabilizarse en los siguientes años entorno al 2,5%, en 2015 han comenzado a subir otra vez, pronosticando alcanzar un 5% en 2018 y una posterior reducción hasta el 2%, donde se mantendrá los siguientes periodos (International Monetary Fund, 2018).

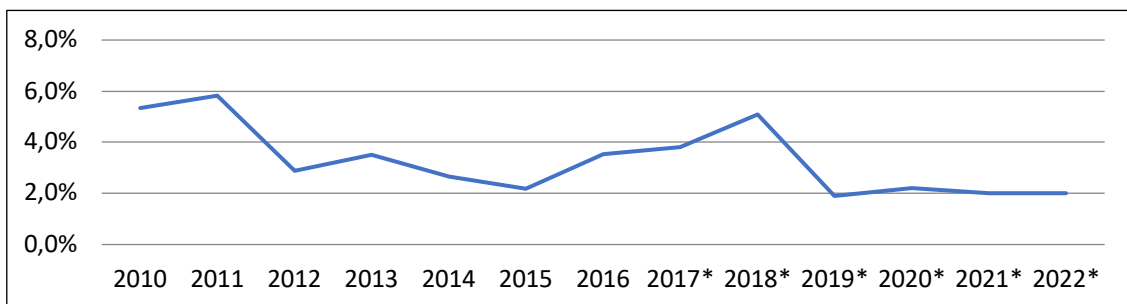


Gráfico nº 3 - Inflación

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos del World Bank.

El desempleo, parece ser muy estable en los últimos años, manteniéndose en cifras inferiores al 6%, por lo que se podría decir que es un desempleo friccional. En Arabia Saudí, la fuerza laboral es el 37,7% del total de la población, de los cuales el 85% pertenece al género masculino, frente a tan solo el 15% el género femenino. Este índice muestra la clara desigualdad de género que sufren las mujeres en el país, que se agrava aún más si indagamos en el asunto. De ese 15% que forma la fuerza laboral femenina un 21% se encuentra en situación de desempleo, lo que conlleva, en términos absolutos, a que solamente el 11% del total de mujeres que hay en la población saudita se encuentre participando de forma activa en el mercado laboral. Cifras mucho menos



alarmantes en el género masculino, en el cual solo hay un 3% de paro y trabaja un 58% del total de hombres en el país (World Bank, 2018).

Siguiendo en la misma línea, se puede observar en el gráfico 4 la clara dominación masculina que hay en la sociedad saudí en cuanto a número de personas de cada género. La población total del país en 2016 ronda los 32,4 millones de personas, con proyecciones que esperan alcanzar los 46 millones en 2050. Las cifras se ven claramente sesgadas hacia el hombre, sobretodo en personas de mediana edad, a pesar de que se aprecia cierta tendencia a la igualdad entre las personas más jóvenes. En términos generales, la media de edad ha incrementado en los últimos años, pasando de 26 años en 2010 a 28,6 en 2016 esperando alcanzar los 38 años en 2050. Estas cifras muestran un envejecimiento de la población más acelerado que los países colindantes de Oriente Medio y África (World Bank, 2018).

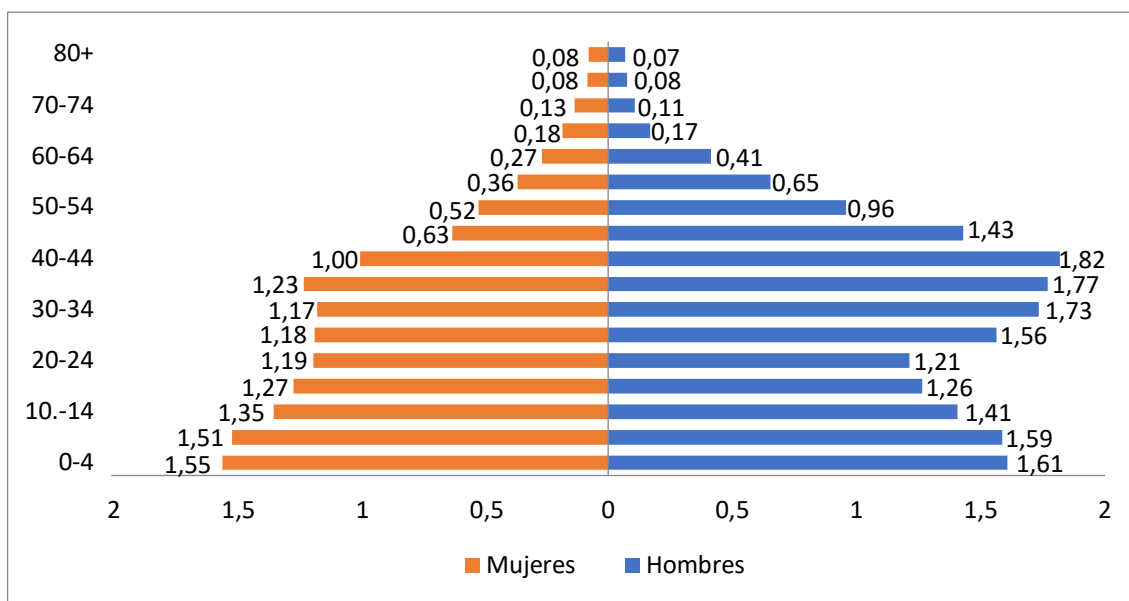


Gráfico nº 4 - Distribución De La Población Por Sexo

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos del World Bank.

El comercio que se lleva a cabo en Arabia Saudí está compuesto por 182 mil millones de dólares en exportaciones y 167 mil millones de dólares en importaciones. Por lo tanto, la balanza de pagos del país presenta un superávit de 15,6 miles de millones de dólares en 2016. De estas exportaciones un 74% proviene de productos relacionados con el petróleo, mientras que las principales importaciones son, en un 10% vehículos y un 3% oro (OEC, 2017).

Por lo tanto, se puede concluir que Arabia Saudí es una economía altamente afectada por la industria petrolífera. Históricamente ha sido el líder del sector en términos de producción y comercio. Este acontecimiento no hubiese sido posible sin las políticas muy agresivas que llevaron a cabo en el siglo pasado. En 1970, el reino saudí consiguió coronarse como la primera potencia de producción de petróleo del mundo, sobrepasando Estados Unidos. Esta posición ventajosa les ha permitido dominar el mercado e influenciar y controlar las estrategias del sector. El modelo más recurrente utilizado, ha sido el de llenar los vacíos de oferta provocados por situaciones desfavorables de sus competidores (Mourdoukoutas, 2016).

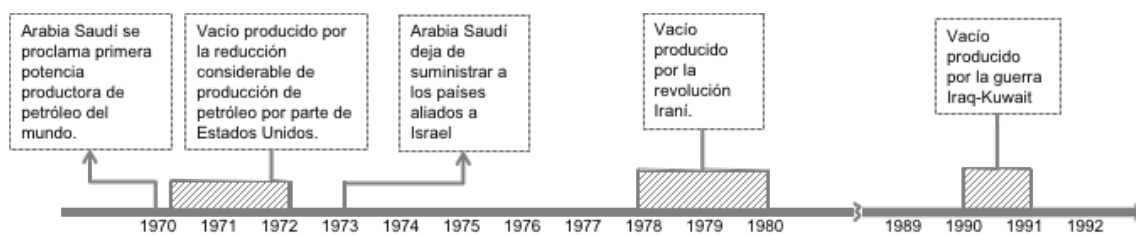


Gráfico nº 5 - Acontecimientos Históricos Del Petróleo En Arabia Saudí

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Forbes. How Saudi Arabia Has Been Mastering The Oil Market.

Más recientemente, Arabia Saudí ha decidido violar las leyes internacionales negándose a reducir la producción de petróleo para poder luchar contra la vuelta de Irán al mercado y, sobretudo, contra el método de extracción conocido como *fracking* utilizado por Estados Unidos que, a pesar de mostrar un fuerte crecimiento en términos de producción y llegando a proclamarse primera potencia productora de petróleo en 2014, ha sido frenada por las políticas agresivas del régimen saudí (BP, 2017).

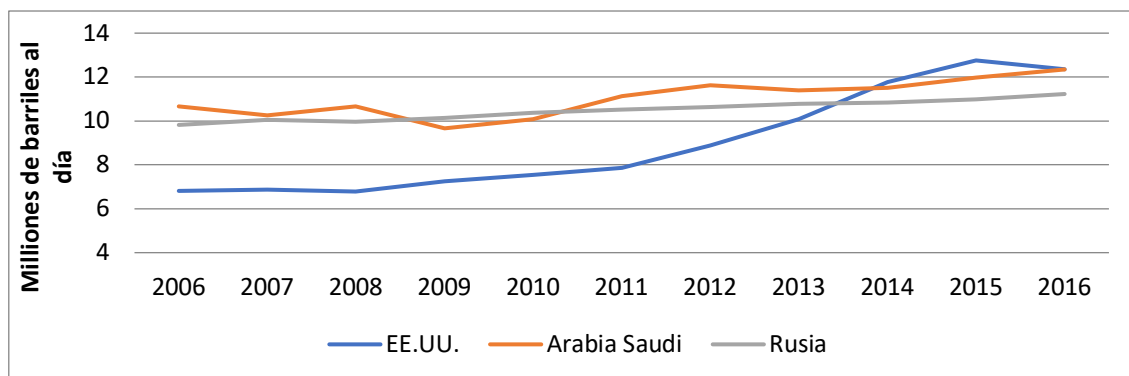


Gráfico nº 6 - Producción De Petróleo

Fuente: elaboración propia a partir de datos de BP. BP Statistical Review of World Energy.

Arabia Saudí, EE.UU. y Rusia son los principales productores de petróleo del mundo, produciendo 12 millones de barriles al día cada uno, lo que equivale a 191\$ miles de millones al año. Sin embargo, son solo Arabia Saudí y Rusia los que se mantienen a la cabeza como los principales exportadores de petróleo, exportando el 70% y 77% de su producción respectivamente, lo equivalente a 136 mil millones de dólares y 138 mil millones de dólares. Esto es, en gran medida, por la óptima situación geográfica con la que cuentan los países, que facilita el mercado con Europa, Asia, África y Oceanía. Por otro lado, los principales países a los que exportan el petróleo son Europa, EE.UU. y China (BP, 2017).

## 2. SECTOR SEGUROS

Un seguro es un contrato por el que una empresa aseguradora, a cambio de recibir una prima, se compromete a indemnizar a una persona cuando sufra algún daño (Denenberg, 1963).

Sin embargo, esa definición es más apropiada para el sistema propio del mundo occidental. El sistema que utiliza Arabia Saudí en el sector seguros es una mezcla entre el sistema convencional y el sistema islámico conocido como Takaful (Takaful Emarat, 2016).

En el **sistema convencional**, los suscriptores de pólizas pagan una prima a la compañía aseguradora, la cual asume el riesgo en caso de siniestro. Estas compañías, para obtener un mayor beneficio, tratan de invertir parte de estos ingresos en los mercados financieros a cambio de un interés. Tras hacer frente a todos los siniestros, si quedase algún beneficio restante procedente de las primas o de las inversiones financieras, podría quedarse en la compañía en forma de reservas o distribuirlo entre los accionistas (Takaful Emarat, 2016).

Por otro lado, el **sistema Takaful** es un concepto completamente diferente. Aquí, el suscriptor de la póliza paga una prima a un fondo común denominado fondo Takaful. El riesgo procedente de los siniestros, es compartido entre todos los participantes de este

fondo. Parte de la prima pagada al fondo común, va dirigida en forma de donación a pagar los servicios de las compañías aseguradoras que rigen las operaciones de éste. Estas empresas se encargan de invertir el fondo Takaful para obtener una rentabilidad. En este aspecto es donde viene otra gran diferencia, estos beneficios son repartidos entre los suscriptores de las primas (Takaful Emarat, 2016).

Por último, la estructura que presenta el mercado saudí es un híbrido entre las dos anteriores, conocido como **Sharia-compliant**, aunque se asemeja más al funcionamiento convencional. En este mercado el 10% de los beneficios netos se devuelve cada año a los clientes, mientras que el 90% restante es distribuido entre los accionistas. Sin embargo, la mayoría de las compañías que prestan servicios en el mercado saudí, también ofrecen algunos productos de origen Takaful (Clyde & Co, 2015).

El sector seguros en Arabia Saudí presenta una regulación muy estricta operada por hasta cinco instituciones diferentes. SAMA (Saudi Arabian Monetary Agency), es la agencia monetaria del país que regula los mercados financieros; CMA (Capital Market Authority) o autoridad de los mercados de capital, se encarga de regular las empresas cotizadas; MoCI (Ministry of Commerce and Industry) o ministerio de comercio e industria, también se encarga de supervisar las empresas cotizadas; Council of Co-operative Health Insurance, regula los seguros de salud y, por último, SAGIA (Saudi Arabian General Investment Authority), supervisa las compañías con accionariado extranjero (Clyde & Co, 2015).

Estos reguladores han implantado una serie de normas que cualquier aseguradora tiene obligación de cumplir. Entre todas ellas, las más importantes que un inversor extranjero tiene que tener en cuenta son:

- Las compañías aseguradoras tienen que mantener un mínimo de capital de 100 millones de reales saudís (26 millones de dólares americanos), 200 millones en caso de que lleve a cabo operaciones de reaseguros (53 millones de dólares) (Clyde & Co, 2015).

- Para llevar a cabo actividades relacionadas con los seguros o reaseguros es necesario obtener una licencia del SAMA. Estas compañías solo pueden ser de origen saudí y tienen que ser empresas públicas que coticen en el mercado de Arabia Saudí (Clyde & Co, 2015).
- El máximo capital permitido que una compañía extranjera puede adquirir de una empresa saudí se sitúa entre el 25% y 49% de ésta, dependiendo de la identidad del resto de accionistas. A su vez, tienen que obtener una licencia de inversión extranjera otorgada por la SAGIA (Clyde & Co, 2015).
- Las compañías extranjeras de reaseguros deben de tener un rating crediticio igual o mejor que BBB (S&P y Fitch), Baa (Moody's) o B+ (A.M. Best) (Clyde & Co, 2015).
- Deben mantener un 10% del capital en un banco local saudí. Cantidad que puede incrementar hasta el 15% si la SAMA lo considera necesario debido al perfil de riesgo de la compañía (Clyde & Co, 2015).
- Las compañías de seguros deben registrarse bajo el modelo cooperativo definido en el artículo de asociación de la compañía estatal Tawuniya, el cual declara que el 10% del beneficio neto tiene que ser devuelto a los clientes (Clyde & Co, 2015).

Prosiguiendo con el análisis de mercado, el mercado de los seguros generalmente se compone de dos grandes líneas de negocio, los seguros de vida y no vida. En el caso que complace a este informe, siendo la religión musulmana contraria a los seguros relacionados con la vida, se va a centrar en el amplio abanico que acoge los seguros que no son de vida. Para ello, se distinguirá entre tres grandes ramas: los seguros de salud, los seguros de ahorros y los seguros generales. En estos últimos, se hará especial hincapié en los seguros de vehículos, debido a su importancia y peso en el sector.

### 2.1. Tamaño del mercado de seguros no vida

Desde el año 2012, el mercado de los seguros de Arabia Saudí, ha desarrollado un comportamiento extraordinario, creciendo un 15% anual en términos del valor de las primas brutas suscritas siendo, en 2016, el momento cumbre del sector alcanzando el histórico valor de 9,83 miles de millones de dólares. Este crecimiento parece que se ha estancado en el último año, destacando los seguros de salud, que representan un 50%

del sector, pasan de crecer un 20% en 2015 a descender en 2016. Este decrecimiento se ve compensado por otra de las grandes líneas de negocio que sustentan este sector, los seguros generales, más concretamente los seguros de vehículos que, a pesar de que han decelerado su expansión, siguen en números positivos. Por otra parte, los seguros de ahorros representan un mínimo porcentaje de la industria que apenas alcanza el 3% (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

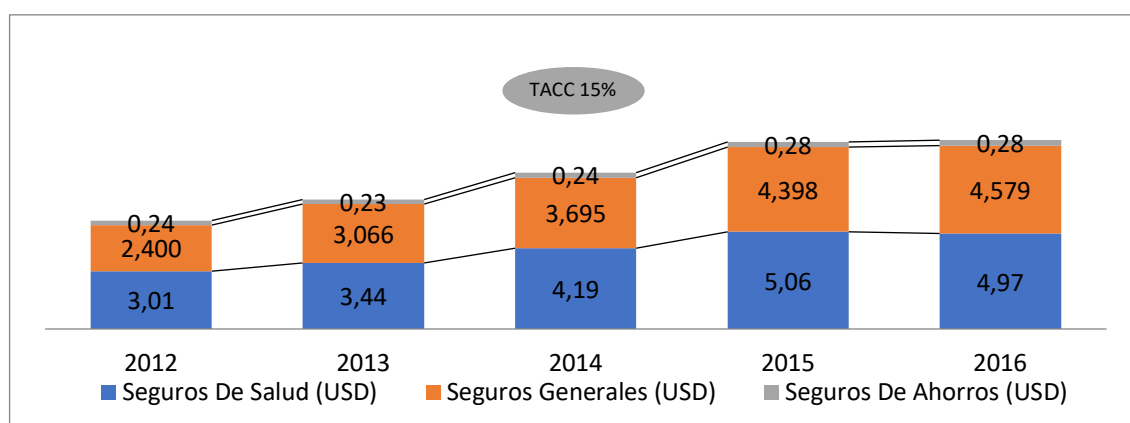


Gráfico nº 7 - Primas Brutas Suscritas (miles de millones de dólares)

Fuente: elaboración propia a partir de datos del SAMA. The Saudi Insurance Market Report 2016.

## 2.2. Penetración del mercado

Siguiendo unas tasas de crecimiento similares, el sector seguros cada año contribuye con un 19% más al PIB nacional que el año anterior, alcanzando en 2016 una penetración de 1,54%. Este crecimiento, muy pronunciado en 2015, se ve favorecido por el descenso del PIB nominal por lo que, con expectativas de que éste aumente, podrá verse reprimido la penetración del mercado. Sin embargo, las cifras siguen estando lejos de los países europeos que rondan el 4% del PIB y lejos de países con las mismas características geográficas como veremos más adelante. Por ello y unido a las mejoras regulatorias que las autoridades saudíes están llevando a cabo y que se explicarán en sus respectivas líneas de negocio, se puede concluir que los seguros en Arabia Saudí es una industria joven y con mucho potencial de crecimiento (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

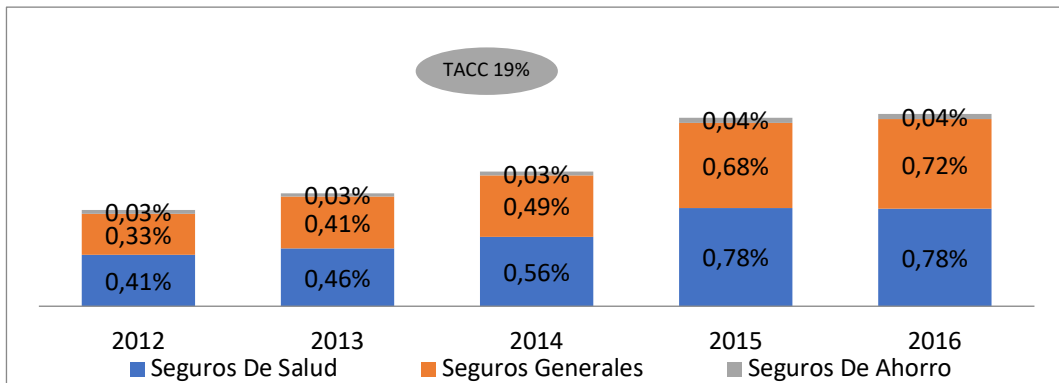


Gráfico nº 8 - Penetración Del Mercado En Función Del PIB

Fuente: elaboración propia a partir de datos del SAMA. The Saudi Insurance Market Report 2016.

### 2.3. Densidad del mercado

La densidad del mercado representa las primas brutas suscritas per cápita. Siguiendo la misma comparación de los últimos 5 años de secciones anteriores, se puede decir que los habitantes de Arabia Saudí han incrementado en su presupuesto los gastos destinados a los seguros en un 12% cada año, alcanzando los 309 dólares por persona en 2016, como se puede observar en el gráfico 9 (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

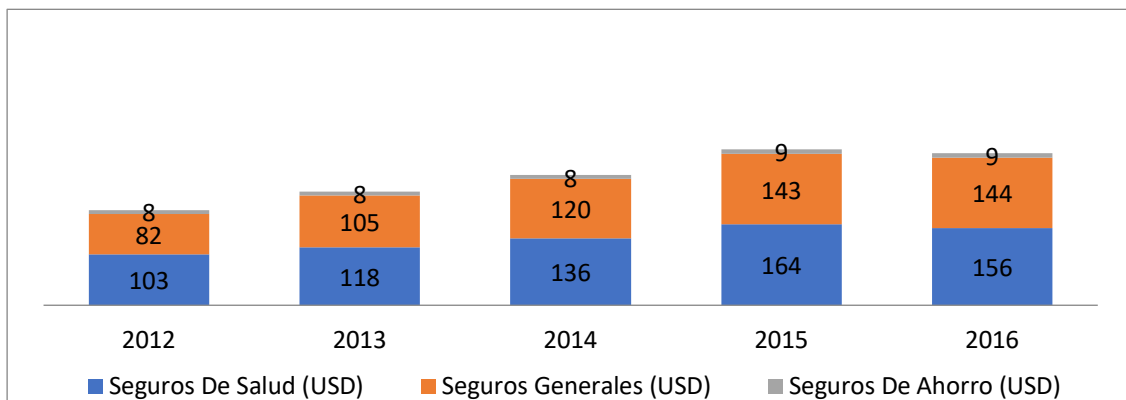


Gráfico nº 9 - Primas Per Cápita

Fuente: elaboración propia a partir de datos del SAMA. The Saudi Insurance Market Report 2016.

Una explicación sencilla para este fenómeno, es la buena salud de la que goza la economía en general, en la que todos los indicadores son positivos, así como las mejoras regulatorias. Además, en este aspecto, el gobierno de Arabia Saudí en cooperativa con las agencia aseguradoras, ha llevado a cabo un proyecto de marketing para concienciar e informar a los habitantes de las ventajas y beneficios que reportan los diferentes seguros que se pueden contratar (Albilad Capital, 2017).

## 2.4. Ratio combinado

El ratio combinado es uno de los indicadores más importantes en el sector seguros, ya que mide la rentabilidad técnica de los seguros no vida. Éste se compone por la suma del ratio de siniestros y el ratio de gastos (Fundación Mapfre, 2017).

El primero de ellos, se basa en el porcentaje equivalente al número total de siniestros producidos, pagados o pendientes, y el total de primas recaudadas por la entidad aseguradora durante un periodo de tiempo determinado. En la misma línea, el ratio de gastos refleja el porcentaje de las primas recaudadas que va destinado a pagar los gastos de gestión. Por todo ello, el objetivo del mercado es mantener este ratio combinado por debajo del 100% (Fundación Mapfre, 2017).

En este sentido, se puede apreciar una mejora muy positiva en la eficiencia del sector, con una reducción muy significativa de los gastos de gestión a partir de 2013, donde se encontraba en valores que rondaban el 17% a valores cercanos al 10% en 2016. La reducción de este ratio refleja una mejora en la rentabilidad de las compañías aseguradoras (Saudi Arabian Moneraty Authority, 2016)

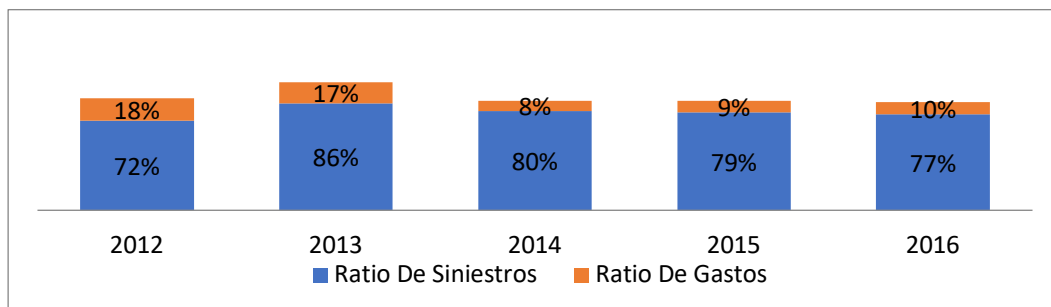


Gráfico nº 10 - Ratio Combinado (Ratio De Siniestros + Ratio De Gastos)

Fuente: elaboración propia a partir de datos del SAMA. The Saudi Insurance Market Report 2016.

Por otro lado, el ratio de siniestros también se ha reducido en los últimos años, alcanzando un 77% en 2016. Esto se explica por un crecimiento más rápido de las primas suscritas que los siniestros, así como una reducción muy significativa de los siniestros en los seguros de vehículos de más del 60% en los últimos cuatro años (Saudi Arabian Moneraty Authority, 2016).



## 2.5. Ratio de retención

La naturaleza de las operaciones que se llevan a cabo en el mercado de seguros, de una forma simplificada, es aceptar un riesgo a cambio del pago de una prima a la entidad aseguradora. Sin embargo, por norma general, las compañías de seguros no asumen todo el riesgo de los contratos que firman con sus clientes, sobre todo cuando éstos son de gran valor, para evitar pérdidas muy elevadas en caso de siniestro. Para ello, tratan de diversificar el riesgo cediendo parte de las primas a compañías de reaseguros. Esto se mide con el ratio de retención (Fundación Mapfre, 2017).

El porcentaje de pólizas que las compañías retienen en Arabia Saudí ha crecido considerablemente en los últimos años, pasando de un 75% en 2012 a un 84% en 2016. En otras palabras, las compañías aseguradoras están asumiendo más riesgo que en años anteriores, haciéndose cargo del 84% del total de las primas suscritas (Albilad Capital, 2017).

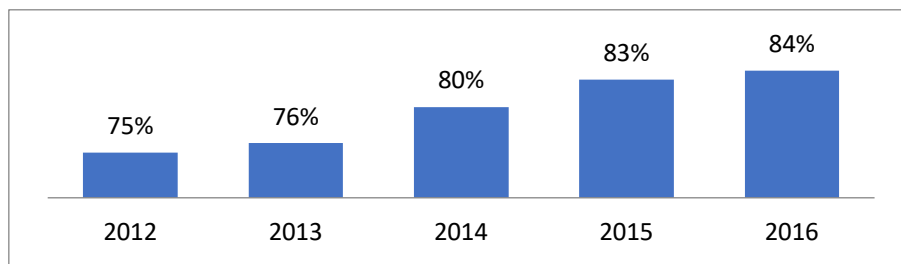


Gráfico nº 11 - Ratio De Retención

Fuente: elaboración propia a partir de datos del SAMA. The Saudi Insurance Market Report 2016.

Este incremento se produce, en mayor medida, debido a los altos ratios de retención de los seguros de salud y vehículos, 97% y 87% respectivamente. Estos dos sectores, parece que no son muy atractivos para las compañías reaseguradoras por los altos índices de siniestralidad (Albilad Capital, 2017).

Por otro lado, los seguros generales muestran ratios de retención muy reducidos, 22% en 2016. Estas cifras, no se tienen en cuenta para los seguros de ahorro, ya que la regulación obliga a que sean retenidas en una compañía saudí, por lo que no se pueden comparar con el resto (Albilad Capital, 2017).

## 2.6. Clasificación por tipo de seguro

Para hacer una segmentación del sector de los seguros y poder analizar con mayor profundidad, se clasificarán estos por seguros de salud, seguros de ahorro y seguros generales, como ya se lleva haciendo durante todo el informe. La distribución de los seguros por segmento es un 51% seguros de salud, 29% seguros de vehículo, 17% seguros generales y, por último, 3% seguros del ahorro (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

### 2.6.1. Seguros de vida

Los seguros de vida son el principal segmento del mercado de seguros en Arabia Saudí, aportando más del 50% de las primas brutas suscritas. Esta línea de negocio está compuesta por 27 compañías, destacando Bupa Arabia, Tawuniya y MEDGULF entre las más importantes, dominando el 83% del mercado (Albilad Capital, 2017). Cabe destacar, que entre las 10 empresas más importantes podemos encontrar varias de las compañías que se van a clasificar como empresas con potencial para invertir más adelante, entre ellas SAICO, Trade Union y ACIG.

Este segmento ha alcanzado un ritmo de crecimiento del 13% anual entre 2012 y 2016, alcanzando, las primas brutas suscritas, 4.971 millones de dólares. Ya son 12,1 millones de personas con seguros de salud en Arabia Saudí, siendo 22% locales y un 78% extranjeros. Siguiendo la misma dirección, el número de pólizas suscritas cada año sigue aumentando, superando los 3 millones en 2016 (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

Este crecimiento es explicado por tres razones. En primer lugar, los establecimientos reconocidos por el gobierno y acreditados como centros de salud han alcanzado los 4.399 centros en 2016, un 71% más que el año anterior (2.569 locales). Por otro lado, el número de doctores ha alcanzado los 40.303 en 2016 (Albilad Capital, 2017).

Por último y más importante, la regulación ha sido un factor muy contundente para este crecimiento. En 2006, el Health Insurance Council (Consejo de Seguros de Salud), creó un seguro de salud obligatorio para los trabajadores extranjeros del sector privado, seguro que, en 2010, se expandió también a los trabajadores locales y, en 2015, a los

familiares de éstos (Clyde & Co, 2015). Por último, a partir de 2016, todos los turistas del reino tienen que contratar un seguro de salud obligatorio, excluyendo a los peregrinos, trabajadores de organizaciones internacionales, diplomáticos e invitados de la realeza, dejando un potencial objetivo de 1,6 millones de clientes al año (Albilad Capital, 2017).

#### 2.6.2. Seguros de vehículos

Los seguros de vehículo, aun siendo parte de los seguros generales, son explicados de forma individual debido a su gran importancia. Esta línea de negocio alcanza, en 2016, una cuota de mercado cercana al 30%, situándose como el segundo segmento más importante del sector seguros en Arabia Saudí. Esto no hubiese sido posible sin un crecimiento anual cercano al 30%, alcanzando las 3.038 millones de dólares en primas brutas suscritas en 2016, y un decrecimiento del ratio de siniestralidad del 8% en el último año (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016)

Las principales compañías que componen esta línea de negocio son Malath Insurance, AlRajhi Takaful y Tawaniya con un 16,7%, 13,9% y 13,3% del mercado respectivamente en 2016. En este aspecto, volvemos a presenciar a Trade Union con un 5% del mercado y UCA, con un 4,3% entre las 10 principales empresas de este segmento (Albilad Capital, 2017).

La buena salud de la que goza este seguro se basa, principalmente, en el mercado tan importante en el que se encuentra. El mercado automovilístico saudí es el más grande del Golfo Pérsico y se encuentra entre los veinte más importantes del mundo. En 2015 el número de pólizas suscritas superó los cuatro millones. En la misma línea, el registro de vehículos nuevos alcanzó los 830.000 en ese mismo año, cifras que se mantienen en constante crecimiento desde 2009 (Albilad Capital, 2017).

Un acontecimiento clave para el crecimiento de este mercado ha sido la aprobación en 2001 por parte del organismo regulador SAMA el seguro a terceros obligatorio. En el mismo ámbito, en diciembre de 2016 se crean nuevas guías para el establecimiento de los precios para favorecer a los clientes. Entre ellas se pueden destacar descuentos de hasta un 30% para conductores que no hayan reclamado ningún siniestro durante, al

menos, tres años y descuentos del 10% para aquellos que muestren lealtad a su proveedor de seguros (Clyde & Co, 2015).

### 2.6.3. Seguros generales

Los seguros generales están compuestos por un gran abanico de líneas de negocio entre las que encontramos seguros de propiedad e incendio, ingeniería, accidentes, marinos, energía y aviación, siguiendo este mismo orden de importancia (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

La tasa de crecimiento anual que presenta este segmento entre 2012 y 2016 son mucho más modestas que las líneas anteriores, alrededor del 4% anual. A su vez, los seguros generales tuvieron un gran decrecimiento en el año 2016, cercano al 17%, el mayor del sector. Sin embargo, cuenta con los ratios de siniestralidad más reducidos del mercado, 28% que siguen en constante decrecimiento (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

La mayor aportación a este mercado se atribuye al principal competidor general, Tawuniya, con una cuota superior al 27%. El siguiente, MEDGULF, solo es capaz de alcanzar un 8,3%. En cuarto lugar, con un 5,5% de cuota de mercado, se puede observar dos de las compañías propuestas más adelante, SAICO y UCA (Albilad Capital, 2017).

### 2.6.4. Seguros del ahorro

El segmento más reducido y menos importante del sector saudí es el seguro del ahorro, que no alcanza ni el 3% de cuota de mercado. La tasa de crecimiento de este mercado ha sido de un 3% anual durante el periodo transcurrido entre 2012 y 2016, sin embargo, este último año ha presentado un descenso muy significativo cercano al 10% (Saudi Arabian Monetary Authority, 2016).

Este segmento del mercado asegurador saudí está compuesto por tan solo once compañías, entre las que podemos encontrar ATC, con un 38,1% de cuota de mercado, SABB Takaful con 17,7% y Allianz SF con un 16%. Cabe destacar que Allianz SF pertenece al Grupo Allianz, una de las aseguradoras más importantes de Europa y del mundo (Albilad Capital, 2017).

## 2.7. Comparación con países similares

Para dar un mayor soporte y poder entender mejor los datos presentados hasta ahora, es conveniente comparar éstos con países de características parecidas. Para ello, se va a utilizar una gráfica con tres variables, el crecimiento real del PIB en el eje de ordenadas, la penetración del mercado en el eje de abscisas y el tamaño del mercado en función del tamaño de la circunferencia. De esta forma, se pueden observar tanto características macroeconómicas como sectoriales en el mismo gráfico.

En el gráfico 12, se pueden observar países colindantes con el país objeto de este informe incluyendo, también, Turquía por ser una nación en la que las aseguradoras europeas tiene alta presencia y sirve como puente de unión entre Europa y Oriente Medio.

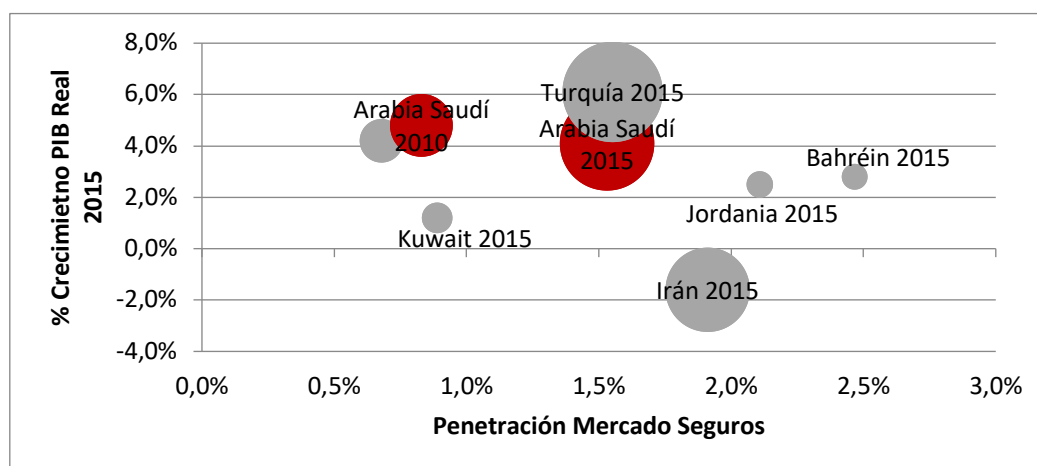


Gráfico nº 12 - Tamaño De Mercado

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos de World Bank y Sigma Explorer

En primer lugar, destacando en color rojo Arabia Saudí, se puede apreciar la gran mejora entre 2010 y 2015 en términos de crecimiento de mercado, así como de penetración de éste, alcanzando cifras similares a las de países más occidentales y con mayor conexión con Europa como Turquía (Sigma Explorer, 2018).

Si se compara con países como Jordania, Bahréin o Irán, que no solo comparten zona geográfica si no también su gran presencia en el sector petrolífero, es lógico encontrarse con mercados más pequeños causado por las significativas diferencias en extensión territorial y número de habitantes de éstos. Por ello, hay que hacer especial hincapié en

la penetración del mercado ya que evita estos desajustes, siendo datos más comparables. En este sentido, se puede apreciar como Arabia Saudí tiene mucho camino por recorrer, estando lejos del 2,5% de penetración de mercado de Bahrein (Sigma Explorer, 2018).

Cabe recalcar, en el caso de Turquía e Irán, la penetración del mercado se ha mantenido estable durante los últimos 5 años, frente a un 19% de crecimiento anual presentado por el reino saudí (Sigma Explorer, 2018).

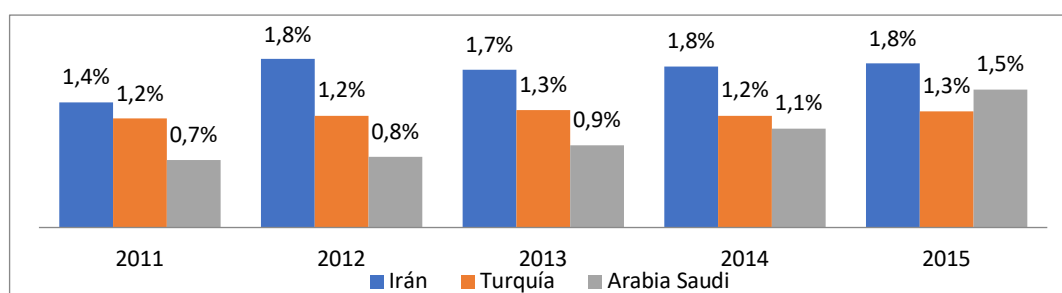


Gráfico nº 13 - Penetración Del Mercado Por Países

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos Sigma Explorer

Siguiendo en la misma dirección, la densidad de mercado presenta números muy similares a la penetración de mercado. El número de primas suscritas por habitante ha crecido desde 2011 a 2015 un 15% en el caso de Arabia Saudí frente a una reducción en el caso de Irán y estancamiento en el caso de Turquía. Lo más significativo en este aspecto es que los habitantes de Arabia Saudí gastan más del doble en seguros que los de Turquía y más del triple que los de Irán (Sigma Explorer, 2018).

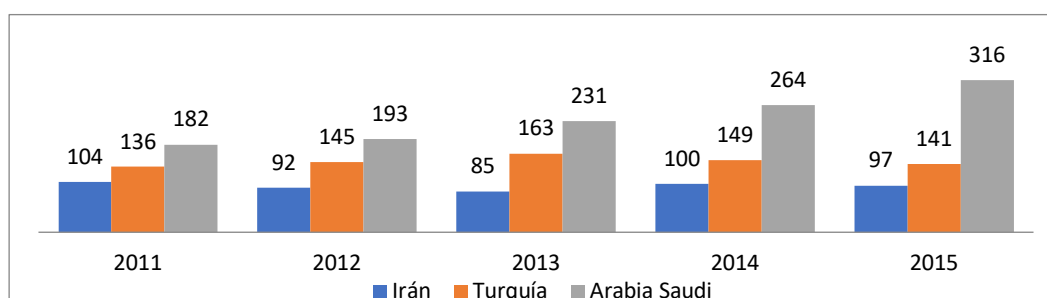


Gráfico nº 14 - Primas Per Cápita Por Países

Fuente: elaboración propia a partir de la base de datos Sigma Explorer

En resumen, Arabia Saudí presenta unas cifras de crecimiento muy superiores a las de sus competidores directos en sentido geográfico, sin embargo, aún se encuentra lejos de los países líderes en este sector que alcanzan penetraciones de mercado cerca del

2,5% (Bahréin) esto, unido a las dimensiones del país, las expectativas de crecimiento del PIB y las mejores regulatorias que se est n llevando a cabo, parece que no hay motivos para pensar que este crecimiento se vaya a decelerar en los próximos años.

## 2.8. Compa as que componen el sector

El sector seguros en el país arábigo está compuesto por 32 compa as. Por obligación, todas ellas tienen que cotizar en el mercado de valores saudí. Debido a las grandes restricciones que la legislación saudí aplica a compa as extranjeras, las empresas cuentan con un mayor porcentaje de accionistas locales. Entre estas restricciones encontramos que las empresas extranjeras no pueden comerciar en el país por ellas mismas y solo pueden adquirir, como máximo, el 49% de una compa a local, como ya se ha dicho en apartados anteriores (Clyde & Co, 2015).

Empresas	% Capital Extranjero	Rentabilidad		Cuota De Mercado			
		ROE	ROA	2015	2016	% Variación	% Cuota
1 Tawuniya	3,9%	-9,1%	-1,5%	21,2%	22,5%	6,1%	65.1%
2 Bupa Arabia	43,7%	18,2%	5,6%	20,6%	22,2%	7,8%	
3 MEDGULF	10,5%	-43,0%	-4,0%	11,3%	8,9%	-21,2%	
4 Malath Insurance	19,2%	-3,4%	-1,2%	5,2%	6,1%	17,3%	
5 AIRajhi Takaful	9,6%	28,0%	4,6%	3,8%	5,4%	42,1%	
6 AXA Cooperative	25,6%	8,3%	2,3%	3,2%	3,2%	0,0%	17.6%
7 Walaa	11,6%	22,9%	7,4%	2,1%	2,8%	33,3%	
8 Trade Union	0,9%	17,4%	4,1%	2,4%	2,7%	12,5%	
9 Allianz SF	49,0%	10,9%	1,4%	2,3%	2,3%	0,0%	
10 UCA	1,6%	7,6%	2,0%	3,6%	2,3%	-36,1%	
11 SAICO	1,5%	12,7%	3,4%	2,5%	2,2%	-12,0%	17.3%
12 Arabian Shield	5,8%	22,9%	8,8%	1,5%	2,1%	40,0%	
13 Salama	10,0%	24,3%	7,0%	1,1%	1,6%	45,5%	
14 WAF A Insurance	13,6%	-39,2%	-6,0%	1,5%	1,5%	0,0%	
15 ACIG	1,1%	11,6%	3,0%	1,5%	1,4%	-6,7%	
16 Wataniya	11,5%	17,8%	4,7%	1,5%	1,4%	-6,7%	17.3%
17 Buruj	2,9%	22,0%	7,4%	1,3%	1,2%	-7,7%	
18 AICC	32,3%	4,0%	1,4%	1,8%	1,2%	-33,3%	
19 ATC	20,8%	13,4%	2,9%	1,0%	1,0%	0,0%	
20 Alinma Tokio M	29,4%	-2,3%	-1,0%	0,6%	0,9%	50,0%	
21 Al Alamiya	0,1%	9,8%	4,5%	1,1%	0,9%	-18,2%	17.3%
22 Gulf Union	2,4%	14,1%	4,1%	0,6%	0,8%	33,3%	
23 Solidarity	0,8%	13,5%	7,2%	0,9%	0,7%	-22,2%	
24 Gulf General	3,1%	8,9%	3,5%	1,0%	0,7%	-30,0%	
25 CHUBB	43,0%	12,1%	4,9%	0,8%	0,6%	-25,0%	
26 METLIFE AIG ANB	40,8%	-33,4%	-8,2%	0,4%	0,6%	50,0%	17.3%
27 SABB Takaful	1,3%	-2,8%	-1,1%	0,6%	0,5%	-16,7%	
28 Sagr Insurance	1,2%	2,0%	0,8%	2,4%	0,5%	-79,2%	
29 Amana Insurance	5,3%	-1,8%	-0,5%	1,2%	0,5%	-58,3%	
30 Al-Ahlia	9,3%	6,5%	1,6%	0,7%	0,5%	-28,6%	
31 Enaya	16,0%	-10,6%	-3,8%	0,2%	0,4%	100,0%	17.3%
32 Jazira Takaful	0,4%	7,7%	5,1%	0,2%	0,2%	0,0%	
<b>Promedio</b>	<b>13,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,1%</b>	<b>1,1%</b>	<b>100%</b>

Tabla n  2 - Cuota De Mercado

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

Estas empresas, por lo general, tienen presencia en todas las líneas de negocio de mercado, exceptuando Bupa Arabia y Enaya que solo se dedican al segmento de la salud, Salama con un 92% de su actividad destinada a los seguros de motor y Jazira Takaful, ATC y SABB Takaful, que se dedican plenamente a los seguros del ahorro. El resto de las 32 empresas, distribuyen su actividad por las diferentes líneas de negocio (Albilad Capital, 2017).

Las 2 empresas más importantes de la industria, Tawuniya y Bupa Arabia, se reparten el 44% del total del mercado de forma equitativa, siendo la contribución de cada una el 22%. Más del 65% del sector estaría compuesto por, solamente, 5 compañías, y el 83% por 12 firmas aseguradoras. Solamente las 5 aseguradoras más importantes muestran cuotas de mercado superiores al 5% en 2016. Estas cifras muestran un mercado muy poco competitivo con mucha concentración en un número reducido de empresas. Por lo que se puede concluir que urge una reforma legislativa y promulgar un mayor desarrollo del sector para reducir el riesgo de concentración y control del mercado (Tadawul, 2018).

#### 2.8.1. Empresas con mayor cuota de mercado en 2016

Del total de las empresas, se ha seleccionado una muestra de cinco compañías en función de la cuota de mercado que poseen, la cual está basada en el valor de las primas brutas suscritas de cada una. Estas cinco compañías, que componen el 65,1% del total del mercado en 2016 son Tawuniya, Bupa Arabia, MEDGULF, Malath Insurance y AlRajhi Takaful (Tadawul, 2018).

##### 2.8.1.1. Tawuniya

The Company For Cooperative Insurance, Tawuniya, es una compañía estatal del país saudí sobre la cual se basa el sistema regulatorio que tienen que seguir el resto de las compañías (Clyde & Co, 2015). Los mayores accionistas de ésta son la Organización General de Jubilación (24%) y la Organización General de Seguro Social (23%) (Tadawul, 2018).

Tawuniya es la compañía más grande del sector seguros de Arabia Saudí y es la única empresa de las siete principales con un capital extranjero inferior al 5%. Su activo alcanzó un valor de 3.589 millones de dólares en 2016. Las primas brutas suscritas



crecen a un ratio del 14% anual en los últimos tres años, alcanzando los 2.145 millones de dólares en 2016. Un crecimiento anual del 19% en las primas netas suscritas, mayor que el crecimiento de los siniestros, hace posible que la compañía presente un beneficio neto de 213 millones de dólares, creciendo a una tasa anual del 20%. En términos de primas netas suscritas y de beneficio neto, ha tenido un crecimiento mayor en 2016 que en 2015 (Tadawul, 2018).

<b>Tawuniya</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>% var 2014-2015</b>	<b>2016</b>	<b>% var 2015- 2016</b>	<b>TACC 2014- 2016</b>
<b>Activo Total (millones \$)</b>	2.650	3.085	16%	3.593	16%	16%
<b>Primas Brutas Suscritas (millones \$)</b>	1.655	2.012	22%	2.148	7%	14%
<b>Primas Netas Suscritas (millones \$)</b>	1.281	1.510	18%	1.824	21%	19%
<b>Siniestros Netos (millones \$)</b>	1.002	1.105	10%	1.361	23%	17%
<b>Beneficio Neto (millones \$)</b>	149	160	7%	214	34%	20%

Tabla nº 3 - Tawuniya

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

Tawuniya es una aseguradora centrada principalmente en los seguros de salud, dedicando a este segmento el 65% de su porfolio. El restante 35%, se enfoca en los seguros generales, siendo un 19% de vehículo y un 16% el resto. Esta compañía no trabaja en el segmento de los seguros del ahorro (Albilad Capital, 2017).

#### 2.8.1.2. Bupa Arabia

Bupa Arabia, es la empresa colíder de este sector, sin embargo, a diferencia de la anterior, posee un 43% de capital extranjero, rozando el máximo de 49% permitido. El accionista mayoritario de esta compañía es la multinacional Bupa Global, compañía británica que opera en España bajo el nombre de su filial Sanitas (Tadawul, 2018).

Esta compañía, presenta un crecimiento mucho mayor a la de su principal competidor Tawuniya. Las primas brutas suscritas crecen a una tasa del 18% anual y el beneficio neto creció en los últimos tres años a una tasa anual del 45%, a pesar de tener un ligero decrecimiento en 2016 con respecto a 2015. (Tadawul, 2018).

<b>Bupa Arabia</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>% var 2014-2015</b>	<b>2016</b>	<b>% var 2015- 2016</b>	<b>TACC 2014- 2016</b>
<b>Activo Total (millones \$)</b>	1.261	1.641	30%	1.908	16%	23%
<b>Primas Brutas Suscritas (millones \$)</b>	1.531	1.954	28%	2.117	8%	18%
<b>Primas Netas Suscritas (millones \$)</b>	1.225	1.797	47%	2.044	14%	29%
<b>Siniestros Netos (millones \$)</b>	973	1.389	43%	1.647	19%	30%
<b>Beneficio Neto (millones \$)</b>	80	172	114%	168	-2%	45%

Tabla nº 4 - Bupa Arabia

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

Bupa Arabia es una aseguradora que se dedica exclusivamente a los seguros de salud (Albilad Capital, 2017).

### 2.8.1.3. MEDGULF

MEDGULF es una compañía aseguradora centrada, en mayor medida, en los seguros de salud. La empresa ha decrecido su rendimiento considerablemente en los últimos años, llegando a tener beneficios negativos en 2015, debido al alto índice de siniestralidad de sus primas (Tadawul, 2018).

Sus accionistas mayoritarios son The Mediterranean and Gulf Insurance and Reinsurance CO con un 40,5% del accionariado y The Saudi Investment Bank con un 19% de la compañía en su poder (Tadawul, 2018).

Por lo general, todas las cifras que presenta la compañía tienen una tendencia negativa. Se puede observar una reducción de las primas suscritas, tanto brutas como netas que son apaleadas por un decrecimiento de los siniestros netos en 2016. Parece que la actividad de la compañía se está reduciendo a pesar de volver a cifras de beneficio neto positivas en 2016 (Tadawul, 2018).

MEDGULF	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
Activo Total (millones \$)	1.487	1.473	-1%	1.225	-17%	-9%
Primas Brutas Suscritas (millones \$)	1.177	1.067	-9%	852	-20%	-15%
Primas Netas Suscritas (millones \$)	834	924	11%	785	-15%	-3%
Siniestros Netos (millones \$)	699	872	25%	657	-25%	-3%
Beneficio Neto (millones \$)	52	-70	-235%	18	-126%	-41%

Tabla nº 5 - MEDGULF

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

### 2.8.1.4. Malath Insurance

Malath Insurance es una compañía que posee un 19,2% de capital extranjero, sin embargo, no cuenta con accionistas mayoritarios (Tadawul, 2018).

Su actividad se centrada en un 88% en los seguros de vehículos. A pesar de que en los últimos años ha presentado tasas de crecimiento de las primas netas suscritas de un 17% anual, los siniestros han aumentado considerablemente a un ritmo del 32% cada año, alcanzando los 433 millones de dólares en 2016. En los últimos tres años, se puede observar como el valor de los siniestros netos es muy similar al valor de las primas netas

suscritas, lo que le deja a la compañía muy poco margen para obtener beneficios. Tanto es así que los beneficios son negativos, agravándose la situación en el año 2016, cuando el valor de los siniestros sobrepasa el valor de los ingresos por primas. (Tadawul, 2018).

Malath Insurance	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
Activo Total (millones \$)	519	505	-3%	486	-4%	-3%
Primas Brutas Suscritas (millones \$)	377	497	32%	578	16%	24%
Primas Netas Suscritas (millones \$)	276	459	67%	380	-17%	17%
Siniestros Netos (millones \$)	247	396	60%	433	9%	32%
Beneficio Neto (millones \$)	-4	-3	28%	-42	-1480%	-237%

Tabla nº 6 - Malath Insurance

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

### 2.8.1.5. AlRajhi Takaful

AlRajhi Takaful es una compañía joven instaurada en 2008, para suplir las necesidades de los seguros de vehículo, principalmente. Los accionistas mayoritarios son Al Rajhi Insurance Co LTD, con un 26,5% del accionariado y Al Rajhi Bank, 22,5%. La empresa cuenta con un 10% de capital extranjero (Tadawul, 2018).

Es la compañía aseguradora con mayor crecimiento del sector saudí y con una rentabilidad financiera más alta (ROE 28%). Todas las cifras presentadas en la tabla 7 crecen a un ritmo de entre 41% y 51%, a excepción del beneficio neto, que aumenta a una tasa anual de más del doble (Tadawul, 2018).

AlRajhi Takaful	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
Activo Total (millones \$)	309	477	55%	674	41%	48%
Primas Brutas Suscritas (millones \$)	252	363	44%	520	43%	44%
Primas Netas Suscritas (millones \$)	192	278	45%	413	49%	47%
Siniestros Netos (millones \$)	150	211	41%	343	62%	51%
Beneficio Neto (millones \$)	4	10	145%	24	132%	139%

Tabla nº 7 - AlRajhi Takaful

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

### 2.8.2. Empresas con capital extranjero reducido y rentabilidades mayores a la media del sector

Este apartado, trata de analizar una muestra de las cinco compañías que pueden ser más interesantes para que inviertan empresas europeas que aún no tienen presencia en este mercado. La selección de estas empresas se basa en tres variables concretas, aseguradoras con porcentajes de capital extranjero reducido, que a su vez presenten unas cuotas de mercado elevadas y con un ROE y ROA por encima de la media del mercado. Entre ellas, podemos encontrar Trade Union, UCA, SAICO, ACIG y Solidarity.

### 2.8.2.1. Trade Union

Trade Union es la única compañía entre las veinte más grandes con un capital extranjero inferior al 1%, lo que lo hace una empresa muy atractiva para las aseguradoras europeas. Los accionistas mayoritarios son Trade Union Insurance Co, con una participación del 22,4% y Al Ahleia Insurance, con un 10% del capital. A su vez, tiene una cuota de mercado de 2,7% en 2016, gracias a la gran presencia que tiene en el sector salud y, sobretodo, el segmento de los seguros de vehículo (Tadawul, 2018)

La compañía presenta un ROE del 17,41%, muy por encima de la media del mercado que se sitúa alrededor del 4%, en el mismo sentido, presenta un ROA del 4%, el doble de la media del mercado. Estas rentabilidades son gracias a las cifras presentadas en la tabla 8 en la que se puede observar el crecimiento positivo de todos los conceptos, destacando que las primas netas suscritas decrecen en menor medida que los siniestros en 2015 y crecen a un mayor porcentaje que éstos en 2016 lo que hizo que la compañía pudiese obtener beneficios positivos (Tadawul, 2018).

Trade Union	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
Activo Total (millones \$)	357	355	-1%	428	21%	9%
Primas Brutas Suscritas (millones \$)	216	226	5%	254	12%	8%
Primas Netas Suscritas (millones \$)	178	158	-11%	205	30%	7%
Siniestros Netos (millones \$)	152	128	-16%	160	25%	3%
Beneficio Neto (millones \$)	-4	7	275%	12	71%	-

Tabla nº 8 - Trade Union

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

Esta compañía basa su actividad en un 59% en seguros de vehículos y un 29% en seguros de salud, dejando el restante 12% para seguros generales (Albilad Capital, 2017).

### 2.8.2.2. UCA

United Cooperative Assurance, UCA, es una compañía con un porcentaje extranjero del 1,6%. El accionista mayoritario con un 32,5% del accionariado es United Cooperative Assurance BSC. De las compañías analizadas con capital extranjero reducido, aun presentando unas cuotas de mercado elevadas del 2,3% en 2016, es la compañía con peor rentabilidad, teniendo en cuenta un ROE de 7,6% y un ROA de 2%, este último, por debajo de la media de todo el mercado (2,3%) (Tadawul, 2018).

En 2016, tras dos años con beneficio neto negativo, la compañía consigue aumentar considerablemente éstos, hasta alcanzar los 27 millones de dólares. Esto es facilitado gracias a la tasa de decrecimiento anual de los siniestros netos de un 25%, superior a la reducción de las primas netas suscritas (Tadawul, 2018).

UCA	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
<b>Activo Total (millones \$)</b>	367	499	36%	428	-14%	8%
<b>Primas Brutas Suscritas (millones \$)</b>	311	339	9%	219	-35%	-16%
<b>Primas Netas Suscritas (millones \$)</b>	209	197	-6%	168	-15%	-10%
<b>Siniestros Netos (millones \$)</b>	212	183	-14%	119	-35%	-25%
<b>Beneficio Neto (millones \$)</b>	-21	-14	33%	27	293%	-

Tabla nº 9 - UCA

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

UCA es una compañía que dedica el 60% de su actividad al sector vehículos, dejando un 32% para los seguros generales y, el restante 8% para los seguros de salud (Albilad Capital, 2017).

### 2.8.2.3. SAICO

Saudi Arabian Cooperative Insurance, SAICO, presenta cifras muy similares a UCA en cuanto capital extranjero y cuota de mercado se refiere. El accionista mayoritario, con un 2% del accionariado es Al Jawhara Bint Abdulaziz Al Saud (Tadawul, 2018).

La compañía ha conseguido aumentar los beneficios en 2015 y en 2016 de dos formas diferentes. En 2015, han aumentado las primas netas suscritas a un porcentaje mayor que los siniestros, 31% contra 27%. Sin embargo, en 2016, en vez de crecer, disminuyen las dos partidas, consiguiendo una caída del 25% de los siniestros, gracias a lo cual, el beneficio neto de la compañía alcanza los 13 millones de dólares en este año (Tadawul, 2018).

SAICO	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
<b>Activo Total (millones \$)</b>	261	329	26%	335	2%	13%
<b>Primas Brutas Suscritas (millones \$)</b>	214	237	11%	214	-10%	0%
<b>Primas Netas Suscritas (millones \$)</b>	123	161	31%	137	-15%	6%
<b>Siniestros Netos (millones \$)</b>	96	122	27%	91	-25%	-3%
<b>Beneficio Neto (millones \$)</b>	5	9	80%	13	44%	61%

Tabla nº 10 - SAICO

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

SAICO es una compañía aseguradora que reparte su actividad entre las tres principales líneas de negocio de forma, más o menos, igual. Siendo la más importante los seguros

de vida con un 40%, seguido de los seguros generales con un 33% y finalmente un 27% dedicado a los seguros de vehículos (Albilad Capital, 2017).

#### 2.8.2.4. ACIG

ACIG es una de las compañías presentadas con menor cuota de mercado en 2016, por debajo del 1,5%. Es una empresa joven, con menos de diez años de experiencia en el sector. Los accionistas mayoritarios de esta empresa son Allied Cooperative Insurance Group Co (20%) y Islamic Development Bank (20%). Tiene un capital extranjero reducido del 1,1% (Tadawul, 2018).

En la tabla 11 se puede apreciar un crecimiento pronunciado en todos los aspectos en el año 2015, sin embargo, los siniestros casi se han duplicado, lo que se ve reflejado en un crecimiento de los beneficios netos menor que el resto de partidas. En 2016, aun sin tener un incremento tan elevado, las características de este son parecidas a las de 2015, en donde los siniestros aumentan más que el resto de figuras, lo que lleva a una reducción del beneficio neto (Tadawul, 2018).

ACIG	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
Activo Total (millones \$)	95	136	43%	150	10%	26%
Primas Brutas Suscritas (millones \$)	79	146	85%	136	-7%	31%
Primas Netas Suscritas (millones \$)	57	102	79%	116	14%	43%
Siniestros Netos (millones \$)	40	77	93%	92	19%	52%
Beneficio Neto (millones \$)	2	3	50%	2	-33%	0%

Tabla nº 11 - ACIG

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

La mayor parte de las primas suscritas de ACIG provienen del segmento de los seguros de vehículos (55%), siendo, prácticamente el resto, seguros de salud (36%) y el ultimo 9% seguros generales.

#### 2.8.2.5. Solidarity

Solidarity Saudi Takaful no solo es una de las compañías más jóvenes del sector, sino que también es una de las que tienen menor capital extranjero en su accionariado. El accionista mayoritario de esta compañía es Solidarity Group Holding BSC, con un 27,5% del accionariado (Tadawul, 2018).

Con apenas cinco años de vida, solo ha conseguido alcanzar un 0,7% de cuota de mercado en 2016, con 70 millones de dólares de primas brutas suscritas. Sin embargo,

los beneficios netos presentados en 2016 son los segundos más elevados de las compañías presentadas con capital extranjero reducido. Estas cifras no serían posibles de no ser por la gran reducción de siniestros en 2016, un 44% menos que en 2015 que, añadido a un incremento de las primas netas suscritas, favorece el aumento del beneficio neto hasta los 13 millones de dólares (Tadawul, 2018).

Solidarity	2014	2015	% var 2014-2015	2016	% var 2015-2016	TACC 2014-2016
Activo Total (millones \$)	159	183	15%	178	-3%	6%
Primas Brutas Suscritas (millones \$)	50	81	62%	70	-13%	18%
Primas Netas Suscritas (millones \$)	43	56	31%	61	10%	20%
Siniestros Netos (millones \$)	40	46	14%	25	-44%	-20%
Beneficio Neto (millones \$)	-17	-14	17%	13	194%	-

Tabla nº 12 - Solidarity

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

A pesar de que la mayor parte de su actividad está destinada a los seguros de vida (67%), es la única compañía analizada de este informe que ofrece servicios en los seguros de ahorro (13%). Las otras dos líneas de negocio, un 13% está destinado a los seguros de vehículo y el restante 7% a los seguros generales.

### 2.8.3. Comparativa de las compañías analizadas

La muestra de 10 empresas analizadas en los apartados anteriores se ha resumido en la tabla 13 para poder hacer una comparación de todas ellas.

2016	% Capital Extranjero	Activo Total (millones \$)	% Activo Sobre El Total	Primas Brutas Suscritas (millones \$)	% Primas Brutas Suscritas Sobre El Total	Primas Netas Suscritas (millones \$)	Siniestros Netos (millones \$)	Beneficio Neto (millones \$)	ROE	ROA
Tawuniya	3,9%	3.593	38%	2.148	30%	1.824	1.361	214	-9,1%	-1,5%
Bupa Arabia	43,7%	1.908	20%	2.117	30%	2.044	1.647	168	18,2%	5,6%
MEDGULF	10,5%	1.225	13%	852	12%	785	657	18	-43,0%	-4,0%
Malath Insurance	19,2%	486	5%	578	8%	380	433	-42	-3,4%	-1,2%
AlRajhi Takaful	9,6%	674	7%	520	7%	413	343	24	28,0%	4,6%
Trade Union	0,9%	428	5%	254	4%	205	160	12	17,4%	4,1%
UCA	1,6%	428	5%	219	3%	168	119	27	7,6%	2,0%
SAICO	1,5%	335	4%	214	3%	137	91	13	12,7%	3,4%
ACIG	1,1%	150	2%	136	2%	116	92	2	11,6%	3,0%
Solidarity	0,8%	178	2%	70	1%	61	25	13	13,5%	7,2%
Total	-	9.404	100%	7.107	100%	6.134	4.928	-	-	-

Tabla nº 13 - Comparativa de la muestra de 10 empresas

Fuente: elaboración propia a partir de datos extraídos de Tadawul

La clara apreciación que se puede sacar de la tabla 13 es la diferencia de tamaño entre las empresas con porcentajes de capital elevado y las que no, que se han seleccionado en esta muestra. Basándose en las cifras de primas brutas suscritas, que está directamente relacionado con el valor del activo total, el mayor porcentaje de esta

selección está concentrada entre las empresas más grandes, más concretamente entre Tawuniya y Bupa Arabia con un 30% del total de primas suscritas cada una. Sin embargo, quitando de esta comparación a Tawuniya y Bupa Arabia, por tener tamaños significativamente superiores al resto de compañías en cuanto a primas suscritas, nos quedaría una muestra de ocho aseguradoras que presentan cifras de beneficio neto similares. Con el término similar, se quiere concluir que hay empresas con porcentajes de accionariado extranjero menores al 2% y cuotas de mercado por debajo del 4% que alcanzan, en 2016, beneficios iguales o superiores a las tres compañías más grandes de esta muestra (excluyendo, una vez más, Tawuniya y Bupa Arabia) lo que muestra una gran eficiencia por parte de las compañías que se han propuesto como posibles objetivos de inversión (Tadawul, 2018).

En todo caso, estas cifras están muy influenciadas por el tamaño de cada compañía y las cifras de activo y primas brutas suscritas de su balance y cuenta de pérdidas y ganancia, por ello quizá sea más interesante analizar cifras de rentabilidad que son más susceptibles de comparación.

En este aspecto, se puede observar como las compañías sugeridas, y por ello se entiende Trade Union, UCA, SAICO, ACIG y Solidarity, presentan, en general, ratios de ROE y ROA no muy dispares de Bupa Arabia y muy por encima de Tawuniya. Haciendo referencia a estos índices y al resto de partidas presentadas en las tabla 7 y la tabla 13, AlRajhi Takaful es la compañía que goza de mayor bienestar económico, no solo en términos de crecimiento, sino también en términos de rentabilidad y eficiencia.

Por otro lado, el ratio de retención de las compañías sugeridas se encuentra por debajo del de las aseguradoras más grandes como son Tawuniya, Bupa Arabia y MEDGULF, haciendo especial referencia a estas dos últimas que retienen más del 92% de sus primas. Esto significa que el resto de empresas asumen mucho menos riesgo en sus cuentas que las mencionadas, cediendo parte de las primas a compañías reaseguradoras obteniendo por ello una rentabilidad (Tadawul, 2018).



En este mismo sentido van las cifras de siniestralidad. Con una media de ratio de siniestros de 80% dentro de la muestra de las 10 empresas, todas las aseguradoras sugeridas para ser objeto de inversión, presentan ratios de siniestralidad por debajo de ésta, desde el 42% de Solidarity, hasta el 79% de ACIG. Otro signo más de la eficiencia de las compañías.

Haciendo mayor hincapié en la muestra de las 5 empresas con reducido capital extranjero, en su conjunto alcanzan 893 millones de dólares en primas brutas suscritas, un 9% del total del mercado en 2016. La cuota de mercado de esta muestra se reparte de la siguiente forma: 28% Trade Union, 25% UCA, 24% SAICO, 15% ACIG y 8% Solidarity. La media de retención de primas de estas compañías es un 77%, siendo la que mayor riesgo acapara Solidarity, con un 87% y la que menos SAICO con un 64%, el resto se encuentran alrededor del 80%. Sin embargo, el elevado ratio de retención de Solidarity con respecto a la muestra, se ve claramente compensado por un ratio de siniestralidad muy reducido de esta compañía del 42% muy lejos de la siguiente, SAICO, con un 66%, UCA un 71%, Trade Union un 78% y ACIG un 79%. Los índices de siniestralidad tan reducidos para Solidarity, hacen que esta compañía, con un tamaño tan reducido, consiga cifras de beneficio neto muy elevadas, 13 millones de dólares, propias de compañías con mayores cifras de primas suscritas. En la misma dirección, ACIG, con el ratio de siniestralidad más alto de esta muestra, así como un ratio de retención elevado, hacen que el beneficio neto que presenta sea muy reducido, 2 millones de dólares (Tadawul, 2018).

Por último, haciendo referencia a los beneficios netos encontramos a UCA como la compañía que obtiene mayores beneficios en 2016, alcanzando los 27 millones de dólares, cifras muy superiores a las de Trade Union con primas brutas suscritas parecidas. Por otro lado, ésta última, junto con SAICO y Solidarity consiguen un beneficio neto de 13 millones en el mismo año. ACIG, sin embargo, presenta unos resultados muy reducidos, 2 millones de dólares (Tadawul, 2018).

## CONCLUSIÓN

A lo largo de esta conclusión, me gustaría proyectar las razones por las que el mercado asegurador de Arabia Saudí puede ser atractivo para las economías europeas.

En cuanto al mercado asegurador se refiere, todas las partidas muestran trayectorias positivas en los últimos años, creciendo el número de primas brutas suscritas a una tasa anual del 15%. Esto viene claramente relacionado con la gran implantación de medidas regulatorias por parte del gobierno saudí que, no solo ha hecho campañas de marketing para que los ciudadanos sean más conscientes de los beneficios de los seguros, sino que también ha instaurado la obligatoriedad de algunos de ellos. A pesar de encontrar bastante avance en materia regulatoria, parece que aún queda camino, ya que el mercado muestra signos de concentración bastante elevados. El 65% del sector está repartido solamente entre cinco compañías, siendo la más grande estatal. En este sentido, un dato positivo para posibles inversores es que la segunda compañía más grande del sector pertenece a la multinacional británica Bupa Global.

Sin embargo, hay un criterio muy importante a tener en cuenta en las empresas de este sector, la inversión extranjera solo puede adquirir, como máximo, el 49% del capital. Por ello, se han analizado una serie de compañías con accionariado extranjero reducido que presentan, en su gran mayoría ratios de rentabilidad elevados a pesar de su reducido tamaño. Entre ellas, se encuentran Trade Union, UCA, SAICO, ACIG y Solidarity y parecen que pueden ser grandes oportunidades de inversión para compañías europeas que quieran adentrarse en el mercado.

Entre las aseguradoras más importantes de Europa, solo hay dos con presencia en el país saudí, Axa y Allianz que, por otro lado, son las aseguradoras más grandes del continente europeo. El resto de empresas, entre las que se encuentran Generali, Zúrich y Mapfre, esta última española, carecen de representación en el mercado árabe.

En resumen, el mercado asegurador saudí es muy atractivo para inversores europeos, no solo por la visible mejora de este, sino también por la eficiencia económica que presentan algunos de los participantes que pueden ser objeto de inversión de un capital

extranjero. Además, que las dos compañías más importantes del viejo continente ya estén instauradas, puede ser un aliciente para el resto.

La dotación de nuevos recursos provenientes de empresas ya consolidadas en los mercados globales, puede hacer que las empresas analizadas, con cuotas de mercado reducidos, aumenten su tamaño de forma exponencial y se sitúen entre los principales competidores del sector.

## BIBLIOGRAFÍA

Albilad Capital (2017) *Saudi Insurance Sector* [en línea] disponible en: [http://www.albilad-capital.com/Research\\_EnglishReport/InsuranceSectorQ416EN.pdf](http://www.albilad-capital.com/Research_EnglishReport/InsuranceSectorQ416EN.pdf) [consulta: 28 marzo 2018].

Al-Rasheed, M. (2002). *Historia De Arabia Saudí*. Primera ed. Cambridge: Cambridge University Press.

BP (2017) *BP Statistical Review of World Energy* [en línea] disponible en: <https://www.bp.com/content/dam/bp/en/corporate/pdf/energy-economics/statistical-review-2017/bp-statistical-review-of-world-energy-2017-full-report.pdf> [consulta: 15 marzo 2018].

Clyde & Co (2015) *Insurance and Reinsurance in Saudi Arabia* [en línea] disponible en: [https://www.clydeco.com/uploads/Files/CC007080\\_PLG\\_KSA\\_Brochure\\_ME\\_V4\\_11-03-15.pdf](https://www.clydeco.com/uploads/Files/CC007080_PLG_KSA_Brochure_ME_V4_11-03-15.pdf) [consulta: 6 abril 2018].

Denenberg, H. (1963) The Legal Definition of Insurance: Insurance Principles in Practice. *The Journal of Insurance* [en línea] disponible en: [http://www.jstor.org/stable/250245?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/250245?seq=1#page_scan_tab_contents)

Evans-Pritchard, A. (2015) Speculators test Saudi currency as oil crisis deepens. *The Telegraph* [en línea] disponible en: <https://www.telegraph.co.uk/finance/12007991/Speculators-test-Saudi-currency-as-oil-crisis-deepens.html> [consulta: 15 marzo 2018].

Expansion (2017) *Calificación de la deuda de Arabia Saudita* [en línea] disponible en: <https://www.datosmacro.com/ratings/arabia-saudita> [consulta: 22 marzo 2018].

Fundación Mapfre (2017) *Diccionario Mapfre De Seguros* [en línea] disponible en: [https://www.fundacionmapfre.org/fundacion/es\\_es/publicaciones/diccionario-mapfre-seguros/resultado-terminos.jsp?charxx=claim](https://www.fundacionmapfre.org/fundacion/es_es/publicaciones/diccionario-mapfre-seguros/resultado-terminos.jsp?charxx=claim) [consulta: 2 abril 2018].

International Monetary Fund (2018) *IMP DataMapper* [en línea] disponible en: [http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO\\_WORLD/SAU](http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD/SAU) [consulta: 15 marzo 2018].

Mourdoukoutas, P. (2016) How Saudi Arabia Has Been Mastering The Oil Market. *Forbes* [en línea] disponible en: <https://www.forbes.com/sites/panosmourdoukoutas/2016/08/07/how-saudi-arabia-has-been-mastering-the-oil-market/#4dddc14268f5>

OECD (2017) *Saudi Arabia* [en línea] disponible en: <https://atlas.media.mit.edu/en/profile/country/sau/> [consulta: 13 abril 2018].

Salvador, C. (2013) *Agencias de Calificación y Crisis Financiera* [PowerPoint] disponible en: [http://inscripciones.adeit-uv.es/econgres/finanzas\\_2012-13/carlossalvador28enero.pdf](http://inscripciones.adeit-uv.es/econgres/finanzas_2012-13/carlossalvador28enero.pdf) [consulta: 22 marzo 2018].

Saudi Arabian Monetary Authority (2016) *The Saudi Insurance Market Report 2016*. [PowerPoint] disponible en: [http://www.sama.gov.sa/en-US/Insurance/Publications/KSA%20Market%20Report\\_2016\\_English-vf.pdf](http://www.sama.gov.sa/en-US/Insurance/Publications/KSA%20Market%20Report_2016_English-vf.pdf) [consulta: 23 marzo 2018].

Sigma Explorer (2018) *World Insurance Premiums* [en línea] disponible en: <http://www.sigma-explorer.com/> [consulta: 28 marzo 2018].

Tadawul (2018) *Market Participants* [en línea] disponible en: <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/home/> [consulta: 6 abril 2018].

Takaful Emarat (2016). *Takaful Vs Conventional Insurance*. [En línea] Disponible en: <http://www.takafulemarat.com/en/takaful-vs-conventional-insurance/> [consulta: 9 abril 2018].

World Bank (2018) *DataBank* [en línea] disponible en:  
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=SAU> [consulta:  
9 abril 2018].

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico nº 1 - PIB Nominal.....	7
Gráfico nº 2 - Crecimiento Real PIB .....	7
Gráfico nº 3 - Inflación .....	8
Gráfico nº 4 - Distribución De La Población Por Sexo.....	9
Gráfico nº 5 - Acontecimientos Históricos Del Petróleo En Arabia Saudí .....	10
Gráfico nº 6 - Producción De Petróleo.....	10
Gráfico nº 7 - Primas Brutas Suscritas (miles de millones de dólares) .....	14
Gráfico nº 8 - Penetración Del Mercado En Función Del PIB.....	15
Gráfico nº 9 - Primas Per Cápita .....	15
Gráfico nº 10 - Ratio Combinado (Ratio De Siniestros + Ratio De Gastos).....	16
Gráfico nº 11 - Ratio De Retención.....	17
Gráfico nº 12 - Tamaño De Mercado .....	21
Gráfico nº 13 - Penetración Del Mercado Por Países .....	22
Gráfico nº 14 - Primas Per Cápita Por Países .....	22

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla nº 1 - Rating Crediticio Arabia Saudí .....	6
Tabla nº 2 - Cuota De Mercado .....	23
Tabla nº 3 - Tawuniya.....	25
Tabla nº 4 - Bupa Arabia.....	25
Tabla nº 5 - MEDGULF.....	26
Tabla nº 6 - Malath Insurance .....	27
Tabla nº 7 - AlRajhi Takaful .....	27
Tabla nº 8 - Trade Union .....	28
Tabla nº 9 - UCA.....	29
Tabla nº 10 - SAICO .....	29
Tabla nº 11 - ACIG .....	30
Tabla nº 12 - Solidarity.....	31
Tabla nº 13 - Comparativa de la muestra de 10 empresas.....	31